

23 tháng 2 năm 2011

GIẢM

Giá mục tiêu 53.400 đồng

Tỷ lệ giảm giá 14%

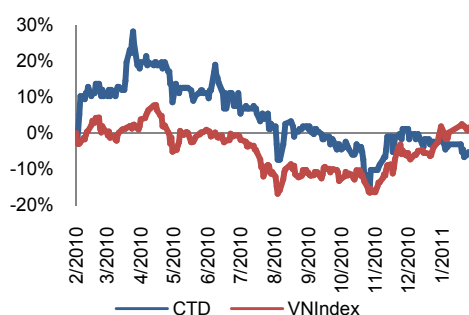
Nghành xây dựng

Các chỉ số chính

Giá (23 Feb 2011)	62.000
Mức thấp nhất 52 tuần	59.500
Mức cao nhất 52 tuần	90.000
KLGD bình quân 10 ngày	14,251
Số lượng cổ phiếu lưu hành	30,75
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	1.907
Giá trị vốn hóa (Triệu USD)	91,2
Room nước ngoài (triệu cp)	3,09

Định giá	2009	2010	2011F
EPS (VND)	12.396	7.837	6.675
Tăng trưởng EPS (%)	na	-44	-15
P/E (x)	5,1	8,0	9,4
P/B (x)	1,1	1,6	1,4
ROE (%)	na	26	21
ROA (%)	na	13	11
Nợ/Vốn CSH (%)	25	16	17

Diễn biến giá	3M	6M	12M
Giá trị tuyệt đối %	7,3	-8,9	-5,3
Giá trị tương đối %	-12,2	-23,3	-7,4



Cơ cấu sở hữu	%
Nhà nước	6,8
NĐT nước ngoài	39,2
NĐT cá nhân	54,0

Tu Vu, **Chuyên viên**
tu.vu@vcsc.com.vn
 T: +84 8 39153588 ext 105

Giá trị trúng thầu tăng nhưng biên lợi nhuận giảm. Khuyến nghị GIẢM

Tại mức giá 62.000 đồng/cổ phiếu, CTD đang được giao dịch với mức P/E 2010 là 7,9x trên cơ sở EPS 2010 là 7.837 đồng. Chúng tôi vẫn chưa chắc chắn về khả năng tăng trưởng lợi nhuận của CTD trong tương lai cho đến khi công ty nhận được những hợp đồng có tỷ suất lợi nhuận cao hơn. Trong số các hợp đồng mới trúng thầu từ năm 2010, trên 80% là các gói thầu cho các dự án dân sinh hơn là các dự án thương mại. Chúng tôi giảm giá mục tiêu của CTD xuống 53.400 đồng/cổ phiếu và khuyến nghị GIẢM. Dự báo EPS 2011 của CTD là 6.675 đồng, giảm 15% so với năm 2010.

Lợi nhuận năm 2010 tăng ngoài dự kiến nhờ lợi nhuận bất thường. Năm 2010, CTD đạt doanh thu 3.304 tỷ đồng, tăng 68% so với năm 2009 và lợi nhuận ròng sau thuế đạt 241 tỷ đồng, chỉ tăng 6%. Biên lợi nhuận ròng giảm từ 11,6% trong năm 2009 xuống 7,6% do biên lợi nhuận gộp giảm, chi phí hoạt động tăng và công ty không còn được miễn giảm thuế thu nhập doanh nghiệp. Biên lợi nhuận gộp của CTD trong năm 2010 chỉ đạt 8,6% so với 13,8% trong năm 2009. Tỷ lệ chi phí hoạt động trên doanh thu năm 2010 là 2,32% so với 1,89% năm 2009. Chính sách ưu đãi thuế mà CTD được hưởng trong những năm trước cũng chấm dứt vào năm 2010. Lợi nhuận sau thuế cả năm tăng 14,7% so với ước tính 210 tỷ đồng của công ty chủ yếu là nhờ khoản lợi nhuận 86,7 tỷ đồng từ hoạt động tài chính, trong đó phần lớn là lợi nhuận bất thường từ việc chuyển nhượng vốn góp tại dự án Saigon Airport Plaza và An Phú Đông quận 2.

Tổng giá trị hợp đồng tăng nhưng biên lợi nhuận giảm. Chúng tôi ước tính tổng giá trị các hợp đồng còn lại của CTD tính đến ngày 23/2/2011 là 4.655 tỷ đồng, tăng 34% so với giá trị 3.481 tỷ đồng đầu năm 2010. Tuy nhiên, tỷ lệ giá trị các hợp đồng còn lại trên doanh thu năm 2010 chỉ đạt 1,36x so với 1,77x trong năm 2009. Tổng giá trị hợp đồng tăng nhưng phần lớn là từ các gói thầu hoàn thiện hơn là các gói thầu kết cấu nên tỷ suất lợi nhuận không cao. Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của công ty vẫn ở mức một con số trong năm 2011 vì gần 80% giá trị hợp đồng đạt được từ đầu năm 2010 là các gói thầu cho các dự án dân sinh và du lịch có biên lợi nhuận thấp trong khi môi trường đấu thầu cạnh tranh càng tạo áp lực lên giá thầu.

Quan hệ mật thiết với các công ty BĐS trong nước có thể đảm bảo nguồn dự án. CTD vẫn có quan hệ mật thiết với các công ty BĐS tên tuổi như Phát Đạt (HSX: PDR), Năm Bảy Bảy (HSX: NBB), Indochina Land cũng như đã phát triển quan hệ hợp tác với các công ty BĐS mới ở Hà Nội như: Minh Việt (MVI), VIHAJICO và Thủy Dương (TD Group). Các mối quan hệ này sẽ đem lại cho CTD nguồn hợp đồng ổn định trong năm 2011. CTD vừa trúng thầu một số hợp đồng trị giá 1.655 tỷ đồng của công ty VIHAJICO và MVI. Quan hệ hợp tác giữa CTD và TD Group cũng vừa được ký kết vào tháng 1/2011, do đó chúng tôi kỳ vọng CTD sẽ sớm có thêm nhiều hợp đồng mới.

Tiêu điểm đầu tư

CTD là công ty xây dựng lớn nhất giao dịch đại chúng trên HOSE được đánh giá cao về chất lượng lẫn thời gian xây dựng. Tuy nhiên, hiện một số công ty xây dựng khác trong nước có quy mô nhỏ hơn như Cofico, Delta Group, HBC và Investco đã theo kịp CTD về chất lượng và đôi khi còn vượt qua về mặt chuyên môn. CTD đang hướng đến các dự án dân sinh và du lịch nhưng phân khúc này thường có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn các dự án thương mại. Trong khi đó, các dự án thương mại lớn, đặc biệt là những dự án có vốn đầu tư nước ngoài thường được giao cho nhà thầu nước ngoài và sau đó họ sẽ ký hợp đồng thầu phụ với các công ty trong nước.

Quan điểm thờ ơ của CTD với vai trò nhà thầu phụ có thể ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh. Đối thủ lớn nhất của CTD cùng niêm yết trên sàn HSX là công ty Xây dựng Hòa Bình (HSX: HBC) luôn không ngừng xây dựng quan hệ thân thiết với các công ty bất động sản (BDS) thương mại lớn trong nước cũng như các công ty xây dựng nước ngoài khi thực hiện các dự án có vốn đầu tư nước ngoài. HBC đã và đang thực hiện một số dự án lớn tại TP.HCM và Hà Nội với các công ty như Vincom (cao ốc Vincom Tower), Bouygues Batiment International (cao ốc Saigon M&C), Kumho E&C (Saigon Times Square và Kumho Asiana Plaza) và Keangnam Ltd (tòa tháp cao nhất Việt Nam Keangnam Hanoi Landmark Tower). Do đó, không có gì ngạc nhiên khi biên lợi nhuận gộp của HBC trong năm 2010 đạt 16.8% với danh sách hợp đồng gồm nhiều dự án BDS thương mại phức hợp. Trái lại, CTD không đánh giá cao vai trò nhà thầu phụ cho các công ty nước ngoài trong các dự án thương mại. Quan điểm này có thể phần nào ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận của công ty. Biên lợi nhuận gộp của CTD trong năm 2010 chỉ đạt 8,6% với 80% hợp đồng mới từ năm 2010 là các gói thầu cho các dự án dân sinh hoặc du lịch.

Sự thờ ơ của CTD trước các hợp đồng thầu phụ đã tạo cơ hội cho đối thủ cạnh tranh là công ty HBC dẫn đầu vị trí này trong các dự án thương mại. Mặc dù chúng tôi tin rằng CTD vẫn có thể thắng thầu các dự án thông qua các mối quan hệ đã có với các công ty BDS trong nước nhưng chúng tôi không chắc chắn về khả năng tăng trưởng lợi nhuận của công ty trong tương lai khi phần lớn các hợp đồng mới là các dự án dân sinh và du lịch có tỷ suất lợi nhuận thấp. Do chúng tôi chưa nhận thấy những biến chuyển trong việc CTD phát triển quan hệ với các công ty BDS nước ngoài, quan tâm hơn đến các hợp đồng thầu phụ và nhận được nhiều hợp đồng có tỷ suất lợi nhuận cao hơn trong các dự án thương mại, chúng tôi khuyến nghị **GIẢM** cho cổ phiếu này.

Triển vọng lợi nhuận

Nhân tố ảnh hưởng lớn nhất đến tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận trong tương lai của CTD là quy mô của các hợp đồng trúng thầu.

Hình 1: Ước tính giá trị các hợp đồng trúng thầu của CTD

	2009	2010	Tính đến 20/2/2011
Tổng giá trị đầu kỳ (thực tế)	na	3.481	3.421
Cộng hợp đồng mới (ước tính)	na	3.244	1.234
Trừ doanh thu đã ghi nhận (thực tế)	1.963	3.304	-
Tổng giá trị cuối kỳ (ước tính)	3.481	3.421	4.655
Tổng giá trị hợp đồng/Doanh thu	1,77	1,04	*1,36
Lợi nhuận gộp	271	283	na
<i>Biên lợi nhuận gộp %</i>	<i>13,8</i>	<i>8,6</i>	<i>na</i>

Nguồn: VCSC ước tính, (*) dựa trên doanh thu năm 2010

CTD vừa trúng thầu thêm hai hợp đồng mới trị giá 1.234 tỷ đồng trong năm 2011. Theo đó, chúng tôi ước tính tổng giá trị hợp đồng của công ty hiện nay là 4.655 tỷ đồng.

Hình 2: Tóm tắt danh sách hợp đồng của CTD (giá trị tính theo tỷ đồng)

Hợp đồng trúng thầu trước năm 2010	Địa điểm	Chủ đầu tư	Loại dự án	Giá trị	Hoàn thành
Best Western Premiere Plaza	Nha Trang	Hải Vân Nam	Thương mại	143	10/2010
Tòa nhà NH Nam Á	TPHCM	NH Nam Á	Thương mại	88	12/2010
Satra Citiland Plaza	TPHCM	SATRA	Thương mại	na	5/2010
Cảng hàng không sân bay TSN	TPHCM	Saigon Cargo	Công cộng	351	5/2010
Kenton Residences	Nhà Bè	Tài Nguyên	Dân cư	395	9/2010
Carina Plaza - giai đoạn 2	TPHCM	NBB	Dân cư	236	12/2010
Riverpark Residence H18	Quận 7	Phú Mỹ Hưng	Dân cư	251	7/2011
Marble Mountain resort	Đà Nẵng	Indochina	Du lịch	1.037	4/2011
Ocean Villas	Đà Nẵng	Vina Capital	Du lịch	329	1/2011
VinaMilk Tower	TPHCM	VinaMilk	Thương mại	na	na
Diamond Island	TPHCM	Bình Thiên An	Dân cư	na	4/2011
Lafayette de Saigon	TPHCM	Nam Vương	Thương mại	na	10/2010
Dự án khác	Khác	na	na	651	12/2010
Tổng giá trị hợp đồng trúng thầu đến đầu năm 2010				3.481	

Hợp đồng trúng thầu trong năm 2010	Địa điểm	Chủ đầu tư	Loại dự án	Giá trị	Hoàn thành
Indochina Plaza Hà Nội	Hà Nội	Indochina	Thương mại	417	12/2010
Le Meridian Saigon	TPHCM	Tiến Phước	Thương mại	71	1/2010
Indochina Plaza HN (hoàn thiện)	Hà Nội	Indochina	Thương mại	69	2/2011
Best Western (hoàn thiện)	Nha Trang	Hải Vân Nam	Thương mại	47	1/2011
Khách sạn Hoàn Cầu Nha Trang	Nha Trang	Hoàn Cầu	Thương mại	33	1/2011
Nhà máy dệt Texhong – GD 3	Đồng Nai	Texhong	Công nghiệp	168	12/2010
Trường Quốc tế UNIS, Hà Nội	Hà Nội	UNIS, HN	Công cộng	125	6/2011
Citi Garden	TPHCM	Vườn Phố	Dân cư	953	7/2012
Tricon Towers	Hà Nội	Minh Việt	Dân cư	250	4/2011
Thanh Đa View Condos	TPHCM	Thanh Yển	Dân cư	135	1/2012
Kenton Khối C và D	Nhà Bè	Tài Nguyên	Dân cư	125	1/2011
Kenton Khối I1 và I2	TPHCM	Tài Nguyên	Dân cư	20	1/2011
EverRich II Khối B và C	TPHCM	Phát Đạt	Dân cư	*660	7/2011
Rừng Cọ Eco Park (tháp 4 - 5)	Hà Nội	Vihajico	Dân cư	171	3/2011
Giá trị hợp đồng mới trong năm 2010				3.244	
Trừ doanh thu ghi nhận trong năm 2010				3.304	
Giá trị hợp đồng cuối năm 2010				3.421	

Hợp đồng trúng thầu trong năm 2011	Địa điểm	Chủ đầu tư	Loại dự án	Giá trị	Hoàn thành
Tricon Towers	Hà Nội	Minh Việt	Dân cư	825	3/2012
Rừng Cọ Eco Park (tháp 1 - 3)	Hà Nội	Vihajico	Dân cư	409	4/2012
Giá trị hợp đồng mới 2011				1.234	
Tổng giá trị trúng thầu hiện tại (ước tính)				4.655	

Nguồn: CTD, VCSC ước tính, (*) giá trị hợp đồng EverRich II dựa trên gói thầu xây dựng 4.000 m² nhà mẫu/văn phòng và Khối B & C. Giá trị của các hợp đồng khác được lấy từ trang web của CTD và các thông báo được công bố rộng rãi.

Theo danh sách hợp đồng trong bảng trên, chúng tôi nhận thấy chỉ có 4 dự án chưa hoàn thành trong năm 2011, còn lại hầu hết các dự án đều dự kiến sẽ hoàn thành trong năm nay. Do đó, chúng tôi dự báo CTD sẽ hoàn thành và ghi nhận khoảng 3.957 tỷ đồng giá trị các gói thầu vào doanh thu vào cuối năm 2011, tương đương 85% tổng giá trị trúng thầu hiện tại.

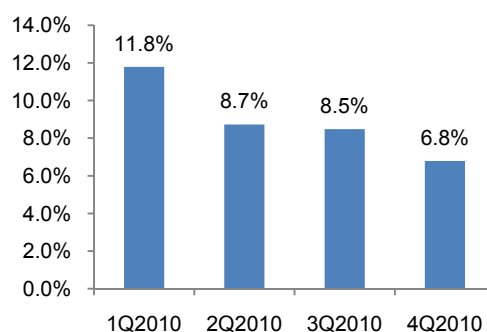
Hình 3: Dự báo doanh thu của CTD

	FY2009	FY2010	FY2011F
Doanh thu	1.963	3.304	3.957
Lợi nhuận gộp	271	283	297
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	13,8%	8,6%	7,5%
Chi phí hoạt động	37	77	83
<i>Chi phí hoạt động/Doanh thu</i>	1,9%	2,3%	2,1%
Lợi nhuận tài chính	28	87	40
Lợi nhuận khác	4	22	20
Lợi nhuận trước thuế	265	314	274
<i>Thuế suất áp dụng</i>	14%	23%	25%
Thuế	37	73	68
Lợi nhuận ròng	228	241	205
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	11,6%	7,3%	5,2%
Số cổ phiếu	18,45	30,75	30,75
EPS	14.000	7.837	6.675
<i>Tăng trưởng EPS %</i>	na	-44%	-15%

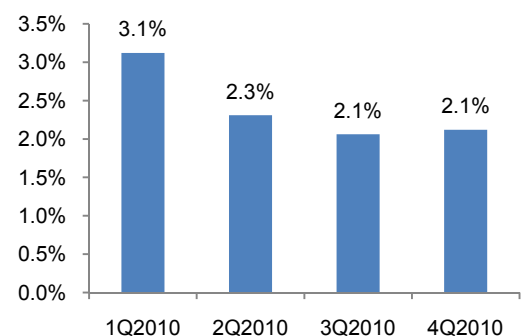
Nguồn: Báo cáo tài chính CTD

Mặc dù kỳ vọng doanh thu 2011 của CTD sẽ tăng khoảng 20% so với năm 2010 nhưng chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế năm 2011 sẽ giảm gần 13% xuống 274 tỷ đồng. Chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp sẽ phá vỡ xu hướng quý sau giảm so với quý trước để hồi phục về khoảng 7,5% so với mức 6,8% trong quý 4/2010. Tỷ lệ chi phí hoạt động trên doanh thu dự báo cũng sẽ được cải thiện nhẹ ở mức 2,1%. Chúng tôi tin rằng biên lợi nhuận gộp sẽ chuyển biến tích cực trong tương lai vì các hợp đồng lớn trúng thầu vào cuối năm 2010 và đầu năm 2011 cho các dự án The EverRich II, Tricon Towers và Rừng Cọ đều là những gói thầu thi công kết cấu, móng, tầng hầm có tỷ suất lợi nhuận cao.

Hình 4: Biên lợi nhuận gộp



Hình 5: Chi phí hoạt động/Doanh thu



Nguồn: Báo cáo tài chính CTD năm 2010

Trong năm 2010, chi phí hoạt động (77 tỷ đồng trong năm 2010 so với 37 tỷ năm 2009) trên doanh thu tăng mạnh lên 2,3% so với mức 1,9% khi công ty chuyển sang tòa nhà văn phòng mới trên đường Điện Biên Phủ và mở chi nhánh tại Hà Nội. Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng sau thuế năm 2011 của

CTD sẽ đạt 205 tỷ đồng, giảm 15% so với 241 tỷ đồng trong năm 2010 và EPS 2011 là 6.675 đồng. Chúng tôi lưu ý lần nữa là lợi nhuận ròng năm 2010 của CTD được hỗ trợ bởi khoản lợi nhuận không thường xuyên từ việc chuyển nhượng phần vốn góp ở hai dự án bất động sản, ước tính bổ sung 45 tỷ đồng cho lợi nhuận công ty. Nếu loại trừ khoản này, thu nhập trên mỗi cổ phiếu trong năm 2010 của CTD chỉ đạt 6.374 đồng.

Những khách hàng có hợp đồng tiềm năng**Công ty BĐS Phát Đạt**

Hầu hết các gói thầu của CTD là thi công giai đoạn đầu cho các công trình có quy mô lớn. Chúng tôi kỳ vọng CTD sẽ thắng thầu những giai đoạn tiếp theo của những công trình này. Dự án The EverRich II của PDR là một trong những dự án lớn nhất đang được xây dựng và cho đến nay, CTD chỉ mới được giao thi công 2 trong số 12 khối của dự án này. Với mối quan hệ tốt đẹp giữa CTD và PDR (CTD đã hoàn tất thi công dự án EverRich I cho PDR), chúng tôi kỳ vọng PDR sẽ giao toàn bộ dự án The EverRich II và The EverRich III (dự kiến khởi công vào năm 2012) cho CTD. Chúng tôi ước tính giá trị của gói thầu The EverRich II và III sẽ trên 5.000 tỷ đồng.

Indochina Land và Năm Bảy Bảy (NBB)

Các công ty BĐS khác mà CTD có quan hệ tốt như Indochina Land và Năm Bảy Bảy đều có những dự án sắp triển khai. CTD gần như là nhà thầu độc quyền cho cả hai công ty này. Indochina Land vừa công bố một dự án mới là dự án Khu dân cư Nam Sài Gòn tại Phú Mỹ Hưng trong khi NBB cũng có hai dự án sắp triển khai là Diamond Riverside và NBB Garden III.

Công ty Bình Thiên An và Tài Nguyên

Trong năm 2010, CTD được chọn nhà thầu chính cho dự án Diamond Island do công ty BĐS Bình Thiên An (BTA), công ty con thuộc tập đoàn Kusto (tập đoàn đầu tư quốc tế với sự hợp tác giữa Nga, Ukraine và Kazakhstan), làm chủ đầu tư. CTD được giao thi công Khối B của dự án Diamond Island bao gồm 6 tòa tháp căn hộ cao cấp. Dự án Diamond Island có tổng cộng 4 khối và 24 tháp. Tuy nhiên, tiến độ của dự án khá chậm trong khi BTA đã mua 51% cổ phần của công ty xây dựng Descon (HSX: DCC). Do đó, mặc dù CTD vẫn tiếp tục là nhà thầu chính nhưng chúng tôi cho rằng BTA và CTD có thể chọn DCC làm nhà thầu phụ để thực hiện một số hạng mục của dự án Diamond Island nhằm đẩy nhanh tiến độ.

Tài Nguyên là công ty BĐS mới tại TP.HCM và có dự án nổi bật là Khu dân cư Kenton đang được xây dựng tại quận 7. CTD được giao gói thầu tại Kenton Residences Plaza với các khối A, B1 & B2, I1 & I2 cùng khối dân cư C1 & C2, D1 & D2 với tổng giá trị hợp đồng là 540 tỷ đồng. Hiện khu Sky Villas với các khối E1, E2, F1, F2 của dự án vẫn chưa được giao cho nhà thầu nào. Tuy nhiên, ngoài CTD, công ty xây dựng Hòa Bình cũng được giao thi công khối G1 & G2, H1 & H2 và cũng đang cạnh tranh để thực hiện các khối còn lại. Chúng tôi chưa có thông tin về các dự án mới của công ty Tài Nguyên ngoài dự án Khu dân cư Kenton Residences.

Công ty Đầu tư Minh Việt

CTD đã xây dựng được mối quan hệ mới với một số công ty BĐS tại Hà Nội. Công ty Đầu tư Minh Việt (MVI), chủ đầu tư dự án Tricon Towers là một cái tên khá mới trong ngành nhưng đang dần khẳng định vị thế. Ngoài dự án Tricon Towers, MVI còn có một dự án chung cư cao cấp khác là Bayview Towers tại thành phố Hạ Long và đang dự định thực hiện thêm một số dự án chung cư cao cấp tại Đà Nẵng và Nha Trang. MVI cũng là chủ sở hữu quyền thương hiệu Coldwell Banker Việt Nam. Mặc dù CTD vẫn chưa được giao thi công các dự án mới của MVI nhưng chúng tôi tin rằng CTD rất có khả năng nhận được hợp đồng từ đối tác này. MVI đã giao gói thầu thi công phần nền móng của dự án Tricon Towers cho CTD và sau đó là hợp đồng có giá trị lớn hơn để thực hiện phần kết cấu bên trên của dự án.

CTD cũng đã thiết lập quan hệ hợp tác chiến lược với công ty Đầu tư Thùy Dương (TD Group). TD Group là một công ty BĐS lớn ở Hà Nội và Hải Phòng. Chúng tôi kỳ vọng CTD sẽ sớm nhận được nhiều hợp đồng mới từ đối tác này.

Công ty Đầu tư và Phát triển đô thị Việt Hưng (VIHAJICO)

VIHAJICO là chủ đầu tư dự án khu chung cư cao cấp Rừng Cọ - Ecopark tại Hà Nội. Trong giai đoạn đầu, CTD đã được chọn là nhà thầu chính cho dự án và được giao hai hợp đồng riêng biệt với tổng giá trị 580 tỷ đồng để thi công phần kết cấu bên trên cho các tháp từ 1 đến 5. Chúng tôi kỳ vọng CTD sẽ nhận được các hợp đồng tiếp theo để xây dựng các tháp còn lại từ 6-13 tại dự án này.

Định giá

Đối với các công ty xây dựng, chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh PE để định giá. Tính đến ngày 22/2/2011, PE 2010 trung bình của ngành xây dựng là 6,4x trong khi CTD hiện đang được giao dịch ở mức PE 2010 là 7,9x và PE 2011 dự kiến là 9,3x. Tuy nhiên, như chúng tôi đã phân tích, CTD gặp phải sự cạnh tranh trực tiếp từ các công ty chưa niêm yết như Cofico, Delta Group và đặc biệt là từ HBC, do đó chúng tôi tin rằng CTD khó có thể giao dịch ở mức PE 2011 cao hơn. Theo quan điểm của chúng tôi, mức PE 8x là phù hợp vì CTD vẫn là công ty lớn nhất và uy tín nhất trong ngành xây dựng với cơ sở khách hàng tiềm năng mạnh có thể đem lại nguồn hợp đồng ổn định cho công ty. Áp dụng PE mục tiêu là 8x với EPS 2011 dự kiến là 6.675 đồng, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu mới cho CTD là 53.400 đồng/cổ phiếu.

Hình 6: So sánh với các công ty trong ngành xây dựng

	BCE	CTD	DCC	HBC	L10	SD9	SDT
Giá cổ phiếu	10.900	62.000	23.500	39.800	17.900	20.100	35.300
Vốn hóa	320	1.907	242	646	159	588	413
Doanh thu	612	3.304	380	1.622	579	553	865
LNST	40	241	9	133	29	78	87
LN gộp	9,0%	8,6%	6,3%	16,8%	11,6%	37,3%	20,7%
LN ròng	6,5%	7,3%	2,4%	8,2%	5,0%	14,2%	10,0%
EPS 2010	1.361	7.837	874	8.210	3.258	2.662	7.436
P/E 2010	8,0	7,9	na	4,8	5,5	7,6	4,7
P/E trung bình	6,4						

Nguồn: Bloomberg, dữ liệu tính đến ngày 22/2/2011

Rủi ro

Những rủi ro cho mô hình định giá là 1) tình hình kinh doanh ảm đạm của phân khúc nhà ở trung và cao cấp có thể khiến những công ty bất động sản chậm triển khai dự án, nhất là những công ty dựa vào tiền đặt mua của khách hàng để tài trợ dự án 2) tỷ lệ chi phí hoạt động trên doanh thu vẫn đứng trên mức 2% và 3) biên lợi nhuận gộp tiếp tục giảm xuống dưới 7% so với dự báo hồi phục lên 7,5% của chúng tôi.

Tóm tắt tình hình tài chính

BC KQHĐKD (tỷ đồng)	2009	2010	2011F
Doanh thu thuần	1.963	3.305	3.957
Giá vốn hàng bán	1.692	3.022	3.660
Lợi nhuận gộp	271	283	297
Chi phí bán hàng	0	0	0
Chi phí quản lý	37	77	83
Lợi nhuận từ HĐKD	234	206	214
Doanh thu tài chính	28	85	40
Lợi nhuận khác	4	23	20
EBITDA	266	314	274
Khấu hao	0	0	0
EBIT	266	314	274
Chi phí lãi vay	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	266	314	274
Thuế TNDN	37	73	68
Lợi nhuận sau thuế	229	241	206
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LNST cho cổ đông thường	229	241	206

Cân đối kế toán (tỷ đồng)	2009	2010	2011F
Tiền và tương đương tiền	369	290	272
Đầu tư tài chính ngắn hạn	170	6	6
Phải thu ngắn hạn	308	514	615
Hàng tồn kho	268	441	441
Tài sản ngắn hạn khác	45	37	37
Tài sản ngắn hạn	1.160	1.288	1.371
Tài sản cố định - ròng	157	258	360
Đầu tư bất động sản	65	103	103
Tài sản	209	108	108
Đầu tư vào cty con, liên doanh	116	78	78
Tài sản dài hạn khác	65	186	186
Tài sản dài hạn	612	733	835
Tổng tài sản	1.772	2.021	2.206

Khoản trả trước của KH	276	200	238
Phải trả ngắn hạn	205	300	356
Chi phí hoãn lại	60	153	59
Chi phí phải trả	45	28	28
Nợ ngắn hạn khác	85	89	89
Tổng nợ ngắn hạn	671	770	770
Phải trả dài hạn	0	0	0
Nợ dài hạn	0	0	0
Nợ dài hạn khác	3	6	6
Tổng nợ dài hạn	3	6	6
Tổng nợ phải trả	674	776	776
Vốn điều lệ	185	308	308
Thặng dư	570	447	447
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	215	148	333
Quỹ khác	132	342	342
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	1.098	1.245	1.430
Tổng nguồn vốn	1.772	2.021	2.206

Tăng trưởng	2009	2010	2011F
Tăng trưởng doanh thu	7,7%	68,4%	19,7%
Tăng trưởng EBITDA	45,2%	18,2%	-12,7%
Tăng trưởng EBIT	45,2%	18,2%	-12,7%
Tăng trưởng LNST	58,8%	5,4%	-14,5%
Tăng trưởng EPS	3,3%	-36,8%	-14,7%
Tỷ suất LN gộp biên	13,8%	8,6%	7,5%
EBITDA/Doanh thu	13,5%	9,5%	6,9%
EBIT/Doanh thu	13,5%	9,5%	6,9%
EPS (VNĐ)	12.396	7.837	6.688
Cổ tức/CP (VNĐ)	na	1.000	1.000
Giá trị sổ sách/CP (VNĐ)	59.485	40.472	46.429

Các chỉ số tài chính			
Khả năng thanh toán	1,7	1,7	1,8
Khả năng thanh toán hiện hành	2,2	2,1	2,3
Khả năng thanh toán nhanh	1,7	1,7	1,8

Khả năng sinh lời			
ROE	na	26%	21%
ROA	na	13%	11%

Hiệu quả hoạt động			
Vòng quay khoản phải thu (ngày)	na	8,0	7,0
Vòng quay khoản phải trả (ngày)	na	12,7	11,2
Vòng quay hàng tồn kho (ngày)	na	8,5	8,3

Đòn bẩy tài chính			
Nợ vay/vốn chủ sở hữu	25%	16%	17%
Nợ vay/tổng vốn	16%	10%	11%

Chỉ số định giá			
Giá thị trường (VNĐ)	63.000	63.000	63.000
P/E	5,1	8,0	9,4
P/B	1,1	1,6	1,4
EV/EBITDA	6,3	5,3	6,1

Giá mục tiêu (VNĐ)	53.400	53.400	53.400
P/E	4,3	6,8	8,0
P/B	0,9	1,3	1,2
EV/EBITDA	5,2	4,4	5,0

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Tú Vũ, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của tôi về công ty này. Tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
T : +84 8 3914 3588 F: +84 8 3914 3209

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
T: (84) 8 3914 3588 F: (84) 8 3914 3209

Chi nhánh Hà Nội

18 Ngô Quyền, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
T : (84) 4 6262 6999 F : (84) 4 6278 2688

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
T: (84) 8 3914 3588 F: (84) 8 3821 6186

Phòng Nghiên Cứu

Giám đốc Nghiên Cứu

Marc Djandji, M.Sc., CFA, ext 116
marc.djandji@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên Cứu

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Hoàng Thị Hoa, ext 146

CV cao cấp, Đoàn Thị Thu Hoài, ext 139

CV cao cấp, Trương Vĩnh An, ext 143

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Phạm Cẩm Tú, ext 120

Chuyên viên, Vũ Thanh Tú, ext 105

Chuyên viên, Hoàng Hương Giang, ext 142

Chuyên viên, Nguyễn Thị Ngọc Lan, ext 147

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

Nước ngoài

Michel Tosto
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Lê Đức Cường
+84 4 6262 6999, ext 333
cuong.le@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.