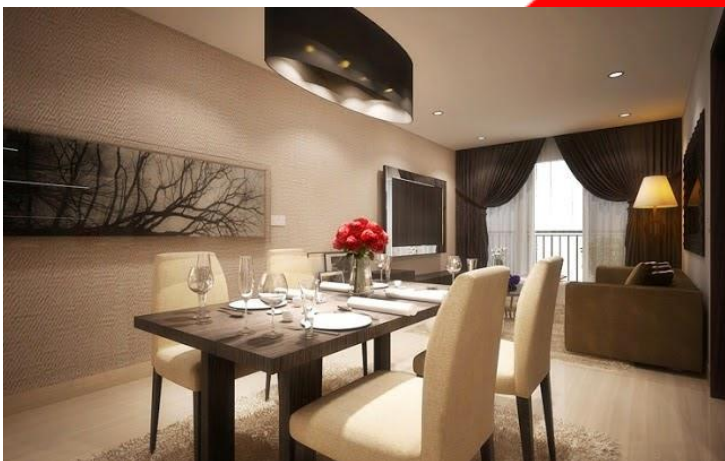


# BÁO CÁO PHÂN TÍCH- CTCP XÂY DỰNG SỐ 3 (VC3-HNX)



**Báo cáo chi tiết 21/11/2016**

Khuyến nghị **Mua**  
 Giá mục tiêu (VND) 42.800  
 Tiềm năng tăng giá >20%  
 Chia cổ tức 8% bằng tiền và 10% bằng cổ phiếu

**TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP**

- Công ty cổ phần xây dựng số 3 ( VC3), tiền thân là Công ty xây dựng số 5 được thành lập theo Quyết định số 171A/BXD-TCLĐ ngày 5/5/1993 của Bộ Xây dựng, đến nay là Công ty cổ phần xây dựng số 3. Năm 2007, Công ty đã phát hành tăng vốn điều lệ lên 80 tỷ đồng nhằm đáp ứng vốn cho các dự án đầu tư xây dựng khu đô thị mới do Công ty làm chủ đầu tư.
- Ngày 13/12/2007, cổ phiếu Công ty cổ phần xây dựng số 3 chính thức giao dịch trên Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà nội với mã cổ phiếu VC3.
- **Trụ sở chính:** Tòa nhà Vianaconex3, Số 249 - Đường Hoàng Quốc Việt - Quận Cầu Giấy - Thành phố Hà Nội.

**Hoạt động kinh doanh của VC3:**

- Nhận thầu xây lắp các công trình dân dụng, công nghiệp, bưu điện, các công trình thủy lợi, giao thông đường bộ các cấp, sân bay, bến cảng, cầu cống các công trình kỹ thuật hạ tầng đô thị và khu công nghiệp, các công trình đường dây và trạm biến thế đến 110KV, thi công san nền móng, xử lý nền đất yếu các công trình xây dựng cấp thoát nước, lắp đặt đường ống công nghiệp, điện lạnh, trang trí nội ngoại thất, gia công, lắp đặt khung nhôm kính các loại;
  - Xây dựng và kinh doanh nhà, cho thuê văn phòng, kinh doanh bất động sản, khách sạn du lịch;
  - Lắp đặt các loại kết cấu bê tông, cấu kiện thép, các hệ thống kỹ thuật công trình ( thang máy, điều hòa, thông gió chữa cháy );
  - Tư vấn đầu tư xây dựng, sản xuất kinh doanh đồ gỗ hàng tiêu dùng;
  - Tư vấn đầu tư xây dựng, thực hiện các dự án đầu tư;
  - Dịch vụ cho thuê, sửa chữa bảo dưỡng xe máy, kinh doanh thiết bị xây dựng;
  - Kinh doanh XNK khẩu thủ công mỹ nghệ, hàng nông lâm thủy sản, hàng tiêu dùng.
- Trong đó, hiện nay 3 lĩnh vực hoạt động kinh doanh chính của công ty là xây lắp, thực hiện thi công và quản lý đầu tư kinh doanh bất động sản, sản xuất vật liệu xây dựng.

Tính đến thời điểm 30/06/2016, VC3 sở hữu 2 công ty con gồm:

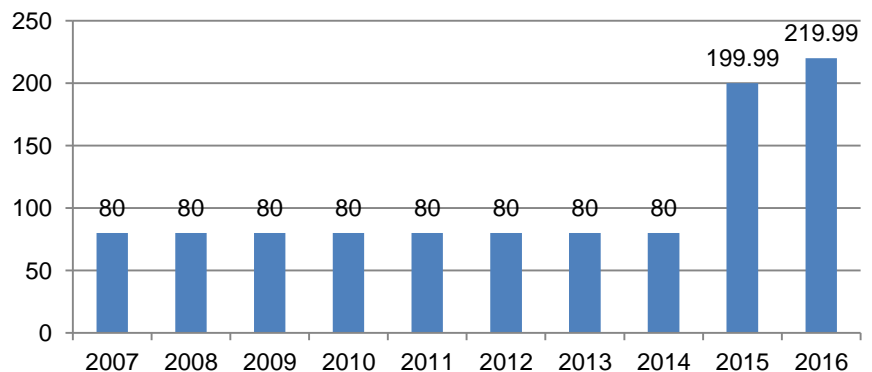
Tên Công ty	VĐL( tỷ VND)	TLSH	Lĩnh vực sản xuất kinh doanh
CTCP Đầu tư và khai thác chợ B.O.T	2	100%	Đầu tư xây dựng và kinh doanh chợ, thực hiện các dự án đầu tư chợ, quản lý và khai thác chợ.
CTCP Xây lắp và công nghệ số 3	5	51%	Xây lắp các công trình dân dụng, công nghiệp, bưu điện, các công trình thủy lợi giao thông đường bộ, xây dựng và kinh doanh nhà, cho thuê văn phòng, kinh doanh bất động sản, khách sạn, du lịch.

Nguồn: VC3

**Quá trình tăng vốn:**

Từ khi niêm yết trên sàn chứng khoán Thành phố Hà Nội với vốn điều lệ ban đầu là 80 tỷ đồng, VC3 trải qua 2 lần tăng vốn, hiện nay công ty hoạt động trên vốn điều lệ 219,99 tỷ đồng.

**Vốn điều lệ**



Nguồn: VC3

**Biến động giá cổ phiếu 6 tháng**



**Thông tin cổ phiếu, ngày 21/11/2016**

Giá hiện tại (VND) 35.900  
 Số lượng CP niêm yết 21.999.742  
 Vốn điều lệ (tỷ VND) 219,99  
 Vốn hóa TT(tỷ VND) 767,79  
 Khoảng giá 52 tuần (VND) 18.500-61.700  
 % sở hữu nước ngoài 0,39%  
 % giới hạn sở hữu NN 49%

**Chỉ số tài chính:**

Chỉ tiêu	2013	2014	2015
EPS (vnd)	1.181	2.215	2.148
BVPS (vnd)	25.575	26.587	12.115
Cổ tức (vnd)	1.000	1.000	1.500
ROA(%)	1,20%	1,40%	3,50%
ROE(%)	7,20%	8,30%	17,7%

**Hoạt động kinh doanh chính**

Ngành nghề kinh doanh chính là xây lắp các công trình dân dụng, công nghiệp, bưu điện, các công trình thủy lợi giao thông đường bộ, xây dựng và kinh doanh nhà, cho thuê văn phòng, kinh doanh bất động sản, khách sạn, du lịch. Bên cạnh đó, công ty sản xuất, kinh doanh vật liệu xây dựng, tư vấn đầu tư xây dựng, sản xuất kinh doanh đồ gỗ hàng tiêu dùng, kinh doanh xuất nhập khẩu thủ công mỹ nghệ, hàng nông lâm thủy sản, hàng tiêu dùng.

Nguồn: MBS tổng hợp

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH LẠC QUAN

Công ty cổ phần xây dựng số 3 (VC3) tiền thân là một doanh nghiệp thuộc sở hữu của Nhà nước. Sau khi VCG thoái vốn khỏi công ty năm 2015, VC3 đã tiến hành thay đổi chiến lược kinh doanh theo hướng từng bước ổn định về tài chính, tập trung vào lĩnh vực kinh doanh cốt lõi là bất động sản. Ngoài ra, với lợi thế là một doanh nghiệp xây lắp nhưng lại có quỹ đất rất lớn nên công ty đã xây dựng các phương án khai thác khả thi nhằm mang lại hiệu quả lớn nhất cho trong năm 2016 và các năm tiếp theo.

Unit: Tỷ VND	2013	2014	2015	2016F
DTT	462	507	477	668
LNTT	18,92	22,42	55,08	96
LNST	9,37	17,58	42,96	75
EPS (VND)	1.181	2.215	2.148	3.400
BVPS (VND)	25.575	26.587	12.115	12.640
ROA (%)	0.8%	1.4%	3.5%	5.5%
ROE (%)	4.6%	8.3%	17.7%	28.1%

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Là doanh nghiệp có kinh nghiệm xây dựng, đầu tư lâu năm trong ngành và hưởng lợi trực tiếp từ sự phục hồi của thị trường BĐS.** Với bề dày kinh nghiệm trong lĩnh vực xây dựng, công ty liên tục đổi mới công nghệ, áp dụng các phương pháp thi công tiên tiến trên thế giới, đầu tư nâng cao năng lực xây dựng, Vinaconex 3 đang trở thành một trong những Công ty có đầy đủ tiềm lực để cạnh tranh lành mạnh với các công ty trong ngành về lĩnh vực xây dựng, đầu tư kinh doanh khu đô thị, nhà ở, văn phòng cao cấp. Từ khi thành lập, Công ty đã tham gia thi công và hoàn thành nhiều công trình xây dựng dân dụng, công nghiệp, hạ tầng kỹ thuật, giao thông.... trong phạm vi cả nước và đã được trao nhiều danh hiệu chất lượng cao của ngành xây dựng.

**Kinh doanh Bất động sản là hoạt động cốt lõi của Công ty với quỹ dự án bất động sản nhiều tiềm năng.** Kinh doanh Bất động sản là hoạt động cốt lõi của Công ty trong những năm qua. Mảng kinh doanh Bất động sản đang có sự tăng trưởng cao, từ tỷ trọng 0% năm 2004, đến năm 2015 là 65% tổng doanh thu, và 6 tháng đầu năm 2006 là 82,7% tổng doanh thu. Trong những năm tiếp theo lĩnh vực này sẽ đóng góp 70- 80% doanh thu và đóng góp phần lớn lợi nhuận cho Công ty.

Hiện nay Công ty đã và sẽ triển khai thực hiện một số dự án kinh doanh phát triển nhà, khai thác và đầu tư kinh doanh các chợ có quy mô lớn như Dự án 310 Minh Khai, Dự án Trung Văn, Dự án Khu dân cư số 5 Phan Đình Phùng, Thái Nguyên, dự án Khu dân cư Phố Yên- Thái Nguyên, dự án siêu thị văn phòng cho thuê - 389 Đê La Thành, Hà Nội... Quỹ dự án bất động sản tập trung phần lớn tại các tỉnh miền Bắc như Hà Nội, Thái Nguyên, Thái Bình,... Đây cũng là khu vực mà sự phát triển các KCN diễn ra mạnh mẽ, thu hút số lượng lao động lớn, là vùng kinh tế trọng điểm. Vì vậy, nhu cầu nhà ở trong và xung quanh khu vực thành phố rất tiềm năng và sẽ tiếp tục tăng cao, đặc biệt từ đối tượng công nhân, người lao động, người có thu nhập trung bình và ổn định.

**Chiến lược kinh doanh linh hoạt tập trung vào thị trường ngách mà công ty có thế mạnh.** Với sự nhạy bén của đội ngũ lãnh đạo Công ty đã nhanh chóng thay đổi chiến lược kinh doanh theo hướng từng bước ổn định về tài chính, tập trung vào lĩnh vực cốt lõi là bất động sản. Song song với đó, công ty cũng đang triển khai hoạt động M&A tập trung vào các doanh nghiệp cùng ngành, định hướng tạo lập mô hình Holding trong đó VC3 là trung tâm với vệ tinh là các công ty con hỗ trợ cho nhau. Chính điều này đã từng bước mang lại những hiệu quả tích cực trong hoạt động kinh doanh của công ty.

Năm 2016, Công ty xác định tập trung vào công tác thu tiền của khách hàng tại các công trình đã hoàn thành ( khoảng 330 tỷ đồng ) để củng cố và ổn định năng lực tài chính, đồng thời đẩy mạnh triển khai tìm kiếm các dự án có tính hiệu quả cao. Trong trung và dài hạn, chiến lược kinh doanh chính của Công ty tiếp tục tập trung mở rộng hoạt động đầu tư kinh doanh BĐS căn hộ và xây dựng công nghiệp.

**Thành công từ thương vụ M&A góp phần giúp VC3 gia tăng lợi thế về quỹ đất.** VC3 công bố Nghị quyết HĐQT về việc đồng ý phương án đầu tư cổ phần Công ty cổ phần vật liệu xây dựng Hà Nội (CMC Hà Nội). Theo đó, VC3 dự kiến sẽ mua tối đa 5,7 triệu cổ phiếu, tương ứng chiếm 95% vốn điều lệ của CMC Hà Nội. Khoảng giá mua hợp lý dự kiến tối đa 35.000 đồng/CP. Sau thương vụ M&A này, CMC Hà Nội sẽ trở thành công ty con của VC3. Với mạng lưới kinh doanh rộng và lợi thế quỹ đất khá lớn của CMC Hà Nội tại các vị trí đắc địa như Hàng Bò, Bà Triệu, Khâm Thiên, Cát Linh, Thụy Khuê... sẽ góp phần giúp VC3 gia tăng lợi thế về quỹ đất

và giúp VC3 dễ dàng triển khai thêm các dự án mới trong thời gian tới.

**Hoạch toán các dự án Bất động sản, lợi nhuận sau thuế 9 tháng tăng 81% so với cùng kỳ.** Quý 3, doanh thu thuần đạt gần 115 tỷ đồng, giảm 31% so với cùng kỳ, trong khi giá vốn giảm đến 45% xuống 81 tỷ đồng, kết quả lợi nhuận gộp từ bán hàng và cung cấp dịch vụ đạt 33,5 tỷ đồng, gấp đôi quý 3 năm 2015. Doanh thu công ty chủ yếu là từ bất động sản đạt 101 tỷ đồng, phần còn lại đến từ bán hàng và hợp đồng xây dựng. Sau khi trừ các loại thuế, phí, VC3 còn lãi ròng 20,33 tỷ đồng, tăng 58% so với quý 3 năm ngoái. Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh thu thuần đạt 326,6 tỷ đồng, giảm 13% so với cùng kỳ và mới thực hiện được 65% kế hoạch doanh thu năm. Lợi nhuận sau thuế đạt 40,46 tỷ đồng, tăng mạnh 81% so với 9 tháng đầu năm ngoái và hoàn thành 67% chỉ tiêu lợi nhuận cả năm.

**Cơ cấu tài chính lành mạnh, áp lực lãi vay thấp.** Công ty có nguồn vốn kinh doanh lớn, tính đến nay vốn điều lệ của công ty là gần 220 tỷ đồng, lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh ở mức 143,6 tỷ đồng. Ngoài ra việc ứng trước tiền của nhà đầu tư cho các dự án bất động sản và khả năng thu hút vốn từ các đối tác chiến lược là lợi thế lớn giúp công ty luôn đảm bảo vốn cho hoạt động, giảm thiểu chi phí sử dụng vốn, nâng cao đáng kể hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh. Tính đến 30/06/2016, tiền và tương đương tiền của VC3 là 381,69 tỷ đồng ( trong đó, các khoản tiền gửi có kỳ hạn dưới 3 tháng tại các ngân hàng là 193,6 tỷ đồng). Công ty sử dụng tỷ lệ đòn bẩy ở mức thấp, tổng nợ vay chỉ là hơn 60 tỷ đồng.

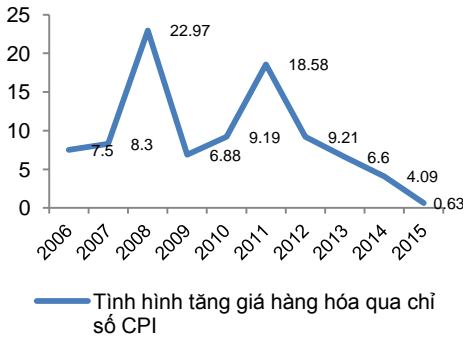
### ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi lạc quan VC3 sẽ đạt được mục tiêu đã đề ra trong năm 2016 khi doanh nghiệp tiếp tục hoạch toán các dự án bất động sản. Với năng lực, kinh nghiệm đã tích lũy trong thời gian qua chúng tôi cho rằng VC3 sẽ tận dụng tốt cơ hội trên. Theo thông tin chia sẻ từ phía doanh nghiệp, lợi nhuận sau thuế năm 2016 dự kiến đạt khoảng 72-76 tỷ đồng tăng khoảng 70% so với thực hiện năm 2015, EPS forward 2016 đạt khoảng 3.300- 3.500 đồng/cp.

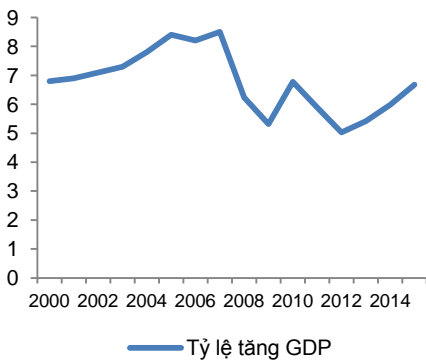
VC3 là cổ phiếu tiềm năng có khả năng sinh lời ổn định và rủi ro tài chính thấp. Đáng chú ý, trong năm 2016, công ty dự kiến sẽ thu về 75 tỷ đồng lợi nhuận từ dự án CT1, CT2 Trung Văn, do đó VC3 có khả năng sẽ đột biến trong ngắn hạn.

Chúng tôi sử dụng 3 phương pháp là so sánh **P/E, FCFE và FCFE** để định giá cổ phiếu VC3. Giá trị của cổ phiếu VC3 là **42.800** đồng/cổ phiếu. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư mua và nắm giữ cổ phiếu với mục tiêu **TRUNG & DÀI HẠN**.

**Tình hình tăng giá hàng hóa qua chỉ số CPI**



**Tỷ lệ tăng GDP**



## 1. Triển vọng ngành Bất động sản

### 1.1 Diễn biến thị trường Bất động sản trong 6 tháng đầu năm

- **Hàng loạt dự án lớn mở bán với sản phẩm đa dạng và chính sách hỗ trợ tài chính hấp dẫn**

Thị trường bất động sản trong 6 tháng đầu năm 2016 ghi nhận nhiều thông tin và diễn biến tích cực so với cùng kỳ năm 2015. Nhiều dự án Bất động sản mới được triển khai của các “Đại gia” như Vingroup, Novaland, Phú Mỹ Hưng bên cạnh các đơn vị phát triển khác như Đất Xanh, Vinaconex, An Gia, Hưng Thịnh, Sacomreal, Phát Đạt. Phần lớn dự án mở bán có vị trí đắc địa nên thu hút khá tốt sự quan tâm của khách hàng. Cơ cấu sản phẩm cũng đa dạng và phù hợp với thị yếu của khách hàng hơn.

Bên cạnh sản phẩm mới, chủ đầu tư cũng xây dựng những phương án chiến lược như hình thức cam kết lợi nhuận từ cho thuê cố định từ 8 – 10% trong 1 khoảng thời gian nhất định (2 – 5 năm), thanh toán 15 – 30% cho đến khi nhận nhà hoặc cam kết cho thuê cùng với chính sách ân hạn trong 2 năm. Những yếu tố này đã và đang giúp thị trường ghi nhận kết quả lạc quan trong 6 tháng đầu năm 2016.

- **Số lượng căn hộ tiêu thụ duy trì ở mức cao, lượng hàng tồn kho bất động sản giảm.**

Trong nửa đầu năm 2016, theo thống kê của Bộ xây dựng tại Hà Nội có khoảng 7.800 giao dịch thành công, tại TP.HCM có khoảng 7.500 giao dịch thành công.

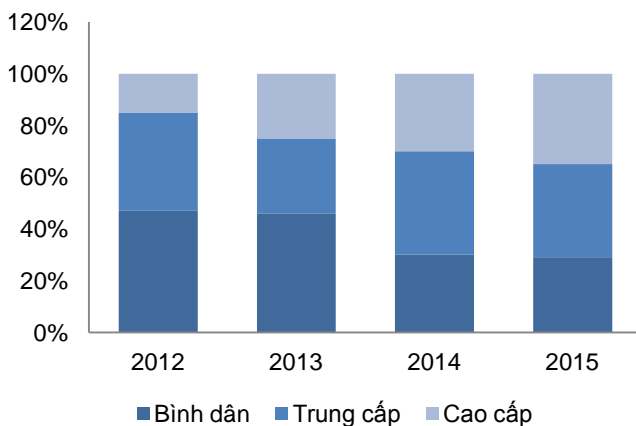
Đáng chú ý, trong 6 tháng đầu năm 2016, tồn kho bất động sản trên cả nước giảm 13.400 tỷ đồng, tương đương 26,33%, đưa tổng giá trị tồn kho bất động sản toàn quốc tính đến cuối tháng 6/2016 xuống còn khoảng 37.489 tỷ đồng. Giá trị này giảm 1.935 tỷ đồng so với cùng kỳ năm trước và giảm gần một nửa so với gần 2 năm trước (khoảng 74.000 tỷ đồng vào tháng 12/2014).

**Tại thị trường Hà Nội**, giá trị tồn kho bất động sản hiện còn khoảng 5.888 tỷ đồng, giảm 858 tỷ đồng so với thời điểm kết thúc tháng 12/2015, giảm gần 13%. Trong đó, tồn kho căn hộ chung cư giảm mạnh, chỉ còn khoảng 171 căn, tương đương 191 tỉ đồng, tồn kho nhà thấp tầng vẫn còn nhiều với 1.939 căn, có giá trị khoảng 5.697 tỉ đồng.

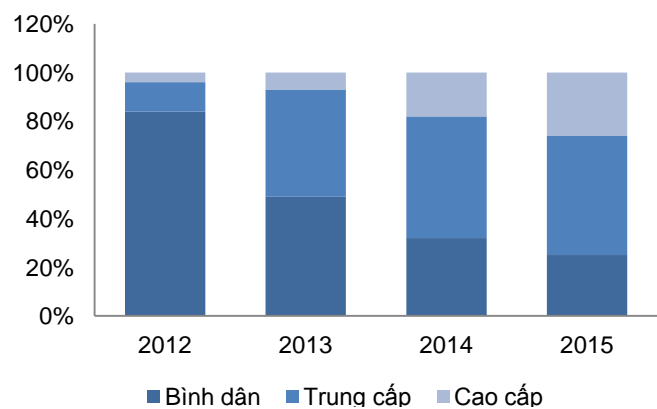
**Tại thị trường Thành phố Hồ Chí Minh**, giá trị tồn kho bất động vẫn cao hơn Hà Nội ở mức 6.815 tỷ đồng. Theo đánh giá của Cục Quản lý Nhà và Thị trường Bất động sản, mặc dù giá trị tồn kho vẫn cao nhưng tỉ lệ giảm đã khá lớn, giảm 3.292 tỷ đồng, tương đương 33% so với thời điểm kết thúc năm 2015. Giá trị tồn kho cao nhất tại TP.HCM nằm ở phân khúc chung cư với 2.588 căn, tương đương 4.406 tỷ đồng, tiếp đến là đất nền nhà ở 264.629 m<sup>2</sup>, xấp xỉ 1.203 tỷ đồng, nhà thấp tầng 275 căn, tương đương 770 tỷ đồng, thấp nhất là tồn kho đất nền thương mại với 34.318 m<sup>2</sup>, tương đương 437 tỷ đồng. ( **nguồn Savills**).

**Biểu đồ: Tỷ trọng giao dịch theo phân khúc căn hộ theo từng năm**

**Hồ Chí Minh**



**Hà Nội**



Nguồn: CBRE Việt Nam

Chính sách hỗ trợ	Mức độ hỗ trợ
Thông tư số 07/2013/TT-BXD	Xác định đối tượng được vay vốn hỗ trợ nhà ở
Thông tư số 11/2013/TT-NHNN	Quy định cho vay hỗ trợ mua nhà ở XH
Luật thuế GTGT mới	Giảm thuế GTGT cho nhà ở xã hội và nhà ở giá thấp
Thông tư 06	Kiểm soát dòng vốn cho vay bất động sản
<b>Tổng gói hỗ trợ</b>	<b>30.000 tỷ đồng</b>

■ **Thông tư 06 giúp thị trường Bất động sản khởi sắc trở lại**

Về chính sách liên quan đến thị trường, trong những tháng đầu năm 2016, thị trường đón nhận chủ yếu thông tin về Dự thảo sửa đổi thông tư 36 và tạm ngừng gói hỗ trợ 30.000 tỷ đồng. Trong đó, dự thảo sửa đổi của thông tư 36 là điểm nhấn về chính sách liên quan đến bất động sản trong thời gian này, trong đó quy định liên quan đến tỷ lệ rủi ro đối với khoản phải thu cho vay bất động sản và tỷ lệ cho vay ngắn hạn tài trợ cho các khoản trung và dài hạn, dự thảo ít nhiều gây ra những lo ngại cho thị trường trong quý 1/2016. Tuy nhiên, những phản hồi gay gắt từ các doanh nghiệp BĐS đã tạo áp lực khiến NHNN phát đi những tín hiệu về khả năng trì hoãn.

Ngoài thông tư 36, thị trường đón nhận thêm thông tin về chính thức ngừng ký mới các hợp đồng vay liên quan đến gói 30.000 tỷ vào 31/3/2016, có thể nói, gói 30.000 tỷ chính thức kết thúc đối với các dự án và khách hàng vay mới sau gần 3 năm triển khai.

Thông tư 06 giúp thị trường Bất Động Sản khởi sắc. Là thông tư ban hành dựa trên dự thảo sửa đổi bổ sung một số điều thuộc Thông tư 36/2014/TT-NHNN. Trong đó, quan điểm về kiểm soát dòng vốn cho vay bất động sản vẫn được NHNN giữ nguyên nhưng có phần hợp lý hơn so với dự thảo. Tỷ lệ rủi ro đối với các khoản phải thu từ cho vay bất động sản điều chỉnh tăng từ 150% lên 200%. Bên cạnh đó, các điều khoản khác về tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn cũng được giãn thời gian áp dụng với lộ trình hợp lý hơn. Từ đó, chúng tôi cho rằng với việc ban hành thông tư 06 vẫn sẽ buộc hệ thống ngân hàng có sự điều tiết lại cơ cấu nguồn vốn cũng như lĩnh vực cho vay nhưng với lộ trình thận trọng hơn. Nguồn vốn chảy vào thị trường chắc chắn sẽ có sự điều chỉnh theo hướng chậm lại so với 2015 nhưng rủi ro giảm đột ngột như những lo ngại trước đã được giải tỏa.

■ **Ngành bất động sản tăng trưởng khả quan nhờ phân khúc nhà ở và khu công nghiệp**

**Phân khúc nhà ở dân dụng và cho thuê bán lẻ là phân khúc tăng trưởng trực tiếp nhờ quy mô dân số, thu nhập người dân tăng lên.** Từ năm 2014 đến nay, số lượng căn hộ đã bán có xu hướng tăng. Thị trường sơ cấp đang thu hút người mua nhất. Bắt đầu từ quý 2/2015, thị trường cho thuê bán lẻ đã bắt đầu sôi động. Các dự án hạng trung và cao cấp sẽ hưởng lợi nhiều từ dòng vốn nước ngoài.

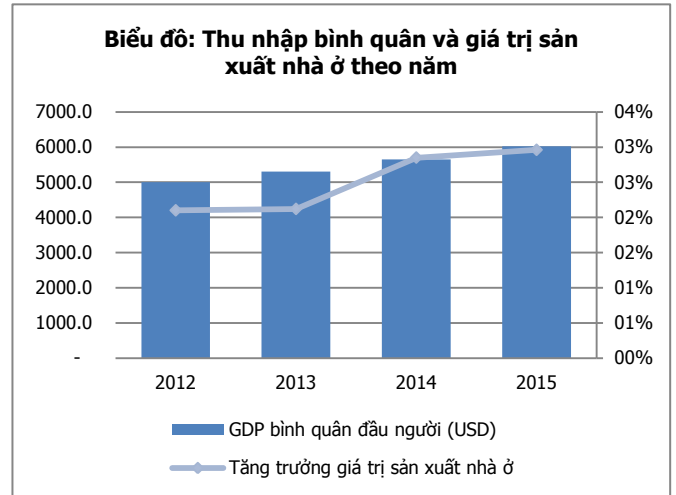
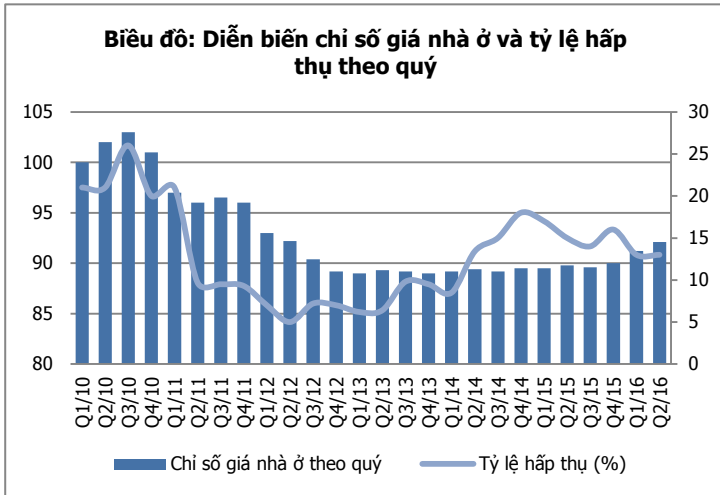
**Phân khúc cho thuê khu công nghiệp có nhiều tín hiệu tích cực, nhờ các hiệp định thương mại tự do song phương và đa phương lớn (FTA) mà Việt Nam đã ký với các nước.** Chi phí sản xuất, chủ yếu là chi phí nhân công, ở Việt Nam đang thấp hơn so với các nước trong khu vực, chính sách tỷ giá ổn định. Các khu công nghiệp ở cả nước có tỷ lệ lấp đầy cao (khoảng hơn 70% ở các tỉnh miền Nam và trên 60% ở miền Bắc) và diện tích cho thuê đang được mở rộng. Chính phủ đang nỗ lực hoàn thiện cơ sở hạ tầng nhưng thách thức chính là vấn đề môi trường tại các dự án FDI đang tăng lên.

**Phân khúc nghỉ dưỡng đang thu hút nhiều nhà phát triển bất động sản.** BĐS nghỉ dưỡng cũng hưởng lợi trực tiếp từ việc tăng trưởng GDP và thu nhập của người dân. Số lượng khách sạn tăng dần trong 2013-2015 và có xu hướng tăng trong những năm kế tiếp. Các doanh nghiệp xây dựng lớn tiếp tục tham gia vào các dự án bất động sản nghỉ dưỡng kết hợp nhiều chức năng. Thách thức lớn của phân khúc là du lịch Việt Nam vẫn chưa phát triển mạnh và thừa cung ở phân khúc condotel.

**1.2 Đánh giá phân khúc nhà ở dân dụng và cho thuê bán lẻ**

Chúng tôi tập trung chủ yếu vào phân khúc này do số lượng doanh nghiệp tham gia nhiều nhất, nhiều tiềm năng tăng trưởng doanh thu trong dài hạn, chịu ảnh hưởng trực tiếp từ quy mô dân số cũng như thu nhập người dân ngày càng tăng trưởng. Đặc biệt là Tp HCM, Hà Nội là những thành phố lớn nhất, có quỹ đất vẫn trong quy hoạch mở rộng thêm, thu hút nhiều nhất các nhà phát triển bất động sản phân khúc này, và cũng ảnh hưởng lớn chu kỳ bất động sản của Việt Nam. Trong khi đó, ở các địa phương khác, do giá đất rẻ và tâm lý mong muốn sở hữu nên các doanh nghiệp hoạt động ở các khu vực này chủ yếu phát triển nhà ở liên kết và nhà ở thương mại (Shophouse).

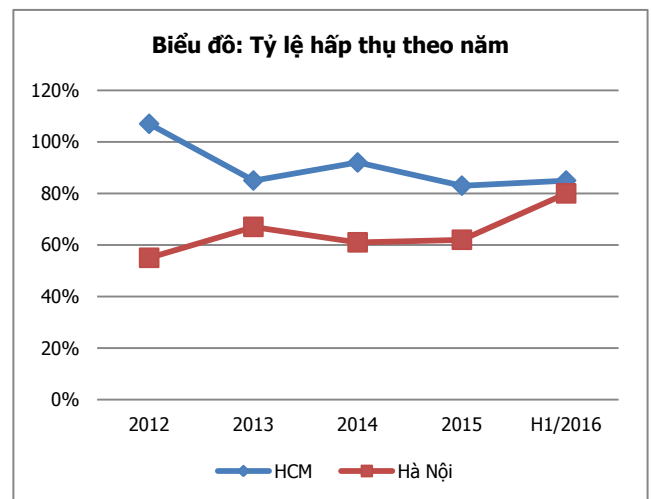
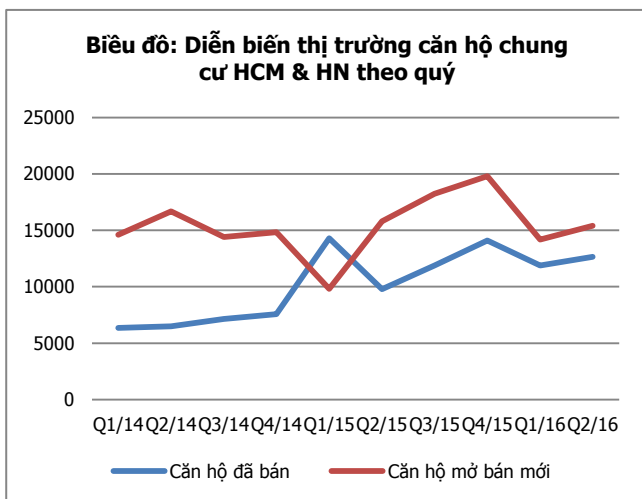
**Đây là phân khúc tăng trưởng trực tiếp nhờ quy mô dân số.** Cụ thể, nhu cầu căn hộ mới trung bình mỗi năm khoảng gần 156.000 căn (theo Hiệp hội BĐS) dựa theo số liệu trung bình 2011-2015. Chúng tôi giả sử tốc độ tăng trưởng dân số vẫn tăng 1,07% trong năm 2017, tương đương tổng dân số Việt Nam là 93,7 triệu người, trung bình khoảng 4 người/hộ gia đình thì tổng số hộ gia đình khoảng 23,4 triệu hộ. Trong biểu đồ 2, tỷ trọng giao dịch cao nhất nằm ở hạng bình dân (trung bình trên 42%/năm ở Hồ Chí Minh, 48%/năm ở Hà Nội) trong khi hạng trung cấp duy trì ở mức thấp hơn một ít, sức hấp dẫn của hai phân khúc này nằm ở giá cả, chính sách mua nhà nhận được nhiều hỗ trợ, đa dạng lựa chọn và nhiều dự án. Chúng tôi cho rằng hạng bình dân và trung cấp vẫn tiếp tục tăng trưởng tốt trong tương lai nhờ yếu tố thu nhập cải thiện cùng với quỹ đất có xu hướng thu hẹp. Chỉ số giá nhà ở đã ổn định từ cuối năm 2011 đến hết năm 2015, duy trì ở mức trên 95 điểm trong năm 2011 và giảm xuống mức dưới 90 điểm trong suốt 3 năm 2012 đến 2015 do lạm phát ở mức thấp. Đặc biệt trong năm 2014 và 2015, chỉ số giá nhà ở ổn định quanh mức dưới 90 điểm và tỷ lệ lấp đầy trung bình là 22%.



Nguồn: Savills, TCTK, MBS tổng hợp

**Thu nhập trung bình có xu hướng tăng.** Thu nhập trung bình người dân của Việt nam tăng 4,9%/năm từ năm 2006 đến năm 2015. Nếu theo tốc độ tăng trưởng thu nhập này thì chúng tôi dự báo GDP trung bình đầu người trong năm 2017 sẽ đạt khoảng USD 1.768. S&P dự báo thu nhập bình quân đầu người ước tính là 2.200 USD vào năm 2016, tương ứng gần 49 triệu đồng. Hiện tại theo đánh giá của tổ chức BCG, Việt Nam đang là nước có số lượng người thu nhập trung bình tăng nhanh nhất ở khu vực Đông Nam Á, dự báo sẽ đạt 33 triệu người trong 2020. Theo báo cáo của CBRE chỉ riêng ở TP HCM, 96% khách hàng mua nhà là từ 30 tuổi trở lên. Với những thuận lợi về cấu trúc dân số sẽ đóng góp tăng trưởng mạnh mẽ doanh thu cho phân khúc này.

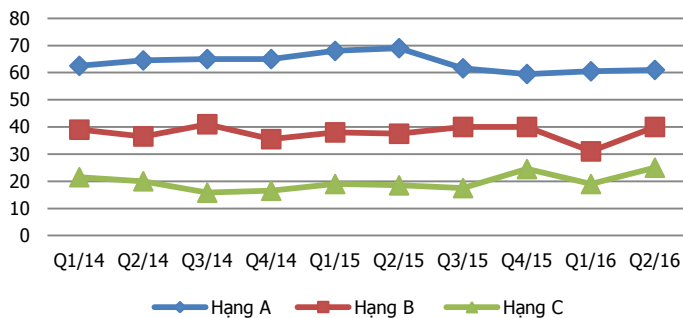
**Từ năm 2014 đến nay, số lượng căn hộ đã bán có xu hướng tăng.** Số căn trung bình đã được bán trung bình mỗi quý đạt trên 5100 căn. Trong quý 2/2015, sau khi luật Nhà ở cho phép người nước ngoài mua nhà có hiệu lực thì số căn được mở bán mới ở phân khúc căn hộ cũng như số lượng căn đã bán tăng vọt (53% so với quý trước) ở HCM và chỉ tăng nhẹ 8% so với quý trước ở Hà Nội. Từ năm 2013-2015, lượng tiêu thụ cũng như lượng chào bán tăng mạnh. Ở TP HCM, lượng chào bán đã tăng gấp gần 1,5 lần từ hơn hơn 17.000 căn đến 41.000 căn trong năm 2014-2015 còn ở Hà Nội lượng chào bán cũng tăng gần 80% trong thời gian này từ 1.700 căn đến 3.200 căn. Tỷ lệ hấp thụ đã tăng trưởng mạnh từ mức 10% cuối năm 2013 lên mức 23% cuối năm 2014, và giữ ổn định quanh mức 19 -20% trong năm 2015. Chúng tôi cho rằng sự tích cực này đến từ sức mua của nhân viên văn phòng có thu nhập khá, số lượng người nước ngoài làm việc tăng cũng như lượng kiều bào về nước mua nhà tăng mạnh trong thời gian qua. Cụ thể, nhiều dự án được mở bán với số lượng giao dịch tăng lên, ví dụ: Madison, Me Linh Tower, Empire city, Royal city... Riêng trong 6 tháng đầu năm 2016, giá nhà ở hạng trung ở diễn biến khá đa dạng, dao động trong khoảng 20 – 60 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Mặc dù giá chào bán có xu hướng tăng nhẹ từ năm 2015 đến nay, nhưng số lượng khớp giao dịch vẫn tăng đều cho thấy nhu cầu ở hạng này vẫn còn cao.



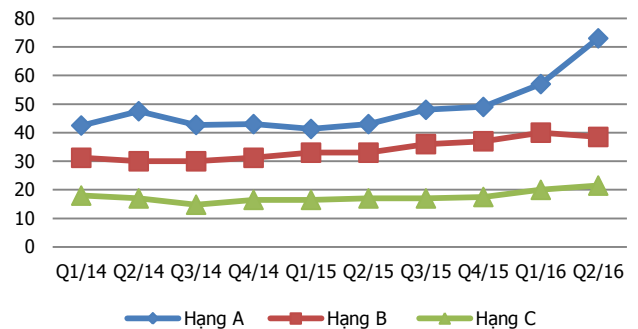
Nguồn: TCTK, CBRE, [www.bciaasia.com](http://www.bciaasia.com), MBS Tổng hợp

**Thị trường sơ cấp (giá người mua trực tiếp từ chủ đầu tư) thu hút người mua nhất**, nhất là những Chủ đầu tư lâu năm, uy tín trên thị trường. Các chủ đầu tư như Vingroup, Khang Điền, Đất Xanh, Sudico... vừa tích cực mở rộng mạng lưới bán hàng của mình cũng như làm việc với các sàn bất động sản lớn như STDA, Đất Xanh, CBRE, Savills... Trong năm 2015 đến hết Q2/2016, thị trường căn hộ chung cư Hà Nội ghi nhận sự tăng trưởng doanh số bán hàng và giá bán sơ cấp của các dự án nằm ở các quận, huyện có đường vành đai 3 chạy qua như Sóc Sơn, Bắc Từ Liêm, Nam Từ Liêm, Cầu Giấy, Thanh Xuân, Hoàng Mai, Long Biên, Gia Lâm và Đông Anh. Trong khi đó, ở TP Hồ Chí Minh giá căn hộ ở gần những dự án cơ sở hạ tầng giao thông quan trọng, điển hình như các dự án xung quanh đại lộ Mai Văn Thọ, tuyến đường cao tốc Long Thành - Dầu Giây, tuyến metro Suối Tiên - Bến Thành như Citisoho, Sky 9, Flora Fuji, ... Chúng tôi cho rằng giá của những căn hộ ở gần những dự án cơ sở hạ tầng giao thông được quy hoạch sẽ thực hiện và đang được thực hiện sẽ tiếp tục xu hướng tăng giá nhẹ trong thời gian tới.

**Biểu đồ: Giá bán sơ cấp TTNO Hà Nội (VND triệu đồng)**



**Biểu đồ: Giá bán sơ cấp TTNO HCM (VND triệu đồng)**



Nguồn: Savills, MBS tổng hợp

**Bắt đầu từ quý 2/2015, thị trường cho thuê bán lẻ đã bắt đầu sôi động** (đặc biệt ở TP Hồ Chí Minh) với tỷ lệ lấp đầy trung bình quý là gần 93%, giá cho thuê đã tăng mạnh trong Q2/2015 từ gần 840.000 đồng/m<sup>2</sup>/tháng lên gần 1,3 triệu đồng/m<sup>2</sup>/tháng và tiếp tục giữ mức ổn định trung bình tháng là hơn 1,1 triệu đồng/m<sup>2</sup>/tháng đến tận hết Q2/2016. Những hiệp định thương mại quan trọng đã được ký trong năm 2014-2015 kể cả những hiệp định sắp được ký sẽ mang lại các triển vọng nói lỏng mức thuế và hạn ngạch, cũng như các thủ tục đang từng bước được đơn giản hóa, là điểm thu hút nhiều nhà bán lẻ nước ngoài có kế hoạch gia nhập thị trường Việt Nam ở nhiều phân khúc, như: Carolina Herrera, Stuart Weitzman, Dorothy Perkins, MaxMara, LOST, Hamleys and Paul... Nhận thấy nhu cầu thuê tăng, cung của phân khúc này cũng có xu hướng ở cả hai thành phố lớn, đặc biệt là các phân khúc cho thuê phổ thông và trung tâm, hiện nay đang thu hút rất nhiều nhà bán lẻ online, ngành ẩm thực (thức ăn nhanh...), bán lẻ siêu thị (Aeon, Vinmart, Thegioididong, FPT shop...). Đây thực sự là phân khúc tiềm năng đối với những doanh nghiệp tập trung phát triển các khu căn hộ kết hợp cho thuê ở trung tâm lớn như Lotte, Vingroup, Vạn Thịnh Phát, TNR Holdings, Khang Điền... Chúng tôi dự báo tỷ lệ lấp đầy sẽ tiếp tục trên 90% trong ngắn hạn và trung hạn nhờ những ảnh hưởng tích cực về quy mô dân số, tình hình kinh tế và cải cách chính sách của Chính Phủ...

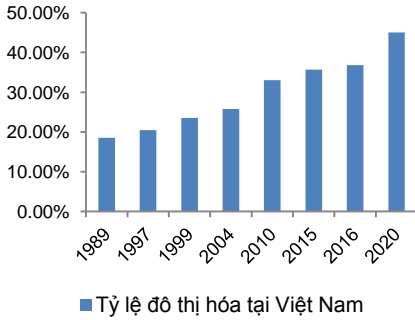
**Bảng: Tổng hợp diễn biến thị trường cho thuê bán lẻ Hà Nội & HCM**

Cho thuê bán lẻ Hà Nội	Q1/14	Q2/14	Q3/14	Q4/14	Q1/15	Q2/15	Q3/15	Q4/15	Q1/16	Q2/16
Tổng nguồn cung (trăm nghìn m <sup>2</sup> )	670	600	680	700	920	950	980	1100	1100	1200
Tỷ lệ lấp đầy TB (%)	83%	81%	77%	77%	83%	84%	92%	92%	93,6%	89%
Giá Thuê TB (VND nghìn/m <sup>2</sup> /tháng)	910	910	850	850	840	841	830	883	900	895
Cho thuê bán lẻ HCM	Q1/14	Q2/14	Q3/14	Q4/14	Q1/15	Q2/15	Q3/15	Q4/15	Q1/16	Q2/16
Tổng nguồn cung (trăm nghìn m <sup>2</sup> )	870	900	920	940	920	940	950	1000	1000	1050
Tỷ lệ lấp đầy TB (%)	81%	77%	83%	81%	84%	92%	92%	94%	92,60%	92%
Giá Thuê TB (VND nghìn/m <sup>2</sup> /tháng)	930	930	870	857	840	1300	1300	1107	1103	1123

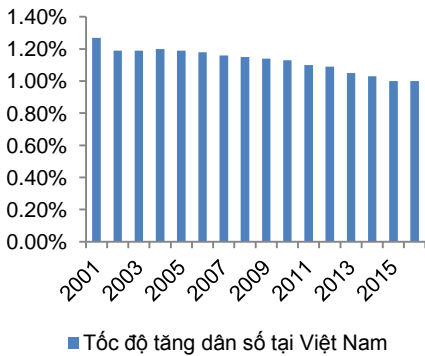
Nguồn: TCTK, Savills, MBS tổng hợp



**Tỷ lệ đô thị hóa tại Việt Nam**



**Tốc độ tăng dân số tại Việt Nam**



### 1.3. Thị trường Bất động sản 6 tháng cuối năm vẫn diễn ra rất sôi động.

Xét về cán cân cung cầu ở thị trường bất động sản Việt Nam hiện nay thì tỉ lệ dân số Việt Nam trong độ tuổi 24 - 30 vào khoảng 14-15%. Như vậy, số lượng người dân có nhu cầu về nhà ở trong tương lai sẽ vào khoảng 13,5 triệu người. Mặt khác, theo thống kê của Bộ Xây Dựng, diện tích bình quân nhà ở năm 2015 đạt khoảng 21,5 m<sup>2</sup>/người (dự kiến sẽ tăng lên 22,5 m<sup>2</sup>/người trong năm 2016). Như vậy nhu cầu về nhà ở trong thời gian sắp tới vào khoảng 273.980.000 m<sup>2</sup>, tương đương với 3.914.000 căn hộ có diện tích 70 m<sup>2</sup>. Tuy nhiên, theo thống kê Quý I của Savills, tổng nguồn cung sơ cấp căn hộ, nhà liên kế/ biệt thự ở 2 thị trường chính là Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh chỉ vào khoảng 66.717 đơn vị. Do đó có thể khẳng định nhu cầu về nhà ở hiện nay vẫn còn rất lớn so với nguồn cung.

**Mức độ đô thị hóa và dân cư đô thị gia tăng tạo sức cầu vững chắc thị trường bất động sản trong dài hạn.** Về tình hình phát triển đô thị, tính đến tháng 12/2015, cả nước có 787 đô thị, trong đó có 02 đô thị đặc biệt, 15 đô thị loại I, 25 đô thị loại II, 42 đô thị loại III, 75 đô thị loại IV và 628 đô thị loại V. Các chỉ tiêu về tỷ lệ đô thị hóa, hạ tầng kỹ thuật đô thị đều có chuyển biến tích cực. Trong năm 2015, ngành đã hoàn thành đầu tư 33 dự án nhà ở xã hội, trong đó có 13 dự án nhà ở cho người thu nhập thấp, cả nước hoàn thành thêm khoảng 1 triệu m<sup>2</sup> nhà ở xã hội, đưa tổng diện tích nhà ở xã hội khu vực đô thị đạt khoảng 2,8 triệu m<sup>2</sup>. Trong năm 2016, ngành Xây dựng sẽ phấn đấu đạt tỷ lệ đô thị hóa đạt khoảng 36,8%. Tuy nhiên so với tốc độ đô thị hóa của thế giới và các nước ASEAN thì tốc độ này của Việt Nam còn thấp.

**Phân khúc khu dân cư và căn hộ vẫn thiếu nguồn cung:** trong bối cảnh của thị trường BĐS Việt nam, ngoài giá trị sử dụng, thì bất động sản còn có ý nghĩa lớn trong đầu tư- đầu cơ và tiết kiệm (lưu giữ giá trị). Với bối cảnh kinh tế vĩ mô còn nhiều khó khăn khi mức lạm phát còn cao, tỷ giá đồng nội tệ với các ngoại tệ chính còn nhiều biến động, thì ý nghĩa đầu tư-đầu cơ và tiết kiệm của sản phẩm bất động sản còn tiếp tục được duy trì. Bên cạnh đó, người dân ở miền Bắc Việt Nam thường thích sống tại nhà ở gắn liền với đất, đặc biệt là những ngôi nhà mà ô tô có thể vào được. Điều này hỗ trợ tốt cho nguồn cầu của phân khúc thị trường biệt thự và nhà liên kế. Theo đó, biệt thự, nhà liên kế được coi là kênh đầu tư tốt, đặc biệt là trong dài hạn.

**Hai bộ luật là Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh bất động sản kèm theo sửa đổi Luật Xây dựng, đấu thầu, doanh nghiệp và một loạt luật khác đang tạo nền tảng rất quan trọng để phát triển thị trường bất động sản.** Hai luật này đã góp phần bảo vệ quyền lợi của người mua nhà, nhất là đang tạo sự minh bạch rất lớn cho thị trường vận hành. Bên cạnh đó, thị trường nhận được sự hứng khởi rất lớn từ các chủ đầu tư lẫn người nước ngoài tại Việt Nam. Từ đó đến nay, con số người nước ngoài quan tâm mua nhà trong các dự án đang ngày càng tăng cao. Chúng tôi cho rằng, nếu thực thi tốt hai đạo luật trên thì thị trường bất động sản sẽ phát triển lành mạnh, góp phần thực hiện các chính sách nhà ở, khuyến khích những nhà đầu tư, kinh doanh bất động sản, chân chính, đồng thời loại bỏ những người, nhà kinh doanh bất động sản thiếu năng lực.

**Thị trường cuối năm 2016 và đầu năm 2017 vẫn sẽ đón nhận nhiều nguồn cung và nguồn cầu, giá các sản phẩm bất động sản cũng giữ ở mức ổn định.** Theo các khảo sát nghiên cứu của Savills, lượng căn hộ tung bán tại thị trường Hà Nội trong năm 2017 vẫn khoảng hơn 20.000 căn, giữ mức tương đương như trong năm 2015, 2016 ở mức ổn định. Ở phân khúc nhà ở thấp tầng, có nhiều chủ đầu tư cũng đã có kế hoạch mở bán trong năm 2017, tuy nhiên các dự án này sẽ là các dự án có vị trí gần với các khu có hạ tầng xã hội cũng như tiện ích đầy đủ, thuận tiện giao thông.

### 1.4. Dự báo ngành Bất Động Sản trong ngắn hạn

#### Những cơ hội lớn của ngành Bất động sản trong giai đoạn tới:

**Căn hộ hạng trung và bình dân dự báo tiếp tục tăng trưởng tốt trong thời gian tới.** Với những phân tích của chúng tôi về thu nhập trung bình của người dân có xu hướng tăng cộng với quy mô dân số tăng từng ngày sẽ là động lực khiến cho hai phân khúc này tiếp tục tăng trưởng tốt trong thời gian tới. Chúng tôi cũng kỳ vọng Chính phủ sẽ có thêm gói hỗ trợ cho nhà ở xã hội để tăng lượng hấp thụ ở phân khúc bình dân trong thời gian tới.

**Giá cả nguyên vật liệu xây dựng được kỳ vọng tiếp tục thấp.** World Bank tiếp tục dự báo giá cả hàng hóa sẽ tiếp tục thấp trong 5 năm sắp tới, giá dầu mặc dù sẽ dao động mạnh và có thể tăng đến mức 69 USD/thùng nhưng những dấu hiệu bất ổn của các nền kinh tế lớn trên thế giới, bất ổn chính trị và nguồn cung tiếp tục tăng sẽ vẫn là những trở ngại chính cho giá dầu. Điều này sẽ tạo thuận lợi cho các doanh nghiệp tiết kiệm chi phí sản xuất và kim hãm khả năng tăng mạnh giá nhà.

**Chỉ số giá nhà ở đã thấp trong một thời gian dài, tích lũy đủ và có xu hướng tăng nhẹ trong thời gian tới.** Mặc dù trong năm 2012, 2013 chỉ số giá nhà ở thấp và lạm phát ở mức hơn 6% là do ảnh hưởng của giá nguyên vật liệu xuống đáy cũng như việc chính phủ giảm bớt tín dụng để điều tiết lại thị trường, giảm bớt dư cung. Tuy nhiên từ năm 2014 đến hiện tại thì tỷ lệ hấp thụ duy trì ở mức trên 20%/năm, trong khi chỉ số giá nhà ở dưới 90 điểm, cùng với việc Chính phủ kết thúc

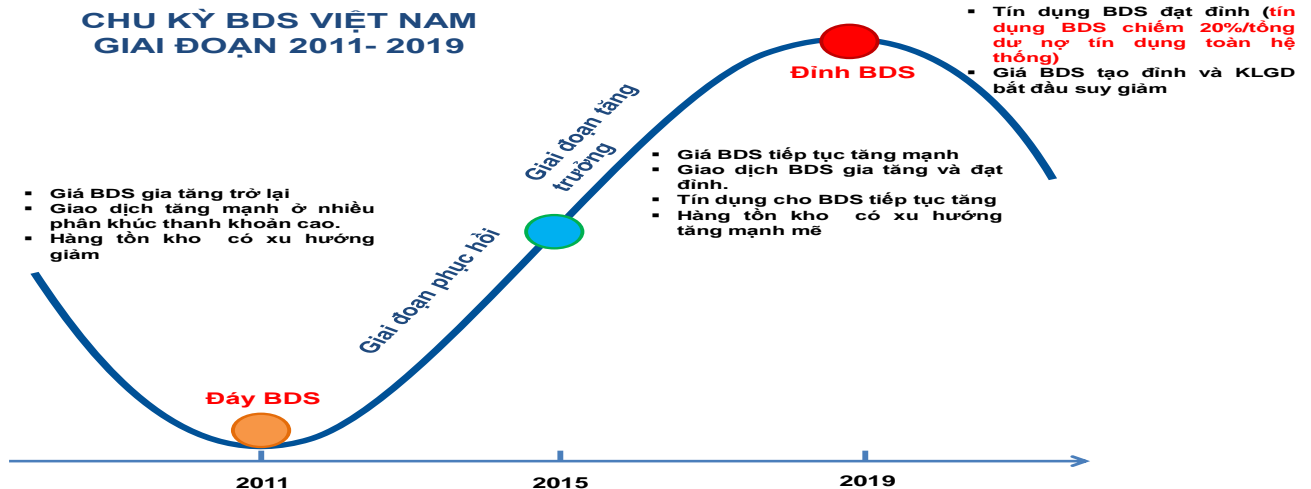
gói hỗ trợ mua nhà ở xã hội trong năm nay... sẽ khiến chỉ số giá nhà ở có xu hướng tăng lên trong thời gian tới.

**Các dự án hạng trung và cao cấp sẽ hưởng lợi nhiều từ dòng vốn nước ngoài.** Nhất là từ các nền kinh tế phát triển đang duy trì mức lãi suất thấp để kích thích như Nhật, Europe, Hàn quốc.... Các Chính phủ nước này khuyến khích đầu tư nước ngoài ở các nước mới nổi và đang phát triển thông qua các quỹ tín thác bất động sản đang niêm yết (REITs), quỹ hưu trí thuộc nhà nước và tư nhân. Thị trường bất động sản Việt Nam vừa rồi ghi nhận những dự án nổi bật như: Sanyo Homes Corporation hợp tác với Tiến Phát trong dự án căn hộ trị giá 25 triệu USD ở TP HCM, Mitsubishi Corporation lên kế hoạch hợp tác với Tập đoàn Bitexco trong một dự án hợp tác trị giá 286 triệu USD, cung cấp 7.700 nhà chung cư...

## CHU KỲ KINH TẾ PHỤC HỒI RÕ NÉT



### CHU KỲ BDS VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2011- 2019



### Những rủi ro cần chú ý:

**Lượng cung tăng nhanh nhưng tỷ lệ hấp thụ vẫn còn thấp.** Hiện tại, theo CBRE, trong 6 tháng đầu năm 2016, số lượng dự án nhà ở đang triển khai ở TP Hồ Chí Minh và Hà Nội đạt lần lượt là 174 và 86 trong khi dự án tương lai ở hai khu vực này là 287 và 157, cao gấp đôi so với con số dự án đang triển khai. Chúng tôi cho rằng việc nếu tỷ lệ chào bán quá cao trong khi tỷ lệ hấp thụ chỉ ở mức trung bình và không có yếu tố hỗ trợ hấp thụ sẽ khiến các doanh nghiệp BĐS gặp nhiều khó khăn về dòng tiền và thanh khoản thị trường chỉ ở mức thấp.

**Thông tư 06 của NHNN sẽ ảnh hưởng phần nào đến dòng tín dụng cho vay các công ty phát triển bất động sản,** đặc biệt là hạng cao cấp do người mua nhà là người giàu, dư cung tương lao căn hộ cao cấp vẫn còn. Đáng chú ý là, 2 điều khoản tác động nhiều nhất tới BĐS là tỉ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn bị kéo xuống từ 60% còn 40%, và quy định về hệ số rủi ro đối với các khoản vay liên quan đến BĐS tăng từ 150% lên tới 200%, khiến nguồn vốn xây dựng đầu tư bất động sản bị hạn chế.

### 1.5. Chiến lược đầu tư cổ phiếu Bất động sản

Thị trường bất động sản đã trải qua giai đoạn phục hồi mang lại nhiều thay đổi tích cực cho hầu hết doanh nghiệp cũng như là cơ hội cho các nhà đầu tư vào cổ phiếu bất động sản. Bước sang 2016 và những năm tiếp theo, câu chuyện thị trường bất động sản dự báo cạnh tranh sẽ gay gắt hơn nên chỉ những công ty có chiến lược rõ ràng, tài chính lành mạnh hoặc đang tái cấu trúc thật mạnh mẽ sẽ được hưởng lợi nhiều hơn từ thị trường.

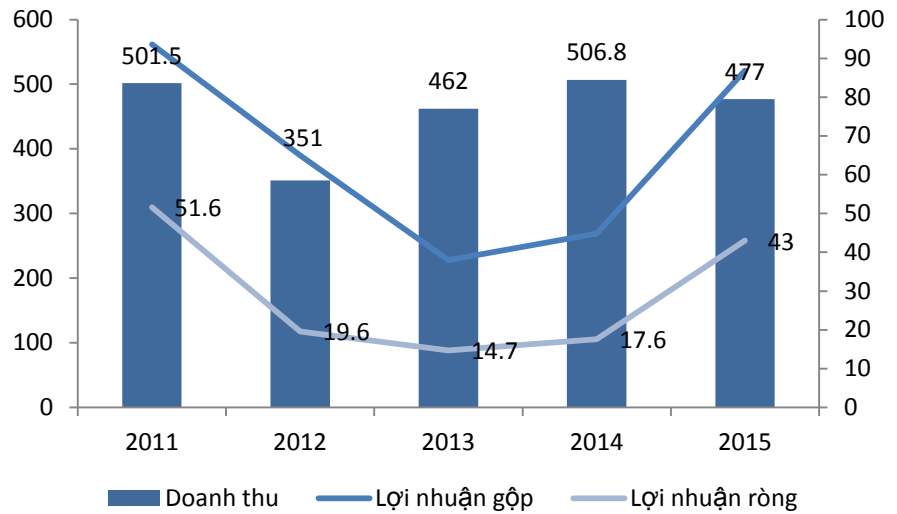
**Yếu tố trong ngắn hạn:** Chúng tôi quan tâm đến cổ phiếu của các công ty bất động sản chưa cho thấy sự cải thiện về mặt tài chính trong năm vừa qua nhưng có thể tận dụng được những tiềm năng tích cực của ngành để phục hồi.

**Yếu tố trong dài hạn:** Chi phí quỹ đất quyết định rất lớn đến lợi nhuận của công ty trong tương lai. Do đó, chúng tôi đánh giá cao các công ty nào đang có quỹ đất lớn, nằm ở những vị trí có nhiều tiềm năng để phát triển trong tương lai như các khu vực lân cận TP. Hồ Chí Minh, Hà Nội hay các tỉnh thành phố khác.

## 2. Triển vọng Công ty cổ phần xây dựng số 3

### 2.1 Tình hình hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp

Biểu đồ 1: Doanh thu và lợi nhuận của VC3 trong giai đoạn 2011-2015:

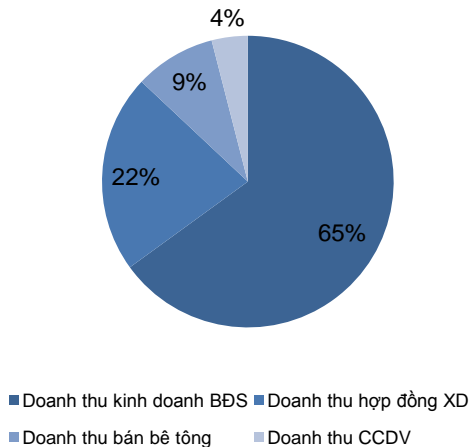


Nguồn: VC3

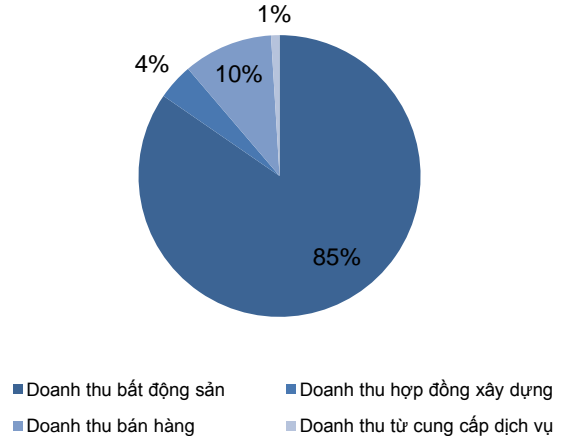
Hoạt động kinh doanh của công ty bắt đầu khởi sắc từ năm 2015, sở dĩ hoạt động sản xuất kinh doanh có sự tăng trưởng tốt như thế chủ yếu là nhờ vào lợi nhuận của hoạt động bất động sản. Mặc dù doanh thu giảm 5,92% so với năm 2014 xuống còn 477 tỷ đồng, nhưng lợi nhuận sau thuế lại tăng 144,5% lên gần 43 tỷ đồng. Có được kết quả trên là do công ty tiết giảm mạnh giá vốn hàng bán, trong khi đó doanh thu từ hoạt động tài chính tăng lên gần 7 tỷ đồng (so với con số 2 tỷ đồng năm 2014).

### Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp của VC3 trong năm 2015 và 9 tháng đầu năm 2016:

Cơ cấu doanh thu năm 2015



Cơ cấu doanh thu 9T2016

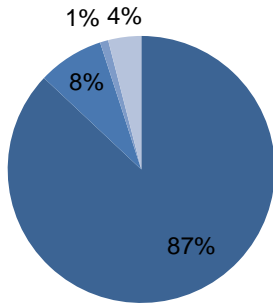


Nguồn : VC3

**Cơ cấu doanh thu của VC3 đang có sự chuyển biến rõ nét theo hướng tăng tỷ trọng doanh thu mảng Bất động sản.** Trong cơ cấu doanh thu năm 2015, doanh thu từ mảng bất động sản chiếm gần 65% đạt 309,7 tỷ đồng, tiếp đến là doanh thu từ hợp đồng xây dựng đạt 106 tỷ đồng chiếm hơn 22%, còn lại là doanh thu từ mảng bán vật liệu xây dựng và mảng cung cấp dịch vụ.

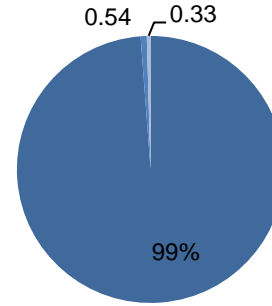
9 tháng đầu năm 2016, doanh thu phần lớn vẫn đến từ hoạt động kinh doanh bất động sản, tỷ trọng doanh thu chiếm gần 85% tổng doanh thu, đạt 276,39 tỷ đồng. Trong khi đó tỷ trọng doanh thu từ hoạt động xây dựng giảm mạnh chỉ chém 4 %, đạt 13,52 tỷ đồng. Tỷ trọng doanh thu từ mảng bán vật liệu xây dựng và cung cấp dịch vụ nhìn chung vẫn duy trì ổn định.

**Cơ cấu lợi nhuận năm 2015**



■ Lợi nhuận góp Bất động sản    ■ Lợi nhuận hợp đồng xây dựng  
■ Lợi nhuận bán bê tông    ■ lợi nhuận dịch vụ

**Cơ cấu lợi nhuận 9T2016**

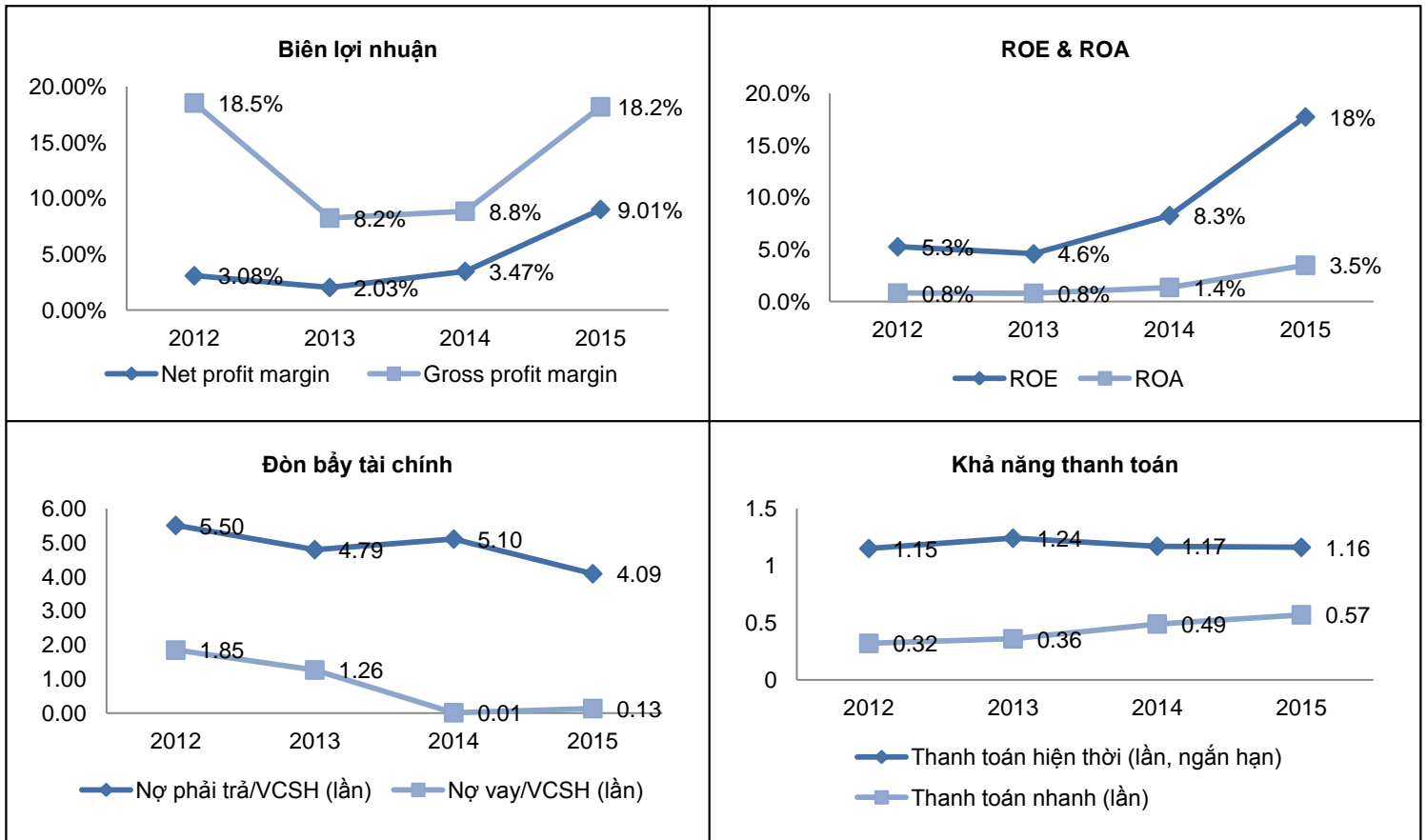


■ Lợi nhuận góp bất động sản    ■ Lợi nhuận hợp đồng xây dựng  
■ Lợi nhuận dịch vụ

Nguồn : VC3

**Cơ cấu lợi nhuận góp có điểm tương đồng với cơ cấu doanh thu**, phần lớn lợi nhuận đến từ mảng hoạt động kinh doanh bất động sản khi chiếm gần 87% trong năm 2015 và 99% trong 9 tháng đầu năm 2016, biên lợi nhuận góp duy trì ở mức từ 20-25%/ năm.

Mặc dù doanh thu từ mảng hợp đồng xây dựng ở mức cao nhưng do giá vốn hàng bán chiếm tỷ trọng lớn dẫn đến lợi nhuận góp thấp, biên lợi nhuận góp mảng này chỉ đạt 3-7%/ năm. 9 tháng đầu năm 2016, mảng xây dựng chỉ mang về gần 1 tỷ đồng lợi nhuận cho VC3. Trong khi đó, mảng bán hàng chưa mang lại lợi nhuận cho VC3 trong 9 tháng đầu năm.



**Biên lợi nhuận góp có xu hướng tăng từ 8,2% năm 2013 lên 18,2% năm 2015.** Mặc dù doanh thu tăng không đáng kể nhưng biên lợi nhuận góp được cải thiện rõ rệt phần nào cho thấy giá vốn hàng bán của công ty đã được tiết giảm mạnh. Khả năng biên lợi nhuận góp tiếp tục được cải thiện trong thời gian tới khi công ty hoạch toán doanh thu từ các dự án bất động sản.

**Biên lợi nhuận ròng đang được cải thiện, từ 2,03% năm 2013 lên 9,01% năm 2015.** Khả năng biên lợi nhuận ròng sẽ tiếp tục được cải thiện trong thời gian tới khi công ty chỉ tập trung thu tiền khách hàng, trong khi chi phí cũng đã được hoạch toán ở các giai đoạn trước. Giai đoạn từ năm 2016 trở đi công ty tập trung thu tiền khách hàng và thu hồi công nợ, vì vậy biên lợi nhuận sẽ

không có nhiều biến động. Trong dài hạn, chúng tôi tin tưởng biên lợi nhuận sẽ được cải thiện do công ty triển khai các dự án bất động sản mới.

Các chỉ số khả năng sinh lời như ROE và ROA đang có xu hướng tăng cho thấy khả năng sinh lời từ nguồn vốn và tài sản được đảm bảo; ROA tăng từ 0,8% năm 2013 lên 3,5% năm 2015; ROE tăng từ 4,6% năm 2013 lên 18% năm 2015. Đặc biệt năm 2015 chỉ số này tăng lên 18%, nguyên nhân là do lãi ròng tăng mạnh trong khi vốn chủ sở hữu không có sự thay đổi lớn. Chỉ số ROE cao cho thấy doanh nghiệp đang sử dụng đồng vốn một cách hiệu quả.

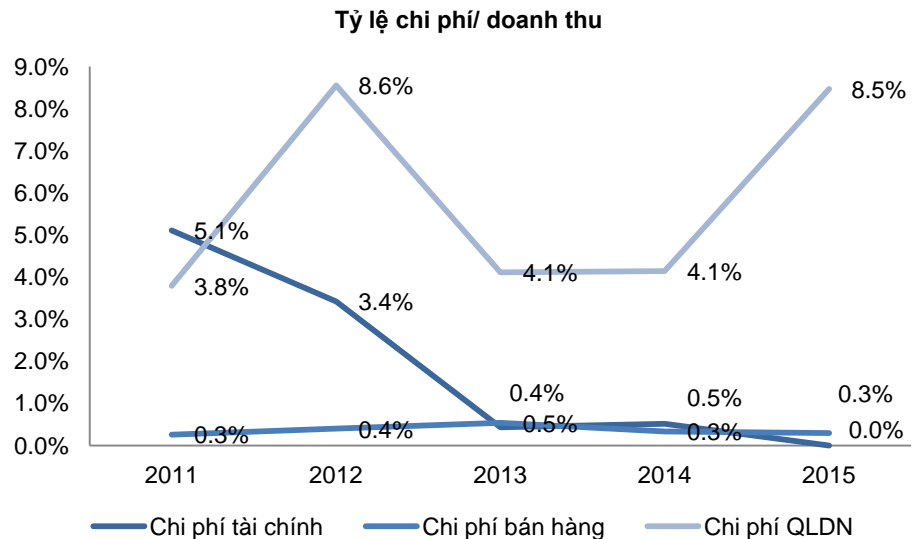
Mặc dù là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực bất động sản nhưng VC3 là một trong những Công ty sử dụng đòn bẩy tài chính thấp, do đó công ty không bị ảnh hưởng bởi chi phí lãi vay. Hiện tại, nợ vay của công ty ở mức thấp khi chỉ chiếm 0,13 lần vốn chủ sở hữu, vì vậy trong thời gian tới công ty hoàn toàn có thể huy động vốn vay để thực hiện các dự án mới.

### **Yếu tố ảnh hưởng đến lợi nhuận của VC3**

Cũng giống như các doanh nghiệp Bất động sản khác, chi phí quản lý doanh nghiệp (QLDN) luôn chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu chi phí, năm 2015 chi phí QLDN chiếm tới 90 % tổng chi phí. Trong khi đó, chi phí bán hàng và chi phí lãi vay có xu hướng giảm dần và duy trì ở mức thấp.

Vì vậy, chi phí quản lý doanh nghiệp đang là yếu tố ảnh hưởng đến lợi nhuận của VC3 trong ngắn hạn. Nếu công ty tiết giảm được khoản chi phí này sẽ giúp cải thiện lợi nhuận trong tương lai. Bên cạnh đó, với đặc điểm là một doanh nghiệp Bất động sản do đó tiến độ bán hàng và số lượng các dự án mới, dự án tiềm năng sẽ là yếu tố tác động trực tiếp tới lợi nhuận của doanh nghiệp.

### **Tình hình chi phí trong giai đoạn từ năm 2011-2015 của doanh nghiệp:**



Nguồn: VC3

## **2.2. Kinh nghiệm xây dựng, đầu tư lâu năm trong ngành với thị trường rộng lớn**

Với bề dày kinh nghiệm trong lĩnh vực xây dựng, liên tục đổi mới công nghệ, áp dụng các phương pháp thi công tiên tiến trên thế giới, đầu tư nâng cao năng lực xây dựng và không ngừng hoàn thiện công tác quản trị doanh nghiệp, Vinaconex 3 đang trở thành một trong những Công ty có đầy đủ tiềm lực để cạnh tranh lành mạnh với các Công ty trong ngành về lĩnh vực xây dựng, đầu tư kinh doanh khu đô thị, nhà ở, văn phòng cao cấp.

Công ty đã tham gia thi công và hoàn thành nhiều công trình xây dựng dân dụng, công nghiệp, hạ tầng kỹ thuật, giao thông.... trong phạm vi cả nước và đã được trao nhiều huy chương vàng chất lượng cao ngành xây dựng, điển hình là các công trình: Nhà máy sản xuất các thiết bị viễn thông VINECO Hà Nội, Nhà máy chế biến hạt giống Thái Bình, Nhà máy may IVORY Thái Bình, Nhà máy Tôn mạ màu Thái Bình, Trụ sở UBND TP Thái Bình, Trụ sở Bưu điện phía Nam Hà Nội, Khách sạn Green Hotel Cửa Lò - Nghệ An, Trụ sở Sở y tế Thái Nguyên, Kho bạc Nhà nước tỉnh Bình Định, Nhà thi đấu và luyện tập thể thao tỉnh Thái Nguyên, Nhà tập và thi đấu thể thao tỉnh Phú Thọ, Sân vận động Việt Trì tỉnh Phú Thọ, Khách sạn Bạch Đằng tỉnh Hải Dương, Trụ sở Tổng cục đo lường chất lượng, các công trình giao thông như: Đường 32, đường 14, đường giao thông Thị xã Sông Công - Thái Nguyên...



Đặc biệt trong thời gian gần đây, Công ty đầu tư thực hiện nhiều dự án quy mô lớn, đem lại doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng cao cho Công ty như Dự án Xây dựng Công trình văn phòng và dịch vụ Công cộng nhà ở và trường học tại 310 Minh Khai, Hà Nội; Dự án Đầu tư xây dựng Khu nhà ở tại Trung Văn, Quận Nam Từ Liêm, Hà Nội; Dự án xây dựng Khu đô thị Trần Hưng Đạo, Thái Bình; Dự án khu nhà ở Dịch Vọng, Cầu Giấy; Dự án Xây dựng đường quy hoạch và cơ sở hạ tầng khu dân cư số 5, phường Phan Đình Phùng, TP. Thái Nguyên...

**Dự án 310 Minh Khai, Hai Bà Trưng**



Thị trường hoạt động chính của Công ty là các tỉnh khu vực phía Bắc như Hà Nội, Thái Nguyên, Thái Bình, Hải Dương,... Trong đó thị trường trọng điểm của công ty là thành phố Hà Nội với dân số là 7,2 triệu người. Đây cũng là khu vực mà sự phát triển các khu công nghiệp diễn ra mạnh mẽ, thu hút số lượng lao động lớn, là vùng kinh tế trọng điểm. Như vậy, nhu cầu nhà ở trong và xung quanh khu vực thành phố là đầy tiềm năng và sẽ tiếp tục tăng cao, đặc biệt từ đối tượng công nhân, người lao động, người có thu nhập trung bình và ổn định.

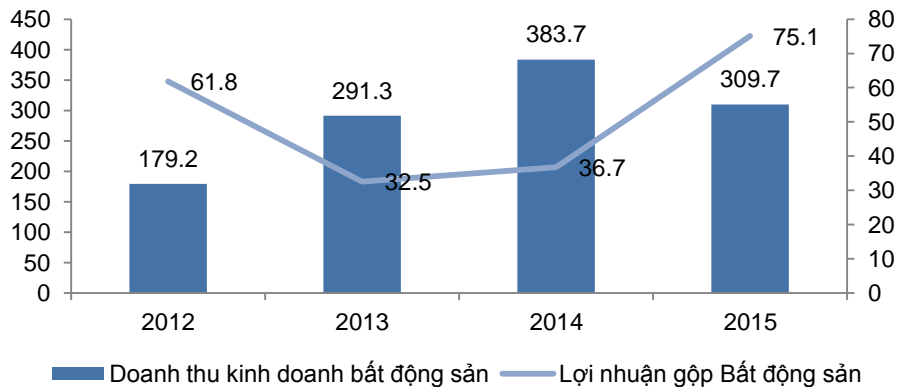
**2.3. Lĩnh vực hoạt động chính của công ty**

**2.3.1. Đầu tư và kinh doanh bất động sản tiếp tục là thế mạnh của công ty**

Kinh doanh Bất động sản là hoạt động cốt lõi của Công ty trong những năm qua. Mảng kinh doanh Bất động sản đang có sự tăng trưởng cao, từ tỷ trọng 0% năm 2004, đến năm 2015 là 65% tổng doanh thu, và 6 tháng đầu năm 2006 là 82,7% tổng doanh thu. Trong những năm tiếp theo lĩnh vực này sẽ đóng góp 70- 80% doanh thu và đóng góp phần lớn lợi nhuận cho Công ty.

Hiện nay Công ty đã và sẽ triển khai thực hiện một số dự án kinh doanh phát triển nhà, khai thác và đầu tư kinh doanh các chợ có quy mô lớn như Dự án 310 Minh Khai, Dự án Trung Văn, Dự án khu dân cư số 5 Phan Đình Phùng, Thái Nguyên, dự án Khu dân cư Phố Yên- Thái Nguyên, dự án siêu thị văn phòng cho thuê-389 Đê La Thành, Hà Nội...

**Biểu đồ: Doanh thu và lợi nhuận gộp bất động sản**



**Phối cảnh dự án số 5, Phan Đình Phùng, Thái Nguyên**



**Thành công từ thương vụ M&A góp phần giúp VC3 gia tăng lợi thế về quỹ đất.**

VC3 công bố Nghị quyết HĐQT về việc đồng ý phương án đầu tư cổ phần Công ty cổ phần vật liệu xây dựng Hà Nội (CMC Hà Nội). Theo đó, VC3 dự kiến sẽ mua tối đa 5,7 triệu cổ phiếu, tương ứng chiếm 95% vốn điều lệ của CMC Hà Nội. Khoảng giá mua hợp lý dự kiến tối đa 35.000 đồng/CP. Sau thương vụ M&A này, CMC Hà Nội sẽ trở thành công ty con của VC3. Với mạng lưới kinh doanh rộng, lợi thế quỹ đất khá lớn của CMC Hà Nội tại các vị trí đắc địa như Hàng Bò, Bà Triệu, Khâm Thiên, Cát Linh, Thụy Khuê... sẽ góp phần giúp VC3 gia tăng lợi thế về quỹ đất và giúp VC3 dễ dàng triển khai thêm các dự án mới trong thời gian tới.

STT	Mạng lưới kinh doanh	Diện tích (m2)
1	Dự án Hàng Bò -quận Hoàn Kiếm	349
2	Dự án Bà Triệu, quận Hai Bà Trưng	195
3	Dự án Trương Định, quận Hai Bà Trưng	83
4	Dự án Cát Linh, quận Đống Đa	767
5	Dự án Khâm Thiên, quận Đống Đa	317
6	Dự án Thụy Khuê, quận Tây Hồ	967
7	Số 389 La Thành, quận Ba Đình	2.232

8	Dự án Cầu Gỗ, quận Hoàn Kiếm	45
9	Dự án Hàng Thùng, quận Hoàn Kiếm	107
10	Dự án Hàng Thùng, quận Hoàn Kiếm	25
11	Dự án Hàng Thùng, quận Hoàn Kiếm	85
12	Dự án Hàng Ngang, quận Hoàn Kiếm	59
13	Dự án D2 Giảng Võ, quận Ba Đình	35
	<b>Tổng cộng</b>	<b>5.265</b>

### Tiềm năng từ các dự án bất động sản trong ngắn và dài hạn

Quý dự án bất động sản tập trung phần lớn tại các tỉnh miền Bắc như Hà Nội, Thái Nguyên, Thái Bình,... Đây cũng là khu vực mà sự phát triển các khu công nghiệp diễn ra mạnh mẽ, thu hút số lượng lao động lớn, là vùng kinh tế trọng điểm. Như vậy, nhu cầu nhà ở trong và xung quanh khu vực thành phố rất tiềm năng và sẽ tiếp tục tăng cao, đặc biệt từ đối tượng công nhân, người lao động, người có thu nhập trung bình và ổn định.

Dự án	Tổng mức đầu tư	Quy mô	Vị trí	Tiến độ
<b>Dự án đã triển khai</b>				
Dự án chung cư 310 Minh Khai	870 tỷ	2,75 ha	Nằm tại quận Hai Bà Trưng, trung tâm thành phố Hà Nội	Đã hoàn thiện và book lãi trong năm 2014-2015
Dự án Trung Văn, quận Nam Từ Liêm, Hà Nội	1.700 tỷ	15 ha	Địa điểm khu đất quy hoạch xây dựng dự án được chọn nằm phía Tây – Nam Thành phố, thuộc địa giới hành chính xã Trung Văn – huyện Từ Liêm – Hà Nội, nằm trên đường Láng Hòa Lạc cách Trung tâm Hội nghị quốc gia khoảng 600m.	Đã gần như hoàn thiện, đang trong giai đoạn thu tiền khách hàng. Việc hoạch toán lãi được thực hiện dần từ những năm trước và hiện vẫn đang hoạch toán lãi theo tiến độ ( <b>năm 2016 là 75 tỷ đồng, năm 2017 là 57,5 tỷ đồng, năm 2018 là 7,5 tỷ đồng</b> ).
Dự án khu dân cư số 5 Phan Đình Phùng- Thái Nguyên	460 tỷ	5,6 ha	Nằm ở Trung tâm T.P Thái Nguyên (sát đường Minh Cầu) với những lợi thế sẵn có mà nhiều Khu dân cư khác không có.	Đã thực hiện khoảng 80% và đang triển khai các công đoạn còn lại, hiện tại công ty đang hoàn thiện thu tiền từ khách hàng. Dự kiến hoạch toán lợi nhuận khoảng 108 tỷ đồng vào năm 2017-2019. ( <b>năm 2017 dự kiến 22 tỷ đồng, năm 2018 dự kiến là 40 tỷ đồng, năm 2019 dự kiến 46 tỷ đồng</b> )
<b>Dự án sẽ triển khai</b>				
Dự án Khu dân cư Phố Yên- Thái Nguyên	200 tỷ	15,5 ha	Dự án nằm trong khu đô thị mới, gần Samsung đáp ứng nhu cầu nhà ở của người dân và chính sách đô thị hóa của thành phố Thái Nguyên.	Tiến độ thực hiện từ nay đến năm 2018, tiến độ bán hàng từ năm 2017-2019. <b>Đây là khu phân lô bán nền nên việc thu hồi vốn tương đối nhanh.</b>
Dự án siêu thị văn phòng - 389 Đê La Thành	90 tỷ		Dự án có vị trí đắc địa, phù hợp với phân khúc văn phòng cho thuê	Tiến độ thực hiện từ nay đến năm 2018, tiến độ bán hàng từ 2017-2019.

Nguồn: VC3

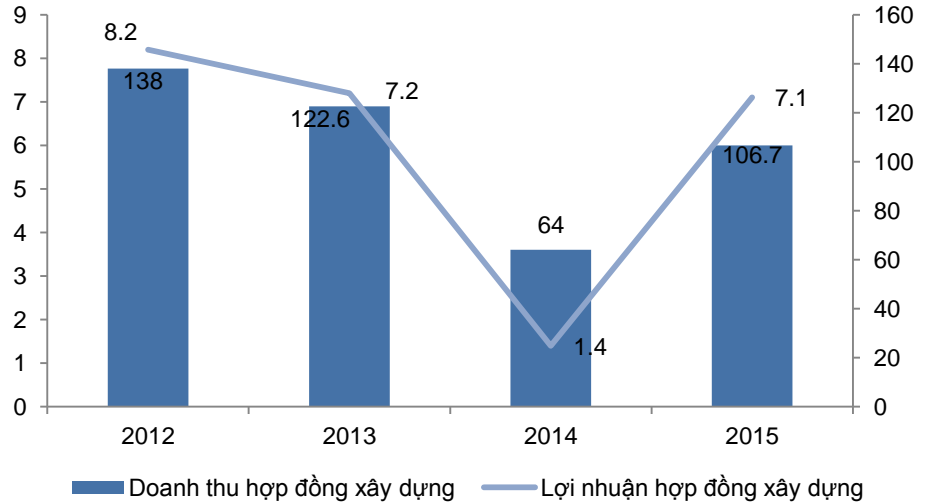
### 2.3.2. Hoạt động xây lắp sẽ được đẩy mạnh trong thời gian tới

Dù là một doanh nghiệp kinh doanh xây lắp trong thời gian dài, nhưng do chiến lược tập trung vào lĩnh vực bất động sản nên năng lực trong hoạt động xây lắp của VC3 gặp nhiều hạn chế, đặc biệt khi phải cạnh tranh với các doanh nghiệp xây lắp khác. Mặc dù chiếm tỷ trọng doanh thu cao thứ 2 sau doanh thu từ bất động sản, tuy nhiên lợi nhuận gộp mảng này ở mức thấp, năm 2015 lợi nhuận gộp mảng này chỉ đạt 7,1 tỷ đồng, thậm chí 6 tháng đầu năm 2016 lợi nhuận chỉ đạt 0,3 tỷ đồng.

Vừa qua, công ty mới thành lập CTCP Xây lắp và Công nghệ số 3 nhằm đẩy mạnh, phát triển chuyên sâu lĩnh vực thi công xây lắp, tăng cường khả năng cạnh tranh trên thị trường, phấn đấu đạt được nhiều hợp đồng để đem lại nhiều doanh thu cho công ty.

Hiện tại, lãnh đạo của Công ty đều là những người có uy tín và tiếng nói trong lĩnh vực xây dựng và bất động sản, do đó chúng tôi kỳ vọng vào sự đột phá của mảng xây lắp trong thời gian tới.

**Biểu đồ: Doanh thu và lợi nhuận mảng xây lắp**



Nguồn: VC3

**Đối với mảng xây lắp**, VC3 dự kiến sản lượng xây lắp các công trình kỹ mới đạt 150 tỷ đồng. Hiện tại, CTCP Xây lắp và công nghệ số 3 đang thực hiện một số công trình cho các đối tác lớn như nhà máy Samsung, công trình khí áp thấp Thái Bình, nhà máy đường Phú Yên...

### 2.3.3. Đầu tư kinh doanh BOT chợ và sản xuất vật liệu xây dựng

Hoạt động khai thác BOT chợ mang tính chất ổn định, không những mang lại lợi nhuận thấp mà mỗi năm VC3 phải trích ra 2 tỷ đồng phục vụ công tác quản lý. Hiện nay, các chợ đã xuống cấp và VC3 vẫn còn hơn 50 tỷ đồng doanh thu chưa thực hiện được của 3 dự án chợ Bo - Thái Bình, chợ Phương Lâm - Hòa Bình, chợ Thương - Bắc Giang. Lĩnh vực kinh doanh cho thuê chợ đóng góp tỷ trọng doanh thu thấp nhất trong các mảng hoạt động, năm 2015 đạt 20 tỷ đồng và lợi nhuận gộp đạt 3,3 tỷ đồng.

**Hình ảnh chợ Thương- Bắc Giang**



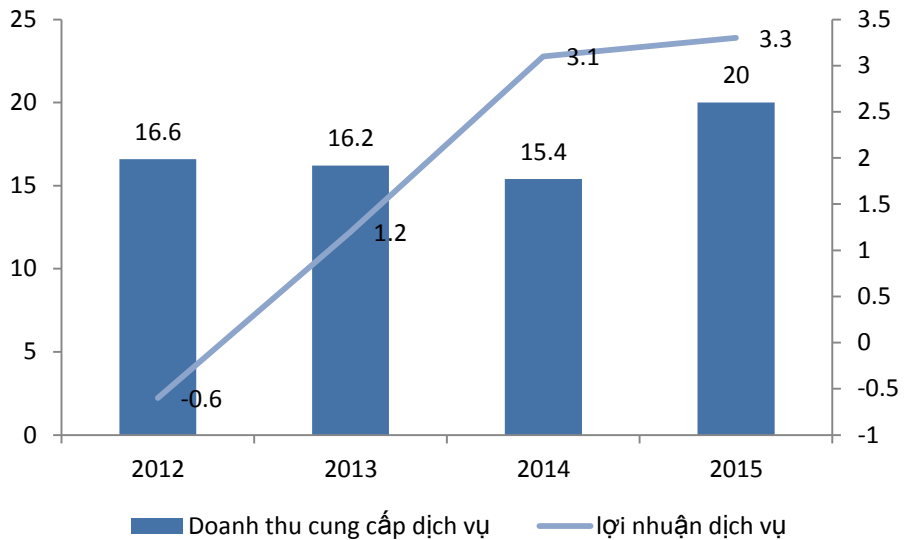
**Chủ đầu tư:** Công ty Cổ phần xây dựng số 3 - Vinaconex 3

**Địa điểm:** Tỉnh Bắc Giang

**Tổng mức đầu tư:** 35,79 tỷ đồng

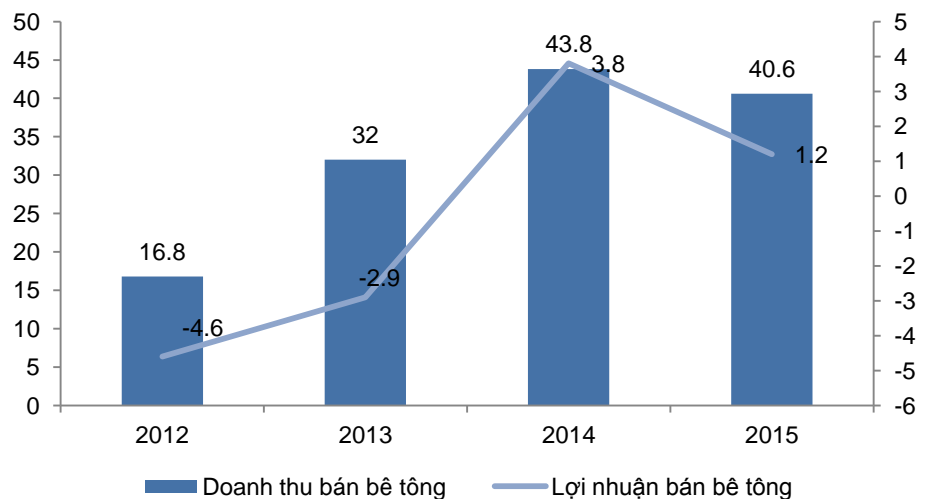
**Chiều cao công trình:** 3 tầng





Nguồn: VC3

Doanh thu 2015 đối với sản phẩm gạch xây và bê tông thương phẩm đạt 40,6 tỷ đồng. Mặc dù doanh thu không cao nhưng hoạt động này đã tạo cho Công ty sự chủ động trong nguồn nguyên vật liệu phục vụ cho các hoạt động chính là xây lắp và đầu tư xây dựng dự án.



## 2.4. Chiến lược kinh doanh linh hoạt

Là một doanh nghiệp có quy mô tương đối lớn thuộc sở hữu của Nhà nước trước đây, bản thân VC3 cũ gặp phải nhiều khó khăn trong các hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên, Công ty đã nhanh chóng thay đổi chiến lược kinh doanh theo hướng từng bước ổn định về tài chính, tập trung vào lĩnh vực cốt lõi là bất động sản. Đáng chú ý, các dự án bất động sản mà công ty đang khai thác tập trung vào phân khúc trung bình và thấp phù hợp với nhu cầu sử dụng của khách hàng.

Năm 2016, Công ty xác định tập trung vào công tác thu tiền của khách hàng tại các công trình đã hoàn thành (khoảng 330 tỷ đồng), từ các dự án Trung Văn (quý II/2016 hoàn thành) và dự án Thái Nguyên (dự kiến năm 2016 hoàn thành) để củng cố và ổn định năng lực tài chính, đồng thời đẩy mạnh triển khai tìm kiếm các dự án có tính hiệu quả cao trong trung và dài hạn.

Ngoài ra, VC3 sẽ tiếp tục đẩy mạnh tái cơ cấu, sắp xếp lại bộ máy theo hướng hiện đại, chuyên nghiệp hóa, đặc biệt là tăng cường năng lực xây lắp của các đơn vị trực thuộc để nâng cao năng lực cạnh tranh trong bối cảnh Việt Nam đã gia nhập Cộng đồng kinh tế ASEAN và các hiệp định thương mại tự do mà Việt Nam vừa ký kết.

## 2.5. Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi lạc quan VC3 sẽ đạt được mục tiêu đã đề ra khi doanh nghiệp tiếp tục hoạch toán các dự án bất động sản. Hơn nữa, Việt Nam gia nhập AEC giúp dòng vốn FDI tăng rõ nét, nên cơ hội cho các doanh nghiệp như VC3 sẽ rộng mở. Với năng lực, kinh nghiệm đã tích lũy trong thời gian qua chúng tôi cho rằng VC3 sẽ tận dụng tốt cơ hội trên. Theo thông tin chia sẻ từ phía doanh nghiệp, lợi nhuận sau thuế dự kiến đạt khoảng 72-76 tỷ đồng tăng khoảng 70% so với thực hiện

năm 2015, EPS forward 2016 đạt khoảng 3.300-3.500 đồng/cp.

VC3 là cổ phiếu tiềm năng có khả năng sinh lời ổn định và rủi ro tài chính thấp. Đáng chú ý, trong năm 2016, công ty dự kiến sẽ thu về 75 tỷ đồng lợi nhuận từ dự án CT1, CT2 Trung Văn, do đó VC3 có khả năng sẽ đột biến trong ngắn hạn.

#### Định giá theo phương pháp PE

Cổ phiếu VC3 đang giao dịch ở mức P/E là 12,61 lần, thấp hơn so với P/E thị trường (16 lần) và P/E các DN thuộc nhóm ngành bất động sản có quy mô tài sản và vốn tương đương (12,35 lần). Mức P/E forward năm 2016 khoảng 12,5 lần, giá hợp lý đối với cổ phiếu VC3 khoảng 40.800 đồng/cp.

#### Định giá theo phương pháp FCFE và FCFF

<b>Các giả định</b>	Lợi tức trái phiếu dài hạn	Rf	9.5%
	Lãi suất thị trường	Rm	12.5%
	Beta	$\beta$	0.50
	Hệ số chiết khấu theo CAPM	k	11.0%

#### **PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN CỦA CHỦ SỞ HỮU (FCFE)**

Chỉ tiêu	Đvt	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
LNST	Tỷ vnd	74.8	74.8	78.5	82.5	86.6	90.9	95.5	100.2
Chi đầu tư	Tỷ vnd	43.9	48.3	47.9	46.4	43.8	33.5	35.2	36.9
Khấu hao tài sản	Tỷ vnd	8.5	4.7	5.1	5.5	5.9	6.2	6.5	6.8
Thay đổi VLĐ ngoài TM	Tỷ vnd	(4.7)	(5.2)	(5.1)	(4.9)	(4.7)	(3.6)	(3.8)	(3.9)
Nợ mới - Trả nợ cũ	Tỷ vnd	(0.7)	(0.8)	(0.9)	(0.9)	(1.0)	(1.1)	(1.1)	(1.2)
Tỷ lệ tái đầu tư	%	42.1%	52.5%	49.0%	44.7%	39.5%	27.2%	27.2%	27.2%
ROE	%	28.1%	25.5%	24.6%	23.9%	23.4%	23.4%	23.4%	23.4%
g thu nhập kỳ vọng	%	11.8%	13.4%	12.0%	10.7%	9.3%	6.4%	6.4%	6.4%
FCFE	Tỷ vnd	43.3	35.5	40.0	45.6	52.4	66.2	69.5	1,581.2
PV FCFE, GTKT	Tỷ vnd	43.3	32.0	32.5	33.4	34.5	39.3	37.1	761.6
Sum (+)TM	Tỷ vnd					982.2			
Số lượng CP lưu hành	Triệu cp					22.0			
<b>PVf</b>	<b>vnd</b>					<b>44,647</b>			

#### **PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN CỦA DOANH NGHIỆP (FCFF)**

Chỉ tiêu		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
LNST	Tỷ vnd	74.8	74.8	78.5	82.5	86.6	90.9	95.5	100.2
Chi đầu tư	Tỷ vnd	43.9	48.3	47.9	46.4	43.8	33.5	35.2	36.9
Khấu hao tài sản	Tỷ vnd	8.5	4.7	5.1	5.5	5.9	6.2	6.5	6.8
Thay đổi VLĐ ngoài TM	Tỷ vnd	(4.7)	(5.2)	(5.1)	(4.9)	(4.7)	(3.6)	(3.8)	(3.9)
FCFF	Tỷ vnd	44.1	36.3	40.9	46.6	53.4	67.2	70.6	1,517.1
PV FCFF, GTKT	Tỷ vnd	44.1	32.7	33.2	34.1	35.1	39.9	37.7	730.7
Sum (+)TM (-)Nợ	Tỷ vnd					956.0			
Số lượng CP lưu hành	Triệu cp					22.0			
<b>PVf</b>	<b>vnd</b>					<b>43,456</b>			

#### Tổng hợp 3 phương pháp định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá
P/E	40.800	40%	16.300
FCFE	44.600	30%	13.400
FCFF	43.500	30%	13.100
<b>Tổng cộng</b>			<b>42.800</b>

Tổng hợp 3 phương pháp, chúng tôi cho rằng giá hợp lý của cổ phiếu VC3 là **42.800 đồng/ cổ phiếu**.

## 2.6. Tình hình tài chính lành mạnh và có xu hướng cải thiện

### Phân tích các chỉ tiêu tài chính của VC3 qua các năm:

	2013	2014	2015
<b>ĐÒN BẦY TÀI CHÍNH</b>			
Tổng nợ/ tổng tài sản	82,73%	83,61%	80,34%
Nợ vay/ tổng tài sản	21,8%	0,13%	2,55%
Nợ vay/ VCSH	126,23%	0,80%	12,99%
<b>HỆ SỐ THANH TOÁN</b>			
Hệ số thanh toán hiện hành	1,24	1,20	1,16
Hệ số thanh toán nhanh	0,36	0,49	0,57
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,01	0,23	0,22
<b>DÒNG TIỀN</b>			
Dòng tiền kinh doanh/doanh thu	25,24%	86,46%	6,73%
Dòng tiền kinh doanh/VCSH	56,9%	210,03%	14,12%
<b>KHẢ NĂNG SINH LỜI</b>			
Biên lợi nhuận gộp	8,24%	8,85%	18,19%
Biên lợi nhuận ròng	2,03%	3,47%	9,01%
ROE	4,6%	8,3%	18%
ROA	0,8%	1,42%	3,5%
<b>HỆ SỐ HOẠT ĐỘNG</b>			
Vòng quay hàng tồn kho	0,56	0,69	0,85
Vòng quay khoản phải thu	3,41	3,84	4,37
Vòng quay khoản phải trả	9,51	11,15	5,24
Vòng quay tài sản cố định	4,35	4,95	1,92

Nguồn: MBS tính toán

- **Chỉ số tổng nợ/tổng tài sản** có xu hướng ổn định trong vài năm trở lại đây. Tuy nhiên chỉ số nợ vay/tổng tài sản lại rất thấp, do trong nợ ngắn hạn VC3 có khoản tiền người mua trả trước hơn 589 tỷ đồng, đây là khoản tiền chưa được hoạch toán vào doanh thu. Cơ cấu nợ của công ty đang ở mức an toàn, do đó công ty không bị ảnh hưởng bởi áp lực chi phí lãi vay. Chúng tôi cho rằng cơ cấu tài chính tiếp tục được cải thiện khi Công ty thu được dòng tiền từ các dự án Bất động sản sắp tới.
- **Chỉ số thanh khoản hiện hành** đang có xu hướng giảm trong các năm vừa qua nhưng vẫn đang ở mức an toàn. Chỉ số thanh toán nhanh và chỉ số thanh toán tiền mặt lại ở mức thấp do phần lớn tài sản ngắn hạn của công ty tập trung ở hàng tồn kho. Nhìn chung, lượng hàng tồn kho tích lũy của Công ty chủ yếu là lượng vốn đầu tư vào các dự án dở dang. Trong thời gian tới, tốc độ bán hàng được dự báo khá quan tại các dự án CT1, CT2 Trung Văn sẽ giúp giảm bớt một phần rủi ro thanh khoản của Công ty.
- **Chỉ số dòng tiền kinh doanh/doanh thu** có xu hướng giảm mạnh cho thấy khả năng tài trợ cho hoạt động kinh doanh, hoạt động đầu tư đang suy giảm. Qua đó, Công ty sẽ phải tiếp tục huy động vốn từ các đối tác, cổ đông hoặc khách hàng để tiếp tục đầu tư các dự án của mình.
- **Chỉ số biên lợi nhuận gộp** đang có xu hướng tăng trong các năm vừa qua, biên lợi nhuận ròng đang ở mức trung bình và có xu hướng cải thiện. Điều này cho thấy hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp đang được cải thiện, tuy nhiên doanh nghiệp đang gặp vấn đề trong quá trình quản lý (chi phí quản lý doanh nghiệp trong quá trình hoạt động sản xuất kinh doanh chiếm tỷ lệ khá cao).
- **Chỉ số ROE** tiếp tục được cải thiện trong các năm vừa qua. Đặc biệt năm 2015 chỉ số

này tăng lên 18%, nguyên nhân là do lãi ròng tăng mạnh trong khi vốn chủ sở hữu không có sự thay đổi lớn. Chỉ số ROE cao cho thấy doanh nghiệp đang sử dụng đồng vốn một cách hiệu quả.

- Trong hoạt động kinh doanh, vòng quay hàng tồn kho của công ty thấp, đây là đặc điểm của các công ty kinh doanh bất động sản, chỉ số này đang có xu hướng cải thiện dần qua từng năm. Bên cạnh đó chỉ số các khoản phải thu thấp cùng với chỉ số các khoản phải trả đang ở mức cao cho thấy công ty đang gặp vấn đề về khả năng thanh khoản. Chỉ số vòng quay tài sản cố định đang ở mức tốt trong các năm vừa qua, chứng tỏ hiệu quả sử dụng tài sản cố định của doanh nghiệp được đảm bảo.
- Chúng tôi thấy rằng sức khỏe tài chính và hiệu quả hoạt động của VC3 đang được cải thiện sau khi gia đoạn khó khăn chung của ngành bất động sản. Trong các năm tới, tình hình tài chính của Công ty sẽ sớm cải thiện khi thị trường bất động sản tiếp tục hồi phục và tăng trưởng.

**Bảng so sánh một số chỉ tiêu đối với các doanh nghiệp cùng ngành (đơn vị: Tỷ đồng)**

Doanh nghiệp	Tổng tài sản	Vốn chủ sở hữu	Doanh thu	Lợi nhuận ròng	Tiền mặt (tỷ đồng)	Tổng nợ vay	EPS 9 tháng (VND)	PE (lần)
ASM	4.445	2.610	1.008	175,44	395	1.013	950	16.51
BCI	3.326	1.993	123,44	-9,32	134	444		21.73
DXG	3.573	1.873	1.321	173,66	452	342	1.540	8.76
HDC	1.292	637	288,41	22,94	10	476	1.226	9.70
HDG	5.869	1.554	803	72,74	762	2.436	1.213	17.88
HLD	732	460	112,38	39,11	151	165	2.845	4.82
NLG	5.560	2.828	1.672	188,37	701	689	2.170	10.18
NTL	1.347	914	193	28,10	40	21	1.266	7.54
PDR	9.369	2.330	225.832	68.154	49	3.285	712	20.22
TDH	2.855	1.739	743.275	69.593	88	637	1.757	5.92
<b>VC3</b>	<b>1.235</b>	<b>264</b>	<b>326.656</b>	<b>40.467</b>	<b>249</b>	<b>50</b>	<b>1.839</b>	<b>12.61</b>
Trung bình								<b>12.35</b>

Nguồn: Bloomberg

## 2.7. Mô hình hoạt động kinh doanh

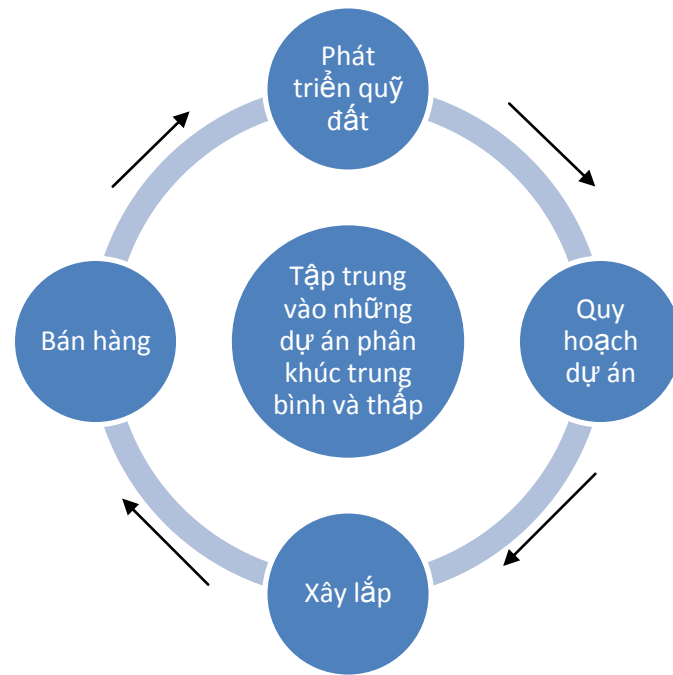
### 2.7.1. Định hướng chiến lược

Tuy nhiên, Công ty đã nhanh chóng thay đổi chiến lược kinh doanh theo hướng từng bước ổn định về tài chính, tập trung vào lĩnh vực cốt lõi là bất động sản. Đáng chú ý, các dự án bất động sản mà công ty đang khai thác tập trung vào phân khúc trung bình và thấp phù hợp với nhu cầu sử dụng của khách hàng.

Năm 2016, Công ty xác định tập trung vào công tác thu tiền của khách hàng tại các công trình đã hoàn thành ( khoảng 330 tỷ đồng ), từ các dự án Trung Văn (quý II/2016 hoàn thành) và dự án Thái Nguyên (dự kiến năm 2016 hoàn thành) để củng cố và ổn định năng lực tài chính, đồng thời đẩy mạnh triển khai tìm kiếm các dự án có tính hiệu quả cao trong trung và dài hạn.

Ngoài ra, VC3 sẽ tiếp tục đẩy mạnh tái cơ cấu, sắp xếp lại bộ máy theo hướng hiện đại, chuyên nghiệp hóa, đặc biệt là tăng cường năng lực xây lắp của các đơn vị trực thuộc để nâng cao năng lực cạnh tranh trong bối cảnh Việt Nam đã gia nhập Cộng đồng kinh tế ASEAN và các hiệp định thương mại tự do mà Việt Nam vừa ký kết.

Chúng tôi đánh giá cao năng lực điều hành và tầm nhìn chiến lược của ban lãnh đạo Công ty khi các chiến lược rất phù hợp với tình hình của nền kinh tế và điều kiện thị trường bất động sản. Khi nền kinh tế và thị trường Bất động sản phát triển tốt, Công ty tập trung đẩy nhanh hoàn thiện các dự án bất động sản phân khúc trung bình và thấp, đồng thời đẩy nhanh tiến độ bán hàng. Bên cạnh đó, Công ty còn thành lập công ty con để tham gia vào lĩnh vực xây lắp truyền thống, cũng như loại bỏ những lĩnh vực kinh doanh không hiệu quả.



Nguồn: MBS tổng hợp

Chiến lược phát triển dự án của VC3 hình thành một chuỗi giá trị khép kín cho từng dự án từ khâu phát triển quỹ đất, quy hoạch dự án, xây lắp và bán hàng giúp Công ty giảm giá thành sản phẩm đem lại giá trị gia tăng cho khách hàng.

### 2.7.2. Phân tích SWOT

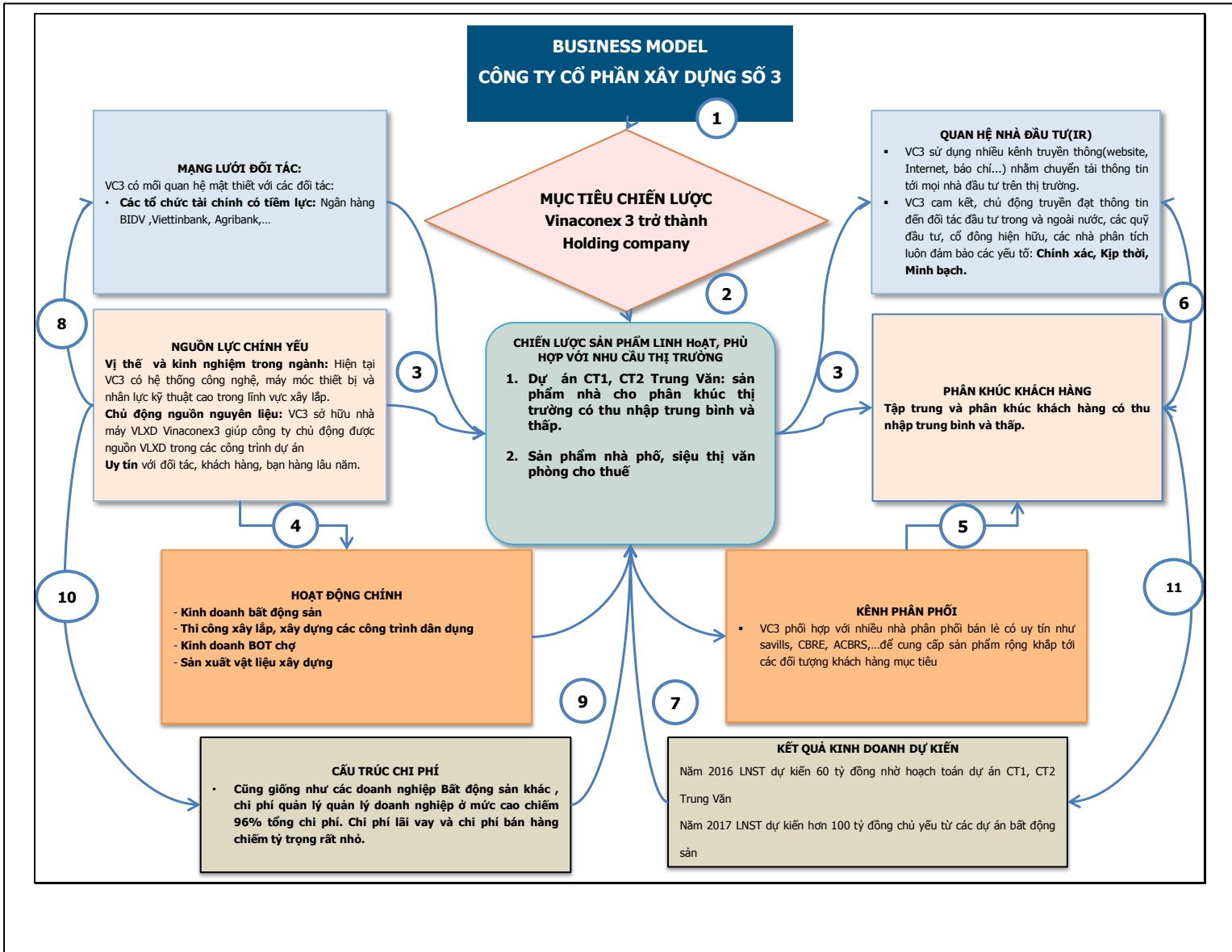
Dựa trên cơ sở phân tích toàn diện trên mọi khía cạnh của Công ty Cổ phần Xây dựng số 3, chúng tôi cho rằng VC3 đang có những điểm mạnh, điểm yếu, cơ hội và thách thức như sau:

<p><b>Điểm mạnh</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>VC3 có quỹ đất tiềm năng đem lại dòng tiền trong ngắn hạn cũng như dài hạn.</li> <li>Là doanh nghiệp có kinh nghiệm cũng như uy tín trong hoạt động xây lắp.</li> <li>Cơ cấu tài chính lành mạnh: tiền và tương đương tiền lớn, nợ vay thấp.</li> </ol>	<p><b>Điểm yếu</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>Chi phí quản lý doanh nghiệp lớn</li> <li>Khoản công nợ chưa thực hiện lên đến 45 tỷ đồng.</li> </ol>
<p><b>Cơ hội</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>Chính sách thuế và các thủ tục liên quan sẽ hỗ trợ tốt cho các doanh nghiệp bất động sản nói chung và cho VC3 nói riêng.</li> <li>Cổ đông chiến lược mạnh về tài chính, có kinh nghiệm phát triển bất động sản cũng như quản trị doanh nghiệp.</li> </ol>	<p><b>Thách thức</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>Mức độ cạnh tranh trên thị trường bất động sản, đặc biệt là sản phẩm cho đối tượng khách hàng có thu nhập trung bình và thấp đang ngày càng gay gắt.</li> <li>Biến động giá của các nguồn cung yếu tố đầu vào, vật liệu xây dựng.</li> </ol>

Nguồn: MBS tổng hợp

### 2.7.3 Mô hình kinh doanh

Dựa trên các phân tích về VC3, chúng tôi tóm tắt mô hình kinh doanh của Công ty theo bảng sau:



Nguồn: MBS tổng hợp

**TÓM TẮT KQKD BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

**BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**

Đơn vị tính : Tỷ đồng	2013	2014	2015
<b>DT bán hàng và CCDV</b>	462.15	506.83	477.04
Các khoản giảm trừ doanh thu	0.00	0.00	0.00
<b>Doanh thu thuần</b>	462.15	506.83	477.04
Giá vốn hàng bán	424.05	461.99	390.28
<b>Lợi nhuận gộp</b>	38.10	44.84	86.76
Doanh thu hoạt động tài chính	2.12	1.80	6.74
Chi phí tài chính	2.18	2.57	0.00
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	0.66	2.44	0.00
Chi phí bán hàng	2.49	1.72	1.40
Chi phí quản lý doanh nghiệp	18.71	21.14	40.43
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐKD</b>	16.84	21.20	51.66
Thu nhập khác	5.37	1.39	3.99
Chi phí khác	3.30	0.16	0.57
<b>Lợi nhuận khác</b>	2.08	1.23	3.42
Lãi (lỗ) cty liên doanh/liên kết	0.00	0.00	0.00
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	18.92	22.43	55.08
Chi phí thuế TNDN hiện hành	4.25	4.85	12.12
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	0.00	0.00	0.00
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	14.66	17.58	42.96
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0.00	0.00	0.00
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	14.66	17.58	42.96
	2013	2014	2015
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	982.90	954.74	821.33
Tiền và tương đương tiền	4.12	179.52	158.61
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0.00	0.60	0.51
Các khoản phải thu	192.74	271.53	237.28
Hàng tồn kho	698.87	497.48	417.64
Tài sản ngắn hạn khác	87.17	5.61	7.30
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	201.88	342.91	411.09
Phải thu dài hạn	0.00	0.08	75.08
Tài sản cố định	104.77	249.21	248.94
Bất động sản đầu tư	67.11	63.96	60.59
Đầu tư tài chính dài hạn	25.27	25.41	22.03
Lợi thế thương mại	0.00	0.00	0.00
Tài sản dài hạn khác	4.72	4.23	4.45
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	1,184.78	1,297.64	1,232.42
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	980.18	1,084.94	990.12
Nợ ngắn hạn	792.90	795.60	709.61
Vay và nợ ngắn hạn	223.32	0.00	31.48
Phải trả người bán	44.20	38.64	22.91
Người mua trả tiền trước	468.42	681.57	554.39
Nợ dài hạn	187.28	289.34	280.51
Vay và nợ dài hạn	34.95	0.00	0.00
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	204.60	212.70	242.30
Vốn đầu tư của CSH	80.00	80.00	200.00
Thặng dư vốn cổ phần	54.02	54.02	0.00
Cổ phiếu quỹ	-2.40	-2.40	0.00
Lãi chưa phân phối	11.28	19.42	42.25
Vốn và quỹ khác	61.70	61.66	0.06
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.00	0.00	0.00
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	1,184.78	1,297.64	1,232.42

**CÁC HỆ SỐ TÀI CHÍNH**

	2013	2014	2015
<b>Hệ số về khả năng thanh toán</b>			
Hệ số thanh toán hiện thời	1.24	1.20	1.16
Hệ số thanh toán nhanh	0.36	0.57	0.57
Hệ số thanh toán tiền mặt	0.01	0.23	0.22
<b>Hệ số về hiệu quả hoạt động</b>			
Vòng quay các khoản phải thu	2.40	1.87	2.01
Số ngày thu nợ bình quân	150.14	192.87	179.06
Vòng quay hàng tồn kho	0.56	0.77	0.85
Số ngày tồn kho bình quân	544.40	353.36	315.17
Vòng quay tổng tài sản	0.39	0.39	0.39
Vòng quay tài sản cố định	4.41	2.03	1.92
Hiệu suất sử dụng vốn chủ sở hữu	2.26	2.38	1.97
<b>Nhóm đòn bẩy tài chính</b>			
Tỷ số Nợ ngắn hạn / Tổng nợ phải trả	83.0%	73.6%	66.6%
Tỷ số Nợ vay trên Tổng tài sản	17.0%	26.4%	33.4%
Tỷ số Nợ trên Tổng tài sản	82.7%	83.6%	80.3%
Tỷ số Vốn chủ sở hữu trên Tổng tài sản	479.1%	510.1%	408.6%
Tỷ số Nợ ngắn hạn/ Vốn chủ sở hữu	66.9%	61.3%	57.6%
Tỷ số Nợ vay trên Vốn chủ sở hữu	80.7%	83.3%	86.4%
Tỷ số Nợ trên Vốn chủ sở hữu	387.5%	374.0%	292.9%
<b>Nhóm chỉ số Sinh lợi</b>			
Hệ số lợi nhuận gộp	8.2%	8.8%	18.2%
Hệ số lợi nhuận từ HĐSXKD	3.6%	4.2%	10.8%
Hệ số lợi nhuận khác	0.4%	0.2%	0.7%
Hệ số lợi nhuận trước thuế	4.1%	4.4%	11.5%
Hệ số lợi nhuận ròng	3.2%	3.5%	9.0%
Hệ số sinh lời tổng tài sản (ROA)	1.2%	1.4%	3.5%
Hệ số sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE)	7.2%	8.3%	17.7%
Tỷ trọng lợi nhuận khác/ LNTT	11.0%	5.5%	6.2%
Tỷ trọng lợi nhuận từ HĐSXKD/ LNTT	89.0%	94.5%	93.8%
<b>Nhóm chỉ số đánh giá thu nhập</b>			
Thu nhập trên cổ phần (EPS)	1,181	2,215	2,148
Cổ tức trên cổ phần	1,000	1,000	1,500
Hệ số chi trả cổ tức	84.7%	45.1%	69.8%
Mức sinh lời cổ tức	4.3%	3.4%	5.7%
Tăng trưởng cổ tức hàng năm (gD)	-54.5%	0.0%	50.0%
Giá trị sổ sách (BV)	25,575	26,587	12,115

Nguồn: MBS Research

**Liên hệ:**

**Trung tâm nghiên cứu:**

**Trần Hoàng Sơn**

[Son.tranhoang@mbs.com.vn](mailto:Son.tranhoang@mbs.com.vn)

**Đỗ Bảo Ngọc**

[Ngoc1.dobao@mbs.com.vn](mailto:Ngoc1.dobao@mbs.com.vn)

**Phạm Văn Quỳnh**

[Quynh.phamvan@mbs.com.vn](mailto:Quynh.phamvan@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

<b>Xếp hạng</b>	<b>Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại</b>
-----------------	---

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) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), 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; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

**MBS HỘ 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](http://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.