

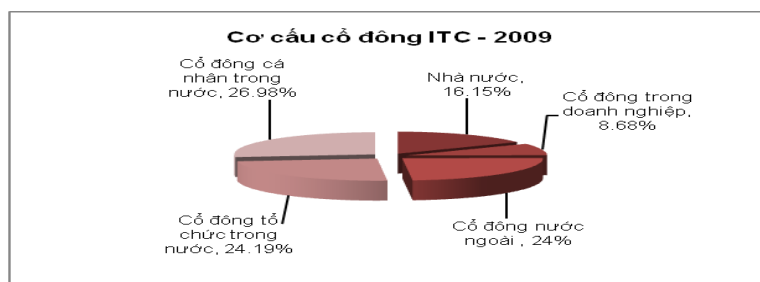
## GIỚI THIỆU CỔ PHIẾU LẦN ĐẦU NIÊM YẾT - ITC



Vốn tiền thân là Doanh nghiệp nhà nước Đầu tư - Kinh doanh nhà thuộc Tổng Công ty Địa ốc Sài Gòn, Intresco bắt đầu hoạt động theo hình thức Công ty Cổ phần vào tháng 01/2001, trải qua bốn lần tăng vốn từ 25 tỷ lúc mới thành lập lên mức 230 tỷ vào tháng 11/2008. Intresco dự kiến niêm yết trên sàn vào ngày 19/10/2009 tới với mã chứng khoán ITC, mức giá khởi điểm 55,000 VND/cổ phiếu.

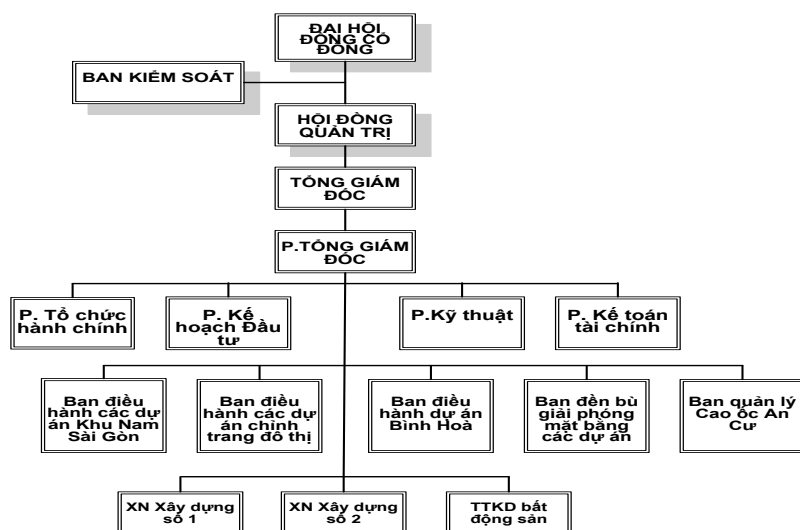
## Ngành nghề kinh doanh chính

- ❖ Đầu tư kinh doanh địa ốc; Tư vấn lập dự án đầu tư, thiết kế qui hoạch; Khảo sát thiết kế công trình xây dựng; Thi công xây dựng các công trình dân dụng, công nghiệp và trang trí nội thất; thi công các công trình hạ tầng kỹ thuật đô thị, khu công nghiệp, san lấp mặt bằng, cầu đường và hệ thống thoát nước;
- ❖ Đầu tư cải tạo đất và đầu tư các công trình hạ tầng trên đất thuê để cho thuê đất đã có hạ tầng; Thuê nhà, công trình xây dựng để cho thuê lại;
- ❖ Nhận chuyển nhượng quyền sử dụng đất, đầu tư công trình hạ tầng để chuyển nhượng, cho thuê; thuê quyền sử dụng đất đã có hạ tầng để cho thuê lại;...



Source: ITC

**Các cổ đông chính của công ty:** Tổng công ty địa ốc Sài Gòn (16.15%), VOF Investment Limited - Vina Capital (9.24%), Vietnam Azalea Fund Limited - Mekong Capital (9.99%), BVIM, Prudential Fund Management, Viet Fund Management...



## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

## Chỉ số thị trường

	06/10/2009
Giá (VND) OTC	80,000
Tổng lượng cổ phiếu lưu hành	23,028,896
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1,842
Sở hữu nước ngoài (%)	24%
Sở hữu nhà nước (%)	16.15%

## Chỉ số tài chính

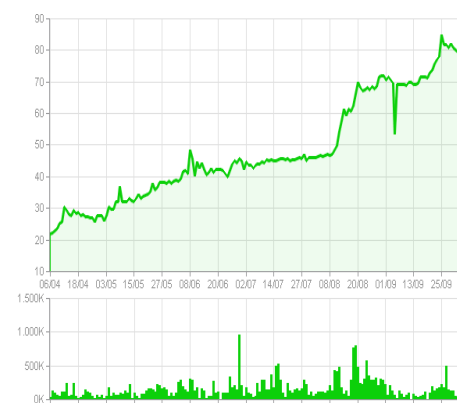
	2008A	2009E	2010E
Doanh thu (tỷ) - KH	560	748	852
Lợi nhuận (tỷ) - KH	76	100	112
EPS (VND) - KH	3,534	4,342	4,863
Tỷ lệ cổ tức (%)	10%	20%	22%
ROE (%)	6.24%		
ROA (%)	2.45%		

\*\* Các chỉ tiêu doanh thu, lợi nhuận và EPS đều là kế hoạch công ty, tham khảo ước tính sơ bộ của chúng tôi trong báo cáo dưới đây.

## Các chỉ số khác

	2008A	2009E	2010E
Biên lợi nhuận gộp	20.38%		
Biên lợi nhuận	13.58%		
Thanh toán nhanh	0.71		
Nợ/Vốn chủ sở hữu	1.56x		

## Biến động giá 6 tháng



## Ban lãnh đạo công ty

Ban lãnh đạo công ty có nhiều năm kinh nghiệm trong lĩnh vực quản lý xây dựng và bất động sản, đã gắn bó và cống hiến với công ty từ nhiều năm, có mối quan hệ chặt chẽ và tốt đẹp với Tổng công ty Địa ốc Sài Gòn (cổ đông nhà nước, nắm giữ hơn 16% quyền sở hữu ITC) và lãnh đạo các tập đoàn kinh tế trong nước, tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động kinh doanh trong ngành.

Hội đồng quản trị và Ban giám đốc	Học vấn	Kinh nghiệm
Mr. Nguyễn Văn Khởi, chủ tịch HĐQT, TGD	Cử nhân Kinh tế, cử nhân Luật	10 năm kinh nghiệm ngành BĐS và xây dựng, tham gia ITC từ năm 2001
Mr. Nguyễn Thúc Quang, ủy viên HĐQT, PTGD	Kỹ sư XD, cử nhân Kinh tế	16 năm kinh nghiệm ngành BĐS và xây dựng, tham gia ITC từ năm 1994
Mr. Trương Minh Thuận, ủy viên HĐQT, PTGD	Kỹ sư xây dựng	14 năm kinh nghiệm trong ngành, tham gia ITC từ năm 1995
Mr. Lê Văn Trường, ủy viên HĐQT, PTGD	Cử nhân Khoa học kinh tế	9 năm kinh nghiệm trong ngành, tham gia ITC từ năm 2000
Mr. Nguyễn Bá Đài, phó tổng giám đốc	Thạc sỹ Quản trị Kinh doanh	24 năm kinh nghiệm trong ngành và tại ITC
Mr. Trần Vũ Anh, ủy viên HĐQT	Cử nhân Tài chính ngân hàng	14 năm kinh nghiệm ngành tài chính đầu tư, phó HG điều hành VinaCapital
Ms. Lê Thị Khánh Xương, ủy viên HĐQT	Cử nhân Kinh tế	Tham gia ITC từ năm 2006
Ms. Dương Thanh Thủy, ủy viên HĐQT	Cử nhân	Tham gia ITC từ năm 2006

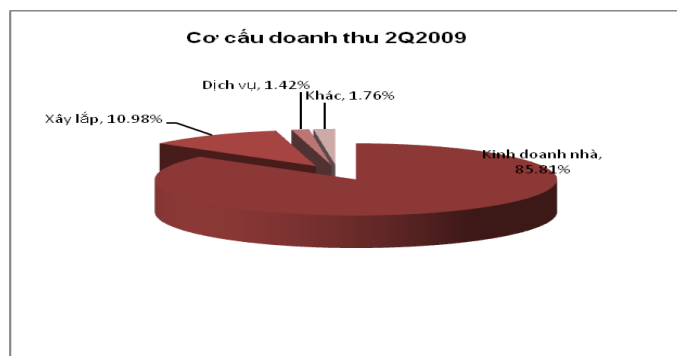
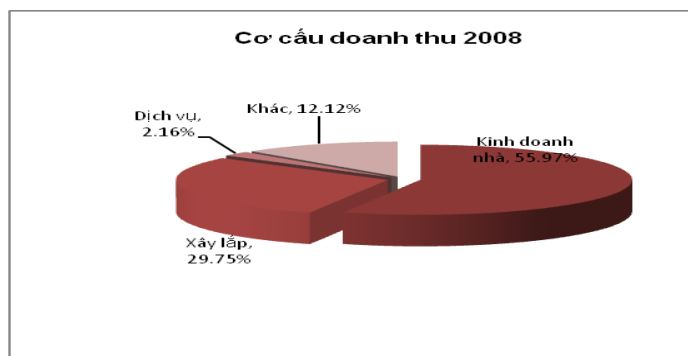
Nguồn: Intresco

## Kế hoạch doanh thu lợi nhuận 2009 – 2011

Chỉ tiêu	Năm 2009		Năm 2010		Năm 2011	
	Triệu đồng	% YoY	Triệu đồng	% YoY	Triệu đồng	% YoY
Doanh thu thuần	748.245	17,37%	852.000	13,86%	1.035.137	21,49%
Lợi nhuận sau thuế	100.000	31,44%	112.000	12,00%	131.000	16,96%
Cổ tức/ vốn điều lệ	20%		22%		22%	

Nguồn: Intresco

## CÁC DỰ ÁN, QUỸ ĐẤT VÀ LỘ TRÌNH HẠCH TOÁN



Nguồn: Intresco

Hầu hết các dự án dự án chính của ITC trong giai đoạn 2009 – 2011 đều hướng vào phân khúc nhà giá thấp và trung bình (chung cư, khu dân cư, trừ dự án An Khang với mức giá khá cao), là phân khúc có khả năng phát triển tương đối ổn định trong ngành.

## Các dự án chính được hạch toán trong 2009

	Địa điểm	Vốn Intresco (tỷ)	Diện tích theo tỷ lệ	Doanh thu 09 (tỷ)	Lợi nhuận TT 09 (tỷ)	Thực trạng/ Tiến độ
Nhà 27 Tú Xương	Quận 3	16.7	1006m2	126	110	Bán và hạch toán trong 2009
Cao ốc An Khang	Quận 2	520	45837 m2 sàn	400	120	Đã kinh doanh 80% căn hộ, xây xong giao căn hộ 8/2009
Khu dân cư 6B lô số 6	Bình Chánh	46.8	7500m2 nền	50	25	Hạch toán một phần năm nay, một phần vào 2010
Các dự án cũ	BC/BT			TBC	TBC	Dự án cũ, hạch toán nốt
Tầng trệt/thượng cao ốc An Cư và An Khang	Quận 2	0	6000m2 sàn	1.22	0.61	Đang cho thuê với giá 10-12USD/m2
Hoạt động xây lắp				100	5 - 10	
<b>Tổng cộng</b>				<b>677.22</b>	<b>255.61</b>	<b>Kế hoạch: 748 tỷ doanh thu, 100 tỷ lợi nhuận</b>

\*\* Nguồn: Intresco, SSI ước tính

**Các dự án chính đóng góp vào kết quả kinh doanh năm nay của ITC gồm có:**

- ❖ **Dự án Cao ốc Chung cư An Khang – Quận 2:** với diện tích mặt bằng 9633m<sup>2</sup> và độ cao 22 tầng, đã đưa vào khai thác kinh doanh từ cuối 2008, hiện tại đã bán được 210 trên tổng số 288 căn hộ, mức giá trung bình từ 26-28 triệu/m<sup>2</sup>. Tổng doanh thu cho toàn dự án dự kiến khoảng 800 tỷ với biên lợi nhuận xấp xỉ 30%, công ty dự kiến hạch toán khoảng 50% trong 2009 và phần còn lại vào 2010, đây là dự án có tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu – lợi nhuận của thời kỳ này.
- ❖ **Căn nhà 27 Tú Xương – Quận 3:** Với giá vốn thấp chỉ khoảng 16.7 tỷ, việc bán căn nhà này với doanh thu 126 tỷ đã đem lại khoản lợi nhuận trên 100 tỷ, tương đương với kế hoạch lợi nhuận của cả năm.
- ❖ **Các dự án/nguồn thu khác:** Các khoản thu này dự kiến sẽ đủ để đáp ứng chỉ tiêu doanh thu của năm trong khi có thể vượt kế hoạch lợi nhuận, gồm có:
  - Khu dân cư Intresco 6B – Lô 6 (tổng doanh thu 100 tỷ, lợi nhuận khoảng 50 tỷ, hạch toán một phần vào 2009 và phần còn lại vào 2010),
  - Nguồn thu từ hoạt động xây lắp (khoảng 100 tỷ một năm với biên lợi nhuận 5-10%)
  - Cho thuê các mặt bằng bất động sản (các ngôi nhà ở quận 1, quận 3, mặt bằng thương mại ở tầng trệt và tầng thượng khu An Cư – An Khang...)
  - Hạch toán nốt các dự án cũ (Bình Hòa, Phong Phú, vài % doanh thu lợi nhuận).

**Tính khả thi của kế hoạch 2009:** Năm 2009, Intresco có kế hoạch doanh thu 748 tỷ, lợi nhuận 100 tỷ tương đương EPS 4,347 VND hoặc mức P/E 2009 kế hoạch khoảng 18.4x. Hết quý 2/2009, doanh thu đạt 426 tỷ và lợi nhuận đạt 81 tỷ, căn cứ tiến trình bán khá khả quan của dự án An Khang và căn nhà 27 Tú Xương, chúng tôi tin rằng việc hoàn thành chỉ tiêu lợi nhuận năm 2009 của Intresco là khả thi. Theo ước tính sơ bộ của chúng tôi (xem bảng trên), lợi nhuận năm 2009 của ITC hoàn toàn có cơ sở đạt tới mức 200-255 tỷ. Tuy nhiên việc hạch toán doanh thu lợi nhuận ở mức độ nào trong 2009 sẽ hoàn toàn tùy thuộc chính sách tăng trưởng của công ty khi xem xét khả năng kinh doanh năm sau (2010). Với quan điểm thận trọng, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ lựa chọn hạch toán lợi nhuận sau thuế quanh mức 150 tỷ đồng, tương đương mức EPS khoảng 6,513 VND và P/E 2009 vào khoảng 12.28x (sử dụng giá thị trường OTC 80,000 VND)

**Các dự án chính được hạch toán trong 2010**

	Địa điểm	Vốn Intresco (tỷ)	Sở hữu	Diện tích theo tỷ lệ	Doanh thu '10 (tỷ)	Lợi nhuận TT'10 (tỷ)	Thực trạng/ Tiến độ
Cao ốc An Khang	Quận 2	520	100%	45837 m <sup>2</sup> sàn	400	120	Hạch toán nốt từ 2009
Cao ốc Thịnh Vượng	Quận 2	113	70%	14890m <sup>2</sup> sàn	176	63	Đang xây dựng phần thô
Khu dân cư Đa Phước	Bình Chánh	264.2	50%	5.9ha	250	75	Đất sạch đã giải toả xong, đã duyệt 1/500
Khu dân cư Gia Hoà	Bình Chánh	13.5		3167m <sup>2</sup> nền	26	12.5	Đất trống, giá vốn >10 tỷ, bán đất hoặc xây nhà
Cao ốc thương mại và căn hộ Giai Việt	Quận 8	632.5	20%	64609m <sup>2</sup> sàn	TBC	TBC	Đất trống, thiết kế thi công và thủ tục xây dựng
Tầng trệt/thượng cao ốc An Cư An Khang	Quận 2				1.22	0.61	Đang cho thuê với giá 10-12USD/m <sup>2</sup>
Khu dân cư 6B lô 8	Bình Chánh			7798m <sup>2</sup> nền	50	25	Hạch toán nốt từ 2009
Hoạt động xây lắp					100	5 - 10	
<b>Tổng cộng</b>					<b>1003.22</b>	<b>296.11</b>	<b>KH 852 tỷ doanh thu, 112 tỷ lợi nhuận</b>

\*\* Nguồn: Intresco, SSI ước tính

**Các dự án chính đóng góp vào kết quả kinh doanh 2010 gồm có:**

- ❖ **Dự án Cao ốc Chung cư An Khang – Quận 2:** khoảng 50% còn lại của dự án sẽ được hạch toán vào 2010.
- ❖ **Dự án Cao ốc Thịnh Vượng – Quận 2:** với diện tích mặt bằng 3549m<sup>2</sup>, ITC góp vốn 70% và tỷ lệ sở hữu tương ứng 14,890m<sup>2</sup> sàn căn hộ (141 căn), mức giá khoảng gần 20 triệu/m<sup>2</sup>, đang xây dựng phần thô trong 2009. Tổng doanh số tương ứng với phần vốn góp của ITC khoảng 176 tỷ với lợi nhuận 63 tỷ, dự kiến sẽ hạch toán toàn bộ vào 2010.
- ❖ **Khu dân cư Đa Phước – Bình Chánh:** đầu quý 1/2010 dự kiến sẽ khởi công xây dựng hạ tầng kỹ thuật, phần diện tích thuộc quyền kinh doanh của ITC (50%) khoảng 5.9ha (2.5ha đất ở), giá khoảng 10 triệu/m<sup>2</sup> với giá vốn khoảng 60-70%. Tổng doanh số tương ứng phần vốn góp của ITC khoảng 250 tỷ với biên lợi nhuận 30%, dự kiến hạch toán phần lớn vào 2010 và một phần nhỏ sang 2011.

- ❖ **Các dự án nguồn thu khác:** bên cạnh các nguồn thu cho thuê bất động sản, mặt bằng thương mại, hoạt động xây lắp như trên, trong 2010 ITC còn một số dự án khác như khu dân cư Gia Hòa – Bình Chánh (3617m<sup>2</sup> mặt bằng), một phần nhỏ cao ốc văn phòng chung cư Giai Việt – Quận 8 (Intresco-Hoàng Anh Gia Lai 50-50, hạch toán chủ yếu sang 2011)...

**Tính khả thi của kế hoạch 2010:** Năm 2010, kế hoạch doanh thu của ITC là 852 tỷ và lợi nhuận 112 tỷ. Theo ước tính sơ bộ của chúng tôi như đã trình bày trong bảng trên, công ty có khả năng đạt mức doanh thu cao hơn 20% so với kế hoạch và mức lợi nhuận có thể đạt hơn 200% so với kế hoạch trong điều kiện bình thường.

Tuy nhiên, chúng tôi quan ngại về sức cầu của thị trường căn hộ và khu dân cư trong 2010, cụ thể:

- ❖ Hiện tại, theo công ty cho biết, tốc độ thanh toán của 78 căn hộ còn lại trong dự án Cao ốc chung cư An Khang hơi chậm hơn so với mong đợi, có thể một phần do mức giá trung bình 26-28 triệu/m<sup>2</sup> của các căn hộ An Khang đã trở nên kém phần hấp dẫn trong bối cảnh tín dụng bất động sản có xu hướng thất lại, và luật thuế bất động sản mới áp dụng đã gây sức ép lên khả năng thanh toán của người tiêu dùng/giới đầu tư.
- ❖ Căn hộ chung cư Thịnh Vương và khu dân cư Đa Phước tuy mặt bằng giá tương đối mềm hơn và có khả năng điều chỉnh giá tùy theo biến động của thị trường, nhưng cũng sẽ chịu những sức ép tương tự từ tín dụng và rủi ro thanh toán.
- ❖ Hoạt động tổ chức bán hàng của công ty: trong thời kỳ trước công ty chưa thực sự tỏ ra năng động trong các hoạt động phát triển thương hiệu và xúc tiến bán hàng, chủ yếu là người mua tìm đến với công ty vì tin tưởng vào thương hiệu Intresco. Từ 2009, công ty bắt đầu chú trọng đến khía cạnh này, mở sàn giao dịch bất động sản tại trụ sở của công ty, nhưng chúng tôi tin rằng công ty còn có thể đầu tư phát triển nhiều hơn vào khâu quảng bá xúc tiến giao dịch.

Bên cạnh đó, việc hạch toán doanh thu lợi nhuận trong 2010 tiếp tục tùy thuộc vào chính sách tăng trưởng của công ty so với 2009 và viễn cảnh 2011. Do vậy, chúng tôi tin rằng khả năng đạt kế hoạch doanh thu 2010 của công ty ở mức trung bình và khả năng vượt kế hoạch lợi nhuận 2010 là tương đối cao. Với giả định thận trọng rằng công ty sẽ dự kiến tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế so với 2009 ở khoảng 20%, chúng tôi cho rằng EPS 2010 trong trường hợp thông thường có thể đạt trên mức 7,815 VND, tương đương P/E 2010 khoảng 10.23x (sử dụng giá thị trường OTC 80,000VND). Đây là mức định giá khá hấp dẫn với ngành bất động sản.

Nhà đầu tư cũng cần lưu ý rằng, trong điều kiện kinh doanh năm 2010 không quá khó khăn, công ty có thể lựa chọn hạch toán mức lợi nhuận cao hơn khoảng 1.64 lần so với kỳ vọng này, tương đương với mức P/E 2010 trong tình huống tốt có thể giảm xuống 6.5x.

#### Các dự án chính được hạch toán từ 2011

	Địa điểm	Vốn Intresco (tỷ)	Sở hữu	Diện tích theo tỷ lệ	Doanh thu/Lợi nhuận	Thực trạng/ Tiến độ
Tầng trệt/thượng cao ốc An Cư và An Khang	Quận 2	1265		6000m <sup>2</sup> sàn	Hàng năm	Đang cho thuê với giá 10-12USD/m <sup>2</sup>
Hoạt động xây lắp					Hàng năm	
KDC Long Thới - Nhơn Đức	Nhà Bè	1636.8	100%	48.2ha	Hạch toán một phần	Đất sạch 38/48ha. Giai đoạn 1 xây dựng 30 ha, trong đó đất thương phẩm 15ha
Cao ốc căn hộ Intresco Hải Âu	Quận 9	501.6	40%	142600m <sup>2</sup> sàn	hoặc toàn bộ vào năm 2011, kế hoạch doanh thu 1035 tỷ, lợi nhuận 131 tỷ	Đất sạch đã hoàn thành thủ tục pháp lý
Khu dân cư Phước Kiển	Nhà Bè	1000	34%	31ha		Đất sạch 90%
Khu dân cư Tương Bình Hiệp	Bình Dương	525.6	100%	33.9ha		Được UBND địa phương địa điểm đầu tư, đền bù được 28%
Khu dân cư Intresco 6A	Bình Chánh	223.6	100%	6.9ha		Đền bù 80% diện tích đất dự án, điều chỉnh quy hoạch 1/500
Cao ốc thương mại và căn hộ Giai Việt	Quận 8	633	0	64609m <sup>2</sup> sàn		Đất trống, đang thiết kế thi công và thủ tục pháp lý để xây dựng
Khu dân cư Tăng Nhơn Phú A&B	Quận 9	1265	100%	43ha	2012	UBND địa phương địa điểm đầu tư, giải toả 15%
Khu CN Bàu Rong - Bàu Hai Năm	Tây Ninh	1500	100%	356ha	2012	Đang lập phương án đền bù
Khu nhà Sinh thái Long Phước	Quận 9	1620	100%	105.2ha	2013	Được chấp thuận đầu tư, đền bù được 20%
Khu hỗn hợp Long Sơn Long Bình	Quận 9	860.9	90%	115188m <sup>2</sup> sàn	2013	Đang chờ điều chỉnh quy hoạch 1/2000
Cao ốc 146 Nguyễn Văn Trỗi / 223 Hoàng Văn Thụ	Phú Nhuận	740	100%	34210m <sup>2</sup> sàn	2013	Đang lập thủ tục chuẩn bị đầu tư
Cao ốc hỗn hợp 83 Lý Chính Thắng	Quận 3	2670	100%	77320m <sup>2</sup> sàn	2014	Đã được chấp thuận đầu tư, đang lập phương án di dời 40% mặt bằng còn lại

\*\* Nguồn: Intresco, SSI tổng hợp

**Nhận định tổng quát:** Có thể nhận thấy một yếu tố thuận lợi đáng chú ý là hầu hết các dự án cho năm 2011 đều là đất sạch hoặc đã giải tỏa gần xong, tương đối sẵn sàng cho thi công. Do bối cảnh kinh doanh bất động sản 2011 còn chưa rõ ràng nhìn từ thời điểm này, chúng tôi vẫn thiên về quan điểm tính thanh khoản thị trường căn hộ chung cư và khu dân cư trong vài năm tới sẽ tiếp tục chịu ảnh hưởng từ tín dụng và sức cầu có hạn của thị trường trong phân khúc này. Tuy vậy, chúng tôi cũng nhận định rằng trong điều kiện bình thường, kế hoạch doanh thu lợi nhuận 2011 của ITC là tương đối thận trọng so với tiềm năng của công ty.

Đối với các dự án hạch toán trong giai đoạn 2012-2014, chúng tôi nhận thấy rằng lộ trình giải tỏa còn kéo dài và đây cũng chính là mối lo ngại đáng kể về tính chắc chắn của các kế hoạch kinh doanh trong thời kỳ này. Bên cạnh đó, một nét đáng lưu ý là hiện mặt bằng hơn 2500m<sup>2</sup> ở quận Phú Nhuận (146 Nguyễn Văn Trỗi và 223 Hoàng Văn Thụ) đã có chào mua với mức giá 440 tỷ, thanh toán ngay 50% và trả chậm 50%. Công ty cũng đang có một lựa chọn khác là xây dựng khu cao ốc hỗn hợp tại đây, dự kiến khai thác kinh doanh từ 2013. Nếu công ty dự kiến chuyển giao mặt bằng này theo chào mua trên trong giai đoạn 2009-2010, một khoản thu bất thường sẽ được ghi nhận sớm hơn dự kiến.

### Các dự án và quỹ đất khác

Bên cạnh chuỗi dự án 2009 – 2014 trên, hiện công ty còn sở hữu một quỹ đất/nhà khá phong phú ở các quận nội thành Hồ Chí Minh, Hà Nội và một số tỉnh lân cận.

	Địa điểm	Diện tích đất	Chi tiết
Nhà 18 Nguyễn Bình Khiêm	Quận 1	346m <sup>2</sup> mặt bằng	Trụ sở công ty
Nhà 20 Nguyễn Bình Khiêm	Quận 1	84.7m <sup>2</sup> mặt bằng	Bất động sản cho thuê
Nhà 16 Nguyễn Đình Chiểu	Quận 1	372m <sup>2</sup> mặt bằng	TBC
Nhà 68-70 Đồng Du	Quận 1	149m <sup>2</sup> mặt bằng	Bất động sản cho thuê
Nhà 26 Phùng Khắc Khoan	Quận 1	744.7m <sup>2</sup> mặt bằng	Bất động sản cho thuê
Nhà 78 Võ Thị Sáu	Quận 1	332.49m <sup>2</sup> mặt bằng	Bất động sản cho thuê
Khu dân cư Bình Trưng Đông	Quận 2	9371m <sup>2</sup> mặt bằng	Dự án có đất. Đầu tư 43,8 tỷ, dự kiến doanh thu 69 tỷ lợi nhuận 25 tỷ
Khu chung cư/dân cư lô E An Phú	Quận 2	4148m <sup>2</sup> mặt bằng	Dự án có đất, sẽ phát triển trong tương lai
Khu dân cư phường An Phú	Quận 2	4.5ha đất nền	Dự kiến đầu tư 66.3 tỷ, doanh thu 85 tỷ, lợi nhuận 18.7 tỷ
Cao ốc văn phòng lô E An Phú An Khánh (1 khu E1, 2 khu E4)	Quận 2	11688m <sup>2</sup> mặt bằng	Đang làm thủ tục đầu tư
Nhà 106 Lý Chính Thắng	Quận 3	976.1m <sup>2</sup> mặt bằng	Chuyển nhượng để góp vốn vào cao ốc hỗn hợp 83 Lý Chính Thắng
Nhà số 6F Ngô Thời Nhiệm	Quận 3	455.7m <sup>2</sup> mặt bằng	Bất động sản cho thuê
Cao ốc hỗn hợp Intresco	Quận 3	TBC	
Khu dân cư chính trang Lý Thái Tổ	Quận 3	TBC	
Khu dân cư Phường 7	Quận 8	2227m <sup>2</sup> mặt bằng	Đầu tư 9.4 tỷ, dự kiến doanh thu 20.2 tỷ lợi nhuận 10.8 tỷ
Cao ốc căn hộ Satic - Intresco	Quận 9	2.5ha mặt bằng	Đang xin chuyển mục đích sử dụng đất nhà xưởng sang xây chung cư
Khu dân cư 6B - Lô 4	Bình Chánh	32722m <sup>2</sup> mặt bằng	Chuyển nhượng công ty Quốc Cường Gia Lai
Khu hỗn hợp xã Tân Kiên	Bình Chánh	23686m <sup>2</sup> sàn	Đang xin chủ trương đầu tư
Khu dân cư Trung Sơn	Bình Chánh	13736m <sup>2</sup> đất nền	Khu A khu D khu G, bất động sản cho thuê làm trường học
Khu dân cư 6A Intresco	Bình Chánh	6.9ha mặt bằng	Dự kiến đầu tư 223.6 tỷ, doanh thu 250 tỷ, lợi nhuận 26.4 tỷ
Khu dân cư Nhơn Đức	Nhà Bè	1ha đất tự nhiên	Dự án có đất, sẽ phát triển trong tương lai.
Cao ốc Điện Biên Phủ	Bình Thạnh	4241m <sup>2</sup> mặt bằng	Chuẩn bị di dời, đang lập thủ tục đầu tư
Nhà 235 Xô Viết Nghệ Tĩnh	Bình Thạnh	77m <sup>2</sup> mặt bằng	TBC
Nhà 778 Nguyễn Kiệm	Phú Nhuận	71m <sup>2</sup>	Bất động sản cho thuê
Cao ốc chung cư 46 Láng Hạ	Hà Nội	TBC	Đang đền bù đất xây cao ốc, hợp tác góp vốn
Cao ốc căn hộ 250-252 Minh Khai	Hà Nội	91050m <sup>2</sup> sàn	Chuẩn bị di dời, lập thủ tục đầu tư
KDC Phước Thiện, Nhơn Trạch	Đồng Nai	55ha đất nền	Đang đền bù 50%, đang thương thảo hợp tác góp vốn

\*\*\*\* Ngoài ra còn có 6-7 dự án cao ốc khác ở các quận nội thành, góp vốn với các đơn vị, đang trong quá trình xin chủ trương đầu tư: số 2 Lê Duẩn Q1, 76 Hai Bà Trưng Q1, 134 Nguyễn Biểu Q5, 445-449 Gia Phú và 270-277 Quận 6....

Nguồn: Intresco, SSI tổng hợp



## Nhận định chung về quỹ đất của Intresco

Các đặc điểm chính của hiện trạng quỹ đất ITC là:

- ❖ Mặt bằng cho các dự án chủ chốt hạch toán trong giai đoạn 2009-2011 chủ yếu là đất sạch với diện tích đủ lớn, đã/đang tiến hành thi công, là cơ sở vững chắc cho các kế hoạch kinh doanh trong thời kỳ này.
- ❖ Mặt bằng các dự án chủ chốt trong giai đoạn 2012-2014, lộ trình giải tỏa mới ở giai đoạn đầu và đây cũng là một yếu tố nhà đầu tư cần quan tâm theo dõi trong thời gian tới.
- ❖ Phần lớn các mặt bằng khác trong Quận 1, Quận 2, Quận 3, Quận 9, Phú Nhuận có diện tích nhỏ lẻ dưới 500m<sup>2</sup> có nhà/biệt thự ở trên, thích hợp cho việc chuyển nhượng với tỷ suất lợi nhuận cao (do giá vốn đầu tư rất thấp thường trước năm 2000). Theo quan điểm của chúng tôi, đây là một nguồn thu khá quan trọng của công ty. Một lựa chọn khác là nỗ lực giải tỏa các mặt bằng lân cận để tạo diện tích lớn thích hợp cho phát triển cao ốc, nhưng chúng tôi tin rằng khả năng này là hạn chế với những vị trí như vậy.
- ❖ Một số mặt bằng dùng cho phát triển khu dân cư ở Quận 2, Bình Chánh, Nhà Bè, Quận 8, Bình Thạnh, Đồng Nai... có diện tích lớn, song hầu hết mới đang trong giai đoạn chuẩn bị thủ tục đầu tư. Trong nhóm này, một số mặt bằng có ý định chuyển nhượng, tỷ suất lợi nhuận ở mức trung bình đến cao theo những ước tính ban đầu nhưng quy mô lại không đủ lớn để trở thành trụ cột cho kế hoạch kinh doanh trong một năm nào đó của công ty.

Chúng tôi cũng xin lưu ý nhà đầu tư về tiến trình định giá lại quỹ đất của Intresco. Hiện tại Intresco đang thuê đối tác nước ngoài định giá lại một phần danh mục dự án tài sản của mình, trong đó bao gồm 9 căn nhà (quận 1, quận 3, Phú Nhuận, Bình Thạnh), các cao ốc An Cư, An Khang, Thịnh Vượng, Hải Âu, Giai Việt và các cao ốc khu E An Phú An Khánh. Giá trị thặng dư từ việc định giá này dự kiến sẽ tăng thêm NAV của ITC thêm khoảng 30%, và nhà đầu tư cũng cần lưu ý đến các hoạt động định giá tương tự trong tương lai của công ty.

Trên hết, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư cần quan tâm tới một lợi thế của Intresco mà không nhiều doanh nghiệp trong ngành bất động sản có được, đó là mối quan hệ chặt chẽ với nhà nước và các cơ quan quản lý (tỷ lệ sở hữu của Tổng công ty Địa ốc Sài Gòn là 16.15%). Do đó, trong khi nhà đầu tư đã có thể nhìn thấy một điểm dừng trong quỹ đất của một số doanh nghiệp bất động sản niêm yết trong vài năm tới, chúng tôi tin rằng khả năng tăng quỹ đất của Intresco vẫn thuộc nhóm mạnh nhất trong ngành, quỹ đất cũng như các cơ hội hợp tác góp vốn trong các dự án còn có thể mở rộng theo thời gian. Đây là yếu tố quan trọng sống còn hàng đầu với các doanh nghiệp bất động sản.

## MỘT SỐ VẤN ĐỀ ĐÁNG LƯU Ý TỪ BÁO CÁO TÀI CHÍNH

### Quản trị dòng tiền

Cho đến thời điểm cuối năm 2008, lưu chuyển dòng tiền của Intresco thường xuyên là một vấn đề cần quan tâm: Lưu chuyển tiền mặt từ hoạt động kinh doanh (CFO) thường xuyên âm cùng với những khoản đầu tư lớn (CFI), công ty phải sử dụng đến nguồn vốn thặng dư từ phát hành (2007) hoặc thường xuyên phải vay nợ nhiều để tài trợ vốn lưu động và các đầu tư khác (2007 – 2008).

Tuy nhiên kể từ đầu năm 2009, cơ cấu dòng tiền của Intresco đã có những chuyển biến tích cực, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh CFO đã trở nên mạnh hơn nhiều. Nhờ việc kiểm soát các khoản phải trả nhà cung cấp tốt hơn, năm 2009 công ty không cần dựa vào nguồn đi vay để tài trợ vốn lưu động và đầu tư nữa mà thậm chí còn sử dụng CFO để trả một phần lớn các khoản nợ dài và ngắn hạn, giảm phần nào chi phí lãi vay trong tương lai.

Đơn vị: Triệu đồng	2007	2008	2H2009
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh CFO	(1,284,287)	(212,158)	148,492
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư CFI	(131,543)	(47,534)	(27,200)
Phát hành vốn	890,673	30,035	0
Tiền đi vay	777,907	836,309	10,000
Trả nợ vay	(188,033)	(606,151)	(119,000)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính CFF	1,473,529	221,910	(109,734)
<b>Tổng lưu chuyển dòng tiền trong kỳ</b>	<b>57,699</b>	<b>(37,782)</b>	<b>11,558</b>

Nguồn: Báo cáo tài chính, Intresco

Tuy nhiên chúng tôi cũng có một chút lo ngại về chính sách ghi nhận doanh thu của công ty dựa trên sự chấp nhận thanh toán của khách hàng chứ không phải dựa trên dòng tiền vào. Đồng thời, nhà đầu tư cũng nên lưu ý là trong cơ cấu thực trả chi phí lãi vay, phần lãi trả cho các khoản vay phát triển dự án chủ yếu được vốn hoá, chỉ có phần lãi cho các khoản vay thuộc các hoạt động chung của công ty mới được hạch toán vào báo cáo kết quả kinh doanh các kỳ. Vì vậy xét trên phương diện quản lý dòng tiền, chỉ tiêu lãi vay có ý nghĩa hơn là khoản mục lãi vay trên báo cáo ngân lưu, thường cao khoảng gấp 3 lần so với chi phí lãi vay được hạch toán vào lợi nhuận trong kỳ.

**Cơ chế ghi nhận doanh thu của Intresco (nguồn: Báo cáo bạch)**

Doanh thu bán hàng: khi có nghiệm thu, bàn giao, khách hàng chấp nhận thanh toán;  
Doanh thu cung cấp dịch vụ: khi cung ứng dịch vụ và khách hàng chấp nhận thanh toán;  
Doanh thu hoạt động tài chính: theo thực tế phát sinh

**Một số khoản mục quan trọng trên báo cáo tài chính**

<b>Cơ cấu tài sản Intresco 30/06/2009</b>	<b>VND</b>	<b>%</b>
Tổng tài sản	2,807,435,179,712	100%
Tài sản ngắn hạn	2,582,323,758,362	91.98%
Tài sản dài hạn	225,111,421,350	8.02%
Nợ phải trả	1,495,414,492,245	53.27%
Vốn chủ sở hữu	1,312,020,687,467	46.73%

*Nguồn: Báo cáo tài chính quý 2, Intresco*

**Các khoản phải thu ngắn hạn** (1025 tỷ, 36.5% tổng tài sản): bên cạnh các khoản phải thu từ khách hàng (248 tỷ) cho các dự án đã đưa vào khai thác kinh doanh, khoản 773 tỷ trả trước người bán là dưới dạng các hợp đồng góp vốn hợp tác kinh doanh trong các dự án đang/sắp tiến hành xây dựng. Nổi bật lên trong số này là các hợp đồng góp vốn với tập đoàn Quốc Cường Gia Lai với tỷ trọng gần 70% tổng số vốn góp hợp tác với bên ngoài của Intresco. Chúng ta cũng cần lưu ý phần nhiều các hợp đồng góp vốn này là bằng đất hoặc bằng tiền, do đó với quan điểm thận trọng khi tính các chỉ số thanh toán cho ITC, nhà đầu tư cần cân nhắc việc loại trừ các khoản mục góp vốn này để có được cảm nhận tốt hơn về các chỉ tiêu thanh toán của Intresco.

**Khoản mục chi phí xây dựng dở dang trong hàng tồn kho** (1503 tỷ, 53.5% tổng tài sản): chủ yếu là giá trị đầu tư tính đến thời điểm hiện tại các dự án đang tiến hành xây dựng, nhằm phục vụ cho kế hoạch kinh doanh những năm tới của công ty cũng như thể hiện giá trị đầu tư vào quỹ đất của công ty. Nổi bật lên là các dự án An Khang, Long Thới, Long Phước, dự án khu 6A, Thịnh Vương, Nguyễn Văn Trỗi/Hoàng Văn Thụ (Phú Nhuận).

**Đầu tư tài chính dài hạn vào công ty con và công ty liên kết** (241 tỷ, 8.5% tổng tài sản): phần lớn trong số này là đầu tư vào các doanh nghiệp cùng ngành nhằm tăng cường hợp tác phát triển. Chi tiết các khoản đầu tư xin xem phụ lục phía dưới

**Nguồn vốn vay** (731 tỷ, 26% tổng tài sản): Tỷ lệ vay này cho thấy rằng mức đòn bẩy tài chính hiện tại của Intresco khá an toàn. Đồng thời ngoài việc vay ngân hàng, Intresco có khoản vay tập đoàn Satra 300 tỷ vào cuối năm 2008 và dự kiến trả phần lớn trong năm 2009, điều này cho thấy khả năng quan hệ và hợp tác tốt đẹp của ban lãnh đạo với một số tập đoàn kinh tế lớn khác.

**Khoản phải trả - người mua trả tiền trước** (521 tỷ, 18.5% tổng tài sản): đây là nguồn doanh thu tiềm năng dự kiến sẽ hạch toán trong nửa cuối năm 2009 và sau đó, tùy thuộc vào tiến trình xây dựng và bàn giao nghiệm thu của các dự án tới người mua. Do đó việc thanh toán nghĩa vụ này sẽ chủ yếu bằng giao sản phẩm chứ không phải bằng tiền, chúng tôi tin rằng nhà đầu tư cũng cần cân nhắc loại trừ khoản mục này ra khỏi các khoản phải trả để có cảm nhận tốt hơn về các chỉ tiêu thanh toán của Intresco.

Chỉ tiêu thanh toán hiện tại	1.68x
Chỉ tiêu thanh toán hiện tại, điều chỉnh cho các khoản phải thu (góp vốn) và phải trả (doanh thu nhận trước)	2.36x

*Nguồn: Báo cáo tài chính quý 2 Intresco*

Như vậy sau điều chỉnh cho khoản phải thu và phải trả trên, chỉ tiêu thanh toán của Intresco khá an toàn ở mức 2.36x.

**Lượng vốn thặng dư lớn** (938 tỷ, 33.4% tổng tài sản): với lượng vốn thặng dư lớn gấp bốn lần vốn điều lệ, có nhiều xác suất Intresco sẽ chia tách cổ phiếu tăng vốn trong tương lai nhằm tăng tính hấp dẫn của cổ phiếu.

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ VÀO CỔ PHIẾU ITC

### Thuận lợi và hạn chế của cổ phiếu ITC

#### Thế mạnh/ Thuận lợi

- Sức hấp dẫn và tiềm năng phát triển của ngành Bất động sản Việt Nam trong tương lai.
- Thương hiệu vững mạnh, có uy tín trên thị trường. Chất lượng sản phẩm và dịch vụ được khẳng định.
- Xây dựng được quỹ nhà và đất tương đối lớn, với mức giá vốn rẻ từ nhiều năm trước.
- Các dự án được chuẩn bị tốt về thủ tục pháp lý, tiến độ giải tỏa tương đối thuận lợi.
- Đội ngũ lãnh đạo kinh nghiệm, có quan hệ tốt với nhà nước và cơ quan quản lý, khả năng phát triển quỹ đất cao.
- Quan hệ tốt với các ngân hàng và tập đoàn kinh tế, cơ cấu vốn - nợ vay ổn định, khả năng huy động vốn vay cao.
- Các lĩnh vực kinh doanh địa ốc, xây lắp, bê tông hỗ trợ tốt cho nhau, tạo năng lực cạnh tranh tốt.
- Các kế hoạch doanh thu – lợi nhuận trong giai đoạn 09-10 rõ ràng và có mức độ khả thi cao.
- Giá trị sổ sách có chất lượng, nhiều tiềm năng thặng dư từ việc định giá lại quỹ nhà đất trong tương lai, ảnh hưởng tích cực tới giá cổ phiếu.
- Lượng thặng dư vốn cao, khả năng chia tách tăng vốn lớn, tăng mức độ hấp dẫn của cổ phiếu.

#### Điểm yếu/ Khó khăn

- Ảnh hưởng của quản lý tăng trưởng tín dụng đến sức mua của thị trường trong giai đoạn 2009 – 2011, ảnh hưởng tới tiến độ bán hàng và thu tiền các dự án của công ty.
- Các rủi ro của ngành: rủi ro suy thoái kinh tế, biến động tỷ giá, lãi suất, sự thay đổi về luật pháp và chính sách quy hoạch đất đai của nhà nước, rủi ro biến động giá vật liệu xây dựng, các sự kiện bất thường...
- Những lo ngại về khả năng quản trị dòng tiền từ hoạt động kinh doanh chính (CFO), khả năng phải phụ thuộc nhiều hơn vào vốn vay để tài trợ các dự án tương lai và phát sinh tăng của chi phí lãi vay.
- Mức độ kiên trì trong việc theo đuổi thực hiện dự án tới cùng nhằm tận dụng tối đa mức độ sinh lời của quỹ đất.
- Nhóm chỉ tiêu sinh lời (ROA, ROE) rất thấp (tuy nhiên có khả năng tăng nhanh). Lượng tiền mặt thấp. Doanh số hàng năm còn thấp so với cơ sở tài sản gần 3000 tỷ.
- Hạn chế trong hoạt động marketing và xúc tiến bán hàng, tăng cường nhận thức của cộng đồng đầu tư về sức mạnh và giá trị của công ty cũng như các dự án đang tiến hành.
- Niềm yếm trong bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam đi vào một giai đoạn có nhiều biến động phức tạp và tâm lý nhà đầu tư có nhiều yếu tố không thực sự ổn định.

### Giá chào sàn, P/B, P/E và so sánh với một số công ty trong ngành

	P/E 2009	P/B 6-2009	ROA 2009	ROE 2009
ITC (giá OTC 80,000/cp)	12.28x	1.40x	5.34%	11.43%
ITC (giá chào sàn 55,000/cp)	8.44x	0.96x	5.34%	11.43%
BCI	8.40x	2.09x	10.53%	18.80%
SJS	14.0x	4.5x	20.1%	31.80%

Nguồn: SSI

Trong danh sách nghiên cứu của chúng tôi, SJS và BCI là hai doanh nghiệp có nhiều điểm tương đồng với ITC nhất do cùng tập trung vào hai phân khúc chung cư và khu dân cư, cũng như có thương hiệu tốt và quỹ đất lớn. Riêng BCI và ITC cùng tham gia mở rộng sang phân khúc phát triển khu công nghiệp. Vì vậy chúng tôi chỉ lựa chọn hai cổ phiếu này để so sánh với ITC.

**Mức giá lên sàn và giá trị sổ sách:** ITC dự định chào sàn với mức giá 55,000 VND/cổ phiếu, thấp hơn giá trị sổ sách vào thời điểm 30/6/2009 là xấp xỉ 57,000 VND. Bên cạnh đó, một bộ phận các tài sản quỹ đất và nhà của Intresco như liệt kê bên trên đang được thể hiện trên báo cáo tài chính là tính theo mức giá lịch sử (giá gốc), nếu công ty tiến hành định giá lại cho tất cả các tài sản này thì sẽ có thêm một lượng thặng dư khá cao. Chúng tôi tin rằng với chất lượng giá trị sổ sách như vậy, cổ phiếu Intresco xứng đáng được giao dịch ở một mức giá cao hơn giá trị sổ sách. Khi so sánh với SJS và BCI trên phương diện này thì ITC tỏ ra hấp dẫn hơn hẳn với mức P/B thấp dưới 1.

Đồng thời theo phỏng vấn với ban lãnh đạo công ty, Intresco đã bắt đầu tiến hành định giá lại một phần tài sản đất đai quỹ nhà của mình, và theo ước tính sơ bộ của chúng tôi mức NAV tăng thêm từ việc định giá này vào khoảng 13,000 – 18,000 VND/ cổ



phiếu trong giai đoạn đầu. Với mức NAV thặng dư này, chúng tôi tin rằng mặt bằng giá mà cổ phiếu Intresco hướng tới trong thời gian đầu lên sàn sẽ vào khoảng 75,000 VND/cổ phiếu, khá gần với mặt bằng trên thị trường OTC trong thời gian gần đây.

**Mức giá lên sàn và P/E:** Với nhận định công ty sẽ hạch toán lợi nhuận ở quanh mức 150 tỷ năm nay, P/E 2009 của ITC dao động quanh mức 12.28x ở mức giá 80,000 trên thị trường OTC hoặc 8.44x ở mức giá chào sàn 55,000. Nhà đầu tư cần lưu ý rằng mức P/E kì vọng này dựa trên giả thiết tương đối thận trọng của chúng tôi về lợi nhuận 2009 của ITC là 150 tỷ (kế hoạch 100 tỷ, 1H2009 đạt 81 tỷ). Công ty hoàn toàn có cơ sở để lựa chọn hạch toán mức lợi nhuận cao hơn khoảng gấp rưỡi ước tính này chỉ dựa trên dự án An Khang và nhà 27 Tú Xương. Mặt khác, nhà đầu tư có thể sẽ tích hợp thực trạng hiệu quả sinh lời hạn chế của tài sản và vốn chủ sở hữu (ROA và ROE thấp hơn hẳn SJS và BCI) vào giá ITC trong thời gian tới khi cổ phiếu chào sàn, phần nào hạn chế khả năng tăng của cổ phiếu này.

Dù vậy, theo chúng tôi xét trên phương diện P/E thì mức giá chào sàn của ITC cũng là khá hấp dẫn khi so sánh với SJS và tương đương với BCI.

### Quan điểm đầu tư vào cổ phiếu ITC

Như vậy, với những nhận định về mức độ của hấp dẫn của giá trong mối tương quan với giá trị sổ sách và EPS 2009, qua việc so sánh với một số công ty niêm yết trong ngành và xem xét tới những thuận lợi khó khăn trong hoạt động kinh doanh của Intresco trong thời gian tới, chúng tôi tin rằng Intresco hội tụ nhiều yếu tố của một cơ hội đầu tư tốt như: Mức giá chào sàn thấp hơn nhiều so với giá trị sổ sách thực sự, kế hoạch kinh doanh 2009 – 2010 khả thi và mức P/E tương đối thấp, bằng cân đối kế toán lành mạnh với mức độ đòn bẩy tài chính an toàn, thế mạnh về quỹ đất và thiết lập được mối quan hệ tốt với các cơ quan chức năng trong ngành, tiềm năng lợi nhuận từ định giá tài sản cao, lượng thặng dư phát hành cao và thương hiệu vững mạnh. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu ITC ở mức giá chào sàn 55,000 VND một cổ phiếu.

Những vấn đề nhà đầu tư cần lưu ý với cổ phiếu này là: Khả năng quản lý dòng tiền trong tương lai của công ty, mức độ sinh lời còn khá thấp so với trung bình ngành (phụ thuộc vào chính sách điều tiết tăng trưởng lợi nhuận), mức độ kiên trì đi đến cùng các dự án để tận dụng tối đa tiềm năng của quỹ đất, các rủi ro kinh tế vĩ mô - tín dụng cũng như các vấn đề về thị trường sức mua chung của toàn ngành.

**PHỤ LỤC: CÁC THÔNG SỐ TÀI CHÍNH****Báo cáo kết quả kinh doanh 2007 - 2009**

	<b>2007A</b>	<b>2008A</b>	<b>2Q2009</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>766,998,126,445</b>	<b>560,219,762,560</b>	<b>426,319,034,715</b>
Giá vốn hàng bán	(588,605,958,499)	(446,073,503,714)	(240,190,459,417)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>178,392,167,946</b>	<b>114,146,258,846</b>	<b>186,128,575,298</b>
Chi phí bán hàng	(12,663,414,903)	(10,578,877,386)	(7,896,162,467)
Chi phí quản lý	(40,023,314,205)	(36,407,299,738)	(27,208,137,593)
<b>Lợi nhuận từ HDKD (EBIT)</b>	<b>125,705,438,838</b>	<b>67,160,081,722</b>	<b>151,024,275,238</b>
Doanh thu tài chính	28,914,304,167	6,278,956,180	5,953,773,088
Chi phí tài chính	(11,177,846,510)	(22,478,400,883)	(58,534,926,640)
Tổng thu nhập bất thường	8,621,479,370	53,968,351,944	(142,720,703)
<b>Lợi nhuận từ hoạt động khác</b>	<b>26,357,937,027</b>	<b>37,768,907,241</b>	<b>(52,723,874,255)</b>
Tổng lợi nhuận trước thuế	152,063,375,865	104,928,988,963	98,300,400,983
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(41,484,850,754)	(28,851,995,218)	(16,688,265,751)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>110,578,525,111</b>	<b>76,076,993,745</b>	<b>81,612,135,232</b>
<b>EPS</b>		<b>3,534</b>	<b>3,543</b>

**Bảng cân đối kế toán 2007 - 2009**

	<b>2007A</b>	<b>2008A</b>	<b>2Q2009</b>
<b>Tiền mặt</b>	<b>67,363,745,126</b>	<b>29,581,312,265</b>	<b>41,138,285,709</b>
Tiền	65,176,772,676	29,131,312,265	18,338,285,709
Tương đương tiền	2,186,972,450	450,000,000	22,800,000,000
<b>Các khoản phải thu</b>	<b>1,265,610,713,868</b>	<b>1,202,851,687,402</b>	<b>1,025,485,022,810</b>
Phải thu thương mại	182,068,652,234	222,847,505,311	248,667,581,330
Trả trước cho người bán	1,052,153,772,244	968,462,189,781	773,073,358,153
Phải thu khác	35,932,307,281	16,284,125,013	8,486,216,030
Dự phòng phải thu khó đòi	(4,544,017,891)	(4,742,132,703)	(4,742,132,703)
<b>Hàng tồn kho</b>	<b>1,491,099,600,773</b>	<b>1,651,442,478,367</b>	<b>1,504,217,244,976</b>
Hàng tồn kho	1,491,099,600,773	1,651,442,478,367	1,504,217,244,976
<b>Tài sản ngắn hạn khác</b>	<b>18,800,341,753</b>	<b>10,126,714,898</b>	<b>11,483,204,867</b>
Chi phí trả trước	651,530,605	7,239,650,605	7,833,068,588
Thuế VAT	11,385,975,184	4,576,129	7,532,629
Tài sản khác	6,762,835,964	2,882,488,164	3,642,603,650
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>2,842,874,401,520</b>	<b>2,894,002,192,932</b>	<b>2,582,323,758,362</b>
<b>Phải thu dài hạn</b>	<b>62,000,000</b>	<b>62,000,000</b>	<b>62,000,000</b>
<b>Tài sản cố định</b>	<b>29,494,319,822</b>	<b>27,576,060,082</b>	<b>25,785,899,888</b>
Tài sản cố định hữu hình	21,274,767,142	27,502,144,926	25,694,776,399
Nguyên giá	35,733,822,397	42,906,623,757	42,956,866,598
Khấu hao lũy tiến	(14,459,055,255)	(15,404,478,831)	(17,262,090,199)
Tài sản cố định vô hình	-	-	17,208,333
Nguyên giá	-	-	17,700,000
Khấu hao lũy tiến	-	-	(491,667)
Xây dựng dở dang	8,219,552,680	73,915,156	73,915,156
<b>Bất động sản đầu tư</b>	<b>7,789,818,751</b>	<b>7,523,858,406</b>	<b>4,754,428,558</b>
Nguyên giá	8,130,160,132	8,130,160,132	5,167,857,132
Khấu hao lũy tiến	(340,341,381)	(606,301,726)	(413,428,574)
<b>Đầu tư dài hạn</b>	<b>178,569,224,000</b>	<b>231,776,744,000</b>	<b>194,231,349,040</b>
Đầu tư vào công ty con/LD	59,800,000,000	78,800,000,000	83,806,849,040
Đầu tư dài hạn khác	118,769,224,000	152,976,744,000	158,391,500,000

Dự phòng giảm giá	-	-	(47,967,000,000)
<b>Các tài sản dài hạn khác</b>	<b>1,844,585,606</b>	<b>697,697,499</b>	<b>277,743,864</b>
Chi phí trả trước dài hạn	1,088,923,801	697,697,499	277,743,864
Tài sản thuế hoãn lại	755,661,805		
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>217,759,948,179</b>	<b>267,636,359,987</b>	<b>225,111,421,350</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>3,060,634,349,699</b>	<b>3,161,638,552,919</b>	<b>2,807,435,179,712</b>
Nợ ngắn hạn	352,675,203,897	633,412,565,972	523,677,830,000
Phải trả thương mại	145,601,820,569	62,377,347,124	102,449,439,061
Người mua ứng trước	873,783,836,674	896,177,545,968	521,129,598,848
Thuế và phải trả nhà nước	73,801,224,359	93,004,599,333	93,024,272,667
Phải trả cán bộ nhân viên	32,471,006,777	12,205,320,363	12,718,947,470
Chi phí phải trả	950,076,000	3,885,449,266	13,575,449,824
Phải trả khác	106,855,889,576	23,771,456,232	20,055,028,238
Dự phòng phải trả ngắn hạn	2,698,792,162	47,687,883	41,423,018
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1,588,837,850,014</b>	<b>1,724,881,972,141</b>	<b>1,286,671,989,126</b>
Phải trả dài hạn			
Phải trả dài hạn khác	-	-	
Nợ dài hạn	259,000,000,000	208,420,000,000	208,420,000,000
Dự phòng phải trả dài hạn	517,128,041	387,297,912	322,503,119
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>259,517,128,041</b>	<b>208,807,297,912</b>	<b>208,742,503,119</b>
<b>TỔNG NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>1,848,354,978,055</b>	<b>1,933,689,270,053</b>	<b>1,495,414,492,245</b>
Vốn điều lệ	200,253,000,000	230,288,960,000	230,288,960,000
Thặng dư phát hành	938,673,250,000	938,673,250,000	938,673,250,000
Quỹ đầu tư phát triển	37,480,405,403	30,640,486,547	30,638,486,547
Quỹ dự phòng tài chính	8,542,736,292	10,942,573,772	10,942,573,773
Quỹ khác			(3,380,000)
<b>Lợi nhuận giữ lại</b>	<b>-</b>	<b>17,650,941,500</b>	<b>101,662,914,213</b>
Quỹ khen thưởng phúc lợi	27,329,979,949	(246,928,953)	(182,117,066)
Lợi ích cổ đông thiểu số			
<b>TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>1,212,279,371,644</b>	<b>1,227,949,282,866</b>	<b>1,312,020,687,467</b>
<b>TỔNG NỢ + VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>3,060,634,349,699</b>	<b>3,161,638,552,919</b>	<b>2,807,435,179,712</b>

### Các chỉ tiêu tài chính

<u>Các nhóm chỉ tiêu chính</u>	<u>Đơn vị</u>	<u>2008A</u>
<b>Chỉ tiêu cổ phiếu</b>		
EPS	VND	3,534
Cổ tức trên cổ phiếu	VND	1,778
Giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu	VND	53,322
Giá trị tiền trên mỗi cổ phiếu	VND	1,285
<b>Các chỉ tiêu sinh lời</b>		
Lợi nhuận gộp	%	20.38%
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	%	11.99%
Biên lợi nhuận trước thuế	%	18.73%
Biên lợi nhuận thuần	%	13.58%
Lợi nhuận/Tài sản cố định	%	266.61%
Lợi nhuận/ Tài sản lưu động	%	4.58%
ROA	%	2.45%
ROE	%	6.24%
<b>Các chỉ tiêu thanh toán</b>		

Chỉ tiêu thanh toán hiện tại	Lần	1.68
Chỉ tiêu thanh toán nhanh	Lần	0.71
Chỉ tiêu tiền mặt	Lần	0.02
<b>Các chỉ tiêu đòn bẩy</b>		
Phải trả/Tổng tài sản	Lần	0.61
Tỷ lệ vay nợ/Tổng tài sản	Lần	0.27
Đòn bẩy tài chính	Lần	2.55
Lợi nhuận/ Chi phí lãi vay	Lần	2.99
<b>Các chỉ tiêu hiệu quả</b>		
Vòng quay tài sản	Lần	0.18
Vòng quay tài sản ngắn hạn	Lần	0.20
Vòng quay vốn lưu động	Lần	0.34
Vòng quay hàng tồn kho	Lần	0.28
Số ngày hàng tồn kho	Ngày	1,285.69
Vòng quay phải thu	Lần	0.45
Số ngày phải thu	Ngày	807.16
Vòng quay phải trả	Lần	5.83
Số ngày phải trả	Ngày	62.59

#### Danh mục đầu tư tài chính của Intresco (tính đến 31/05/2009)

TT	Công ty	Vốn điều lệ	Vốn góp của Intresco (theo mệnh giá)	Tỉ lệ góp vốn
1	Cty CP Bê tông Hải Âu	21.725.000.000	8.800.000.000	40,51%
2	Cty CP Hiệp Phú 9	100.000.000.000	40.000.000.000	40,00%
3	Cty CP An Đông - Liksin	80.000.000.000	32.000.000.000	40,00%
4	Cty CP SX-TM-XD Long Bình	55.000.000.000	20.000.000.000	36,36%
5	Cty CP phát triển hạ tầng Sài Gòn	12.200.000.000	2.200.000.000	18,03%
6	Cty CP đầu tư - XD Chánh Phú Hoà	167.925.000.000	26.350.000.000	15,69%
7	Cty CP Phát triển nhà Bắc Trung Nam	50.000.000.000	5.466.000.000	10,93%
8	Cty CP Đầu tư - XD - Điện SG	50.000.000.000	5.000.000.000	10,00%
9	Cty CP Đầu tư Phát triển Gia Định (GDI)	400.000.000.000	21.250.000.000	5,61%
10	Quỹ tầm nhìn SSI	1.700.000.000.000	30.000.000.000	1,76%
11	Cty CP Sài Gòn Măng Đen	192.000.000.000	3.100.000.000	1,61%
12	Ngân hàng TMCP Liên Việt	3.300.000.000.000	20.000.000.000	0,61%
<b>Tổng cộng</b>			<b>214.166.000.000</b>	

## KHỎI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước.

Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

Lê Lệ Hằng	Giám đốc khối	hangltl@ssi.com.vn
Phạm Phương Linh	Chuyên viên	linhpp@ssi.com.vn