

MCK: TDH (HSX)

BẢN CẬP NHẬT LẦN 1

CÔNG TY CỔ PHẦN PHÁT TRIỂN NHÀ THỦ ĐỨC

NĂM GIỮ

NGẮN HẠN

BẤT ĐỘNG SẢN

ĐỊNH GIÁ

38.700 VND

Chuyên viên: Huỳnh Tuấn Khánh

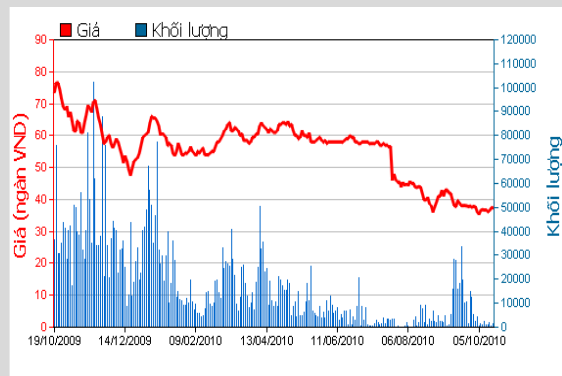
Email: khanh.ht@vdsc.com.vn

ĐT: 08 6299 2006 – Ext 341

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (08/11/2010)	31.000
Giá cao nhất (52 tuần)	78.300
Giá thấp nhất (52 tuần)	28.700
Số CP đang lưu hành	37.875.000
KLGDBQ/phần (30 phiên gần nhất)	196.102
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.174
P/E (EPS 2010F) (x)	5,0
P/BV (BV 31/06/10) (x)	1,0

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Công Ty Cổ Phần Phát Triển Nhà Thủ Đức

13 - 15 - 17 Trương Định

P.6 Q.3, TP.HCM

ĐT: (84-8) 3933 3090

Fax: (84-8) 3933 3123

Email: thuduchouse@hcm.vnn.vn

Website: www.thuduchouse.com.vn

Báo cáo này là bản cập nhật "Báo cáo phân tích TDH, VDSC phát hành ngày 07/10/2009". Trước những thay đổi của thị trường bất động sản hiện tại, cùng với một số quy định mới về luật nhà ở và đất đai được xem là gây khó khăn cho các doanh nghiệp trong ngành, chúng tôi phát hành báo cáo này nhằm mục đích cập nhật một số thông tin về tiến độ triển khai các dự án, cũng như tình hình hoạt động kinh doanh Công ty và từ đó xác định lại giá trị cổ phiếu TDH.

Giá trị ước tính của TDH vào thời điểm này xoay quanh mức 38.700 đồng/CP, tương ứng với mức vốn hóa 1.466 tỷ đồng, cao hơn 23% so với mức giá tham chiếu ngày 09/11/2010. Trước diễn biến thị trường hiện tại chưa xác định xu hướng rõ ràng, chúng tôi cho rằng tiếp tục theo dõi và chờ đợi một mức giá an toàn là quyết định hợp lý tại thời điểm này.

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: tỷ đồng	2009	9T2010*	KH2010	2010E
Doanh thu	481	235	630	493
Lợi nhuận trước thuế	357	235		320
Lợi nhuận sau thuế	294	181	240	240
Vốn điều lệ	379	379	379	379
Tổng tài sản	1.833	1.842		2.342
Vốn chủ sở hữu	1.230	1.290		1.413
ROA (%)	16,1%			10,2%
ROE (%)	23,9%			17,0%
EPS (VND)	6.308			6.329
Giá trị sổ sách (VND)	32.485	34.048		37.312
Tỷ lệ cổ tức (%)	30%	-	18%	18%

(*) BCTC của công ty mẹ

Nguồn: TDH, VDSC ước tính

Là doanh nghiệp có thương hiệu lớn tại khu vực Đông Bắc thành phố và sở hữu nhiều dự án bất động sản.

Công ty đã phát triển thành công và tên tuổi Thuduc House gắn liền với các dự án như khu nhà ở Bình An 2 (6,5ha), khu nhà ở An Phú (4,6ha), khu đô thị mới Bình Chiểu (21,2ha), chợ đầu mối nông sản Thủ Đức, chung cư cao cấp Cantavil. Hiện nay, ngoài 7 dự án đã hoàn thành TDH còn có 21 dự án khác với tổng quỹ đất quản lý hơn 20ha tại Q.2, Q.9, Thủ Đức. Trong đó, kể từ báo cáo lần đầu đến nay đã có thêm 7 dự án mới. (Xem bảng danh mục đầu tư dự án bất động sản)

Các dự án đầu tư mới đều dưới dạng góp vốn hợp tác liên doanh, liên kết. Có thể đây là chiến lược mở rộng quỹ đất sạch một cách nhanh chóng và tránh vướng phải những trở ngại trong khâu đền bù giải phóng mặt bằng. Tuy nhiên, một góc nhìn khác cho thấy khả năng TDH tự tìm kiếm quỹ đất sạch là khá hạn chế.

Nghị định 69 được nhắc đến nhiều trong thời gian qua, nhưng các dự án mang lại nguồn thu ngắn hạn không vướng phải rào cản này.

Danh sách các công ty con

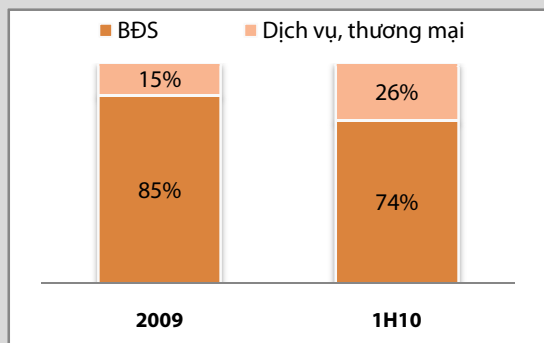
Tên công ty	VĐL (tỷ)	%SH
CT TNHH QL & KD Chợ nông sản Thủ Đức	9	100
CT TNHH Xây dựng Phong Đức	10	65
CT TNHH Nước đá Đồng An Bình	25	100
CT TNHH Dịch vụ Tam Bình Thủ Đức	43	100
CT TNHH Thương mại Dịch vụ Song Đức	36	51
CTCP Sản xuất Thương mại Gia Đức	10	55
CTCP Thông Đức	120	65
CT TNHH Đầu tư Phúc Thịnh Đức	103	70
CTCP Đầu tư Huế Nhà Thủ Đức	30	75
CT TNHH Bách Phú Thịnh	178	51

Danh sách các công ty liên doanh liên kết

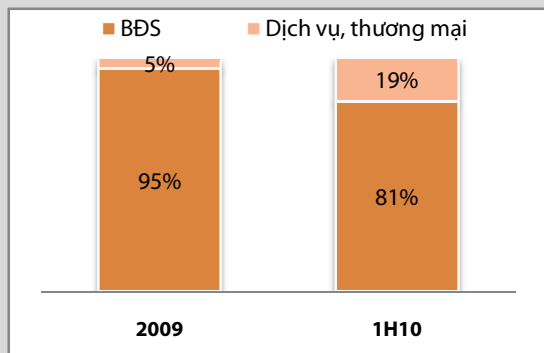
Các công ty liên kết, liên doanh	VĐL (tỷ)	%SH
CTCP Phát triển nhà Deawon Thủ Đức	323	40
CTCP Đầu tư Phát triển Phong Phú	200	26
CTCP Địa ốc Đại Á	30	37
CTCP Đầu tư Phước Long	50	30
CTCP Chứng khoán Sen Vàng	135	22
CT Liên doanh TDH Property Ventures (USA)	6 triệu USD	50

Nguồn: TDH

Cơ cấu doanh thu



Cơ cấu lợi nhuận gộp



Nguồn: TDH

Việc đóng tiền sử dụng đất theo giá thị trường hiện gây nhiều khó khăn đến các công ty phát triển địa ốc, vì tiền sử dụng đất theo quy định mới làm tăng chi phí đầu tư khu đất lên nhiều lần so với trước đây. Tuy nhiên, các dự án hiện mang lại nguồn thu cho TDH đều đã hoàn thiện hoặc là đang triển khai thi công và đã có quyền sử dụng đất. Do đó, chúng tôi cho là Công ty không chịu tác động của nghị định 69. Đây cũng chính là một lợi thế so với các đối thủ cạnh tranh vì bước tiếp theo chỉ là xác định doanh thu và lợi nhuận của dự án.

Trước ảnh hưởng thị trường trầm lắng, tiến độ kinh doanh các dự án chậm hơn dự kiến so với báo cáo lần đầu.

9 tháng đầu năm 2010, lợi nhuận BĐS chủ yếu là phần giá trị còn lại của các dự án đã hoàn thiện trước đây như khu nhà ở Bình An 2, khu đô thị mới Bình Chiểu, khu chợ B và Centum Wealth (phần chuyển nhượng quyền sử dụng đất cho đối tác liên doanh). Trong khi đó, tỷ trọng đóng góp từ các dự án theo giá định của chúng tôi là nguồn thu chính trong năm 2010 như chung cư TDH Trường Thọ, chợ C không nhiều và chung cư TDH Phước Bình, TDH Phước Long đến thời điểm hiện nay vẫn chưa thể đưa vào kinh doanh.

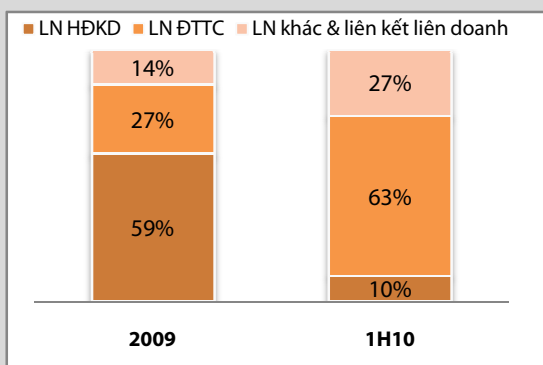
Chung cư TDH Trường Thọ (262 căn hộ) đã hoàn thiện vào cuối QII vừa qua, bàn giao cho các khách hàng đợt I & II và đang chào bán đợt III với giá 15,5 triệu/m². Dự án bắt đầu bán từ QI/2009, thế nhưng, số căn hộ đã bán tính đến nay được 40%. So với thời điểm chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu, tiến độ kinh doanh chỉ tăng thêm 10%-15%. Trong dự phóng lợi nhuận trước đây, chúng tôi giả định TDH sẽ ghi nhận 60% doanh thu dự án này (~220 tỷ) trong năm 2010. Tuy nhiên, doanh thu 9 tháng đầu năm ước tính mới hạch toán hơn 60 tỷ. Với hơn 100 căn hộ hiện đã bán được và khả năng bán thêm trong thời gian cuối năm được nhận định là khó, chúng tôi dự phóng thận trọng phần giá trị còn lại khoảng 90 tỷ đồng sẽ được ghi nhận với tỷ suất lãi gộp 40% trong quý cuối năm.

Khách sạn La Sapinette (Đà Lạt) đưa vào kinh doanh từ cuối năm 2009. Sự đóng góp lợi nhuận trong 9 tháng đầu năm và cũng như quý cuối năm dự kiến không đáng kể.

Đối với hoạt động kinh doanh ô vữa chợ nông sản Thủ Đức, **khu chợ B** (256 ô vữa) hiện đã cho thuê gần như lấp đầy 100% và nguồn thu ghi nhận phần lớn trong năm 2008 và 2009, nên doanh thu cho năm nay không nhiều. **Chợ C** (70 ô vữa) bắt đầu đưa vào khai thác trong QII/2010 vừa qua. Tỷ lệ cho thuê hiện tại đạt trên 75% với giá thuê ước tính 600 triệu -1,3 tỷ/ô vữa 10m² - 28m². 25% số ô vữa còn lại dự kiến sẽ cho thuê ngắn hạn. Trong 3 quý đầu năm ghi nhận 20 tỷ doanh thu từ 2 khu chợ này, nguồn thu còn lại có thể hạch toán ước tính hơn 30 tỷ.

Chung cư TDH Phước Bình (86 căn hộ) và **TDH Phước Long** (118 căn hộ) tại thời điểm báo cáo lần đầu đang trong giai đoạn ép thử cọc và thi công móng, chúng tôi giả định TDH chào bán 2 dự án này lần lượt trong QII và QIII/2010 và ghi nhận một phần nguồn thu trong 2010. Tuy nhiên, TDH Phước Bình hiện mới triển khai xong phần móng, hầm và TDH Phước Long vừa khởi công trong tháng 7. Do thị trường không thuận lợi Công ty vẫn chưa có kế hoạch chào bán 2 dự án này trong năm nay và khả năng thời điểm chào bán sẽ rơi vào quý đầu hoặc giữa năm 2011. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu hai dự án này sẽ bắt đầu ghi nhận từ năm sau.

Cơ cấu lợi nhuận trước thuế



Nguồn: TDH

Riêng đối với hai dự án hợp tác liên doanh **Chung cư Bình Chiểu** và **chung cư cao cấp Centum Wealth (Hiệp Phú)**, hiện các dự án này vẫn trong quá trình hoàn chỉnh thiết kế cơ sở và xin thủ tục xây dựng nhà ở. Khả năng đóng góp nguồn thu cho năm nay là khó khả thi.

Tuy nhiên, khu đất 1,1ha của dự án **Centum Wealth Hiệp Phú** (TDH: 51%) được đánh giá lại, dẫn đến lợi nhuận sau thuế QIII tăng mạnh (bằng 84% lợi nhuận 6 tháng đầu năm). Chúng tôi ước tính giá trị chuyển nhượng quyền sử dụng đất cho bên đối tác liên doanh Daewon Group đã chiếm hơn 80% (~90 tỷ) doanh thu trong quý vừa qua và giá trị phần diện tích đánh giá lại thuộc sở hữu của TDH cũng đã ghi nhận 69,7 tỷ đồng trong mục lợi nhuận khác.

Cơ cấu lợi nhuận thay đổi trước diễn biến không thuận lợi của thị trường bất động sản.

Doanh thu và lợi nhuận gộp 9 tháng đầu năm của công ty mẹ lần lượt đạt 235 tỷ và 99,7 tỷ đồng, sụt giảm 27% và 48% so với cùng kỳ. Trong khi đó, lợi nhuận trước thuế đạt 181,3 tỷ giảm (18,7%) không nhiều so với con số cùng kỳ là 125,7 tỷ. Điều đó cho thấy sự đóng góp lợi nhuận đầu tư tài chính và lợi nhuận bất thường chiếm phần lớn. Sở dĩ thu nhập bất thường đạt 103 tỷ là do TDH nhận lại tiền đền bù khu đất 1,8 ha Bình An trước đây và phần thu nhập từ chênh lệch góp vốn bằng quyền sử dụng đất dự án Centum Wealth Hiệp Phú như đề cập ở trên.

Về thu nhập tài chính, trong kỳ 9 tháng đầu, Công ty đã bán 384.380 cp HCM và 5 triệu cp CTCP B.O.O NM nước Thủ Đức, lãi đầu tư hơn 67 tỷ đồng, tổng lợi nhuận tài chính tăng gấp 2,6 lần so với cùng kỳ.

Danh mục đầu tư tài chính của TDH tính đến ngày 30/09/10

	SLCP	Giá trị đầu tư (triệu)	Dự phòng (triệu)	GTĐT /CP (nghìn đồng)	Giá 21/10	Lãi/lỗ* (triệu)
Đầu tư LK, LD		300.521	4.682			
Đầu tư dài hạn khác		366.249	25.906			
Trái phiếu Chính phủ			0			
CII	962.181	10.148		10,5	35	23.528
PVI	109.350	8.594	6.483	19,3	16,4	(318)
SC5	78.896	9.444	5.831	45,8	37,5	(655)
BF1	1.250.000	12.875	6.750	4,9	4,7	(250)
Quỹ tăng trưởng Việt Long	3.000.000	30.450	5.718	8,2		0
HCM	419.065	8.546		20,4	27,3	2.894
NH Phương Đông	3.186.780	31.868		10,0		0
Tổng CTCP Phong Phú	2.700.000	33.780		12,5		0
PPI	1.728.000	27.936		16,2	24	13.536
CTCP XNK & ĐT TT Huế	300.000	4.500	1.124	11,3		0
CTCP KD BĐS Phát triển nhà TP	240.000	2.400		10,0		0
NH An Bình	3.393	30		8,8		0
NNC	65.222	883		13,5	40,8	1.778
CTCP XD & PT Ngõ nhà Huế	200.000	2.000		10,0		0
Góp vốn đầu tư các dự án BĐS		182.795				0
Tổng		666.769	30.588			40.515

Nguồn: TDH

(*) Những khoản đầu tư cổ phiếu OTC, chúng tôi giả định tính đến thời điểm hiện tại sẽ không trích lập thêm dự phòng.

Tổng giá trị đầu tư tài chính tính đến cuối QIII/2010 đạt 667 tỷ đồng, tương đương 36% tổng tài sản là một tỷ lệ không nhỏ. Trong đó, đầu tư vào liên kết liên doanh 16% (trên TTS), đầu tư chứng khoán gần 10% và đầu tư góp vốn các dự án BĐS 9,8%. Điều này cho thấy sự nỗ lực gia tăng hiệu quả sử dụng đồng vốn không chỉ từ lĩnh vực kinh doanh chủ chốt BĐS, mà còn từ hoạt động đầu tư tài chính và góp vốn đầu tư dự án.

Trước diễn biến thị trường chứng khoán hiện tại, chúng tôi cho rằng có khả năng sẽ phải trích lập dự phòng giảm giá một số cổ phiếu đầu tư vào thời điểm cuối năm nhưng khoản dự phòng này sẽ không lớn. Song song đó, TDH vẫn có thể hiện thực hóa lợi nhuận các khoản đầu tư sinh lời như CII, HCM, PPI, NNC... trong thời gian tới. Tuy nhiên, lãi đầu tư khó có thể đạt mức cao như 9 tháng đầu năm 2010.

Công ty hiện đang phát hành 600 tỷ trái phiếu chuyển đổi (TPCĐ) với lãi suất cố định 7%/năm trong kỳ hạn 3 năm.

Ngày 28/9 vừa qua là ngày chốt quyền phát hành đợt I 378 tỷ TPCĐ cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 10:1 (giá chuyển đổi 22.014 đồng/CP) và phần còn lại sẽ phát hành cho các cổ đông lớn với giá chuyển đổi không thấp hơn 130% giá chuyển đổi đợt I và không thấp hơn 36.000 đồng/CP. Nguồn tiền thu về dự kiến sẽ đầu tư vào dự án bất động sản mang lại nguồn thu trong trung hạn.

Trước bối cảnh thị trường căn hộ ảm đạm, tiến độ kinh doanh chậm, chịu ảnh hưởng nghị định 71 và thông tư 13, việc thành công trong đợt phát hành trái phiếu chuyển đổi là một ưu thế rất lớn cho việc huy động vốn tiếp tục triển khai dự án, chủ động về năng lực tài chính, tiến độ triển khai dự án sẽ cải thiện.

Tuy nhiên, nếu giá thị trường tiếp tục được giao dịch xung quanh mức 31.000 đồng/cổ phần, thì trái phiếu chuyển đổi thực sự không hấp dẫn các cổ đông. Chúng tôi lo ngại khả năng thành công trong đợt phát hành là không dễ dàng.

Tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận của TDH nằm tại các dự án kinh doanh và chuẩn bị đầu tư.

Năm 2011, Công ty sẽ tập trung khai thác nguồn thu các dự án như chung cư TDH Trường Thọ phần giá trị còn lại hơn 230 tỷ đồng, TDH Phước Bình khoảng 189 tỷ, TDH Phước Long 308 tỷ. Bên cạnh đó, TDH cũng sẽ bắt đầu có lợi nhuận từ dự án góp vốn liên doanh khu dân cư Bến Lức Long An (GDII).

Nếu số tiền thu về từ đợt phát hành trái phiếu không như dự kiến, thì nguồn thu từ các dự án trên sẽ là cơ sở để TDH tiếp tục đầu tư vốn vào các dự án gối đầu như khu nhà ở & TTTM Phước Long A, khu tái định cư Bình Khánh Thủ Thiêm, khu phức hợp phố Minh Khai Hà Nội...

Danh mục đầu tư dự án bất động sản của TDH

Tên dự án	Vị trí	Đầu tư (tỷ)	Quy mô (m ²)	SH (%)	Số lượng	DTKD/ sản KD	Ghi chú
<i>Các dự án đang và sắp kinh doanh</i>							
Khu nhà ở Bình An 2	Cách 300 m Lương Định Của Q.2	-	64.978	100	207 biệt thự, nhà vườn	36.811	Dự án đã hoàn thành năm 2006, hiện tại 207 nền đất đã bán và nguồn thu được ghi nhận phần lớn từ các năm 2009 trở về trước. Năm 2009 ghi nhận 139 tỷ doanh thu. Trong 2010, dự án này tiếp tục đóng góp ước tính khoảng 25 tỷ - 30 tỷ doanh thu.
KĐT mới Bình Chiểu	đường Ngô Chí Quốc dẫn ra tỉnh lộ 43.	-	212.000	100	323 căn/130 m ² -284m ² , 147căn/ 87 m ² -244m ²	92.000	Dự án bắt đầu kinh doanh từ cuối 2007. Tổng 470 nền đất hiện đã bán hết, phần lớn đã ghi nhận trong 2008 (229 tỷ), 2009 (86,3 tỷ). 6 tháng đầu năm, dự án đã ghi nhận 51 tỷ doanh thu, phần còn lại không đáng kể cũng sẽ ghi nhận nốt trong năm.
Khu nhà ở An Phú	P.An Phú Q.2 HCM	-	46.605	100	82 biệt thự 126m ² -387 m ²	21.000	Hoàn thành năm 2006 và đã ghi nhận nguồn thu từ năm 2009 trở về trước. Hiện tại còn 21 nền biệt thự chưa bán, ước tính giá trị khoảng 80 tỷ, sẽ hạch toán dần trong năm nay và năm sau.

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY



Ngày 08/11/2010

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

Chung cư TDH - Trường Thọ	P.Trường Thọ, Thủ Đức, HCM	234	6.994	100	262 căn hộ	23.827	Dự án đã hoàn thiện. Doanh thu dự án ước tính 381 tỷ.
TTTM và KS La Sabinette	Đà Lạt	200	7.902	65	91 phòng khách sạn	14.220	Khánh thành ngày 28/12/09.
Khu chợ B	Chợ đầu mối NS Thủ Đức	45	12.078	100	258 ô vựa	5.340	Hoàn thiện, 85% số ô vựa đã cho thuê dài hạn. 15% còn lại cũng đã cho thuê ngắn hạn. Nguồn thu được ghi nhận phần lớn trong 2008 là 101 tỷ, năm 2009 71,7 tỷ. Trong 1H10, TDH ghi nhận tiếp 10 tỷ đồng.
Khu chợ C	Chợ đầu mối NS Thủ Đức	20	6.278	100	70 ô vựa	1.900	Mới đưa vào hoạt động đầu QII vừa qua. 75% số ô vựa đã cho thuê dài hạn, 25% còn lại đang tiếp tục cho thuê. Trong 6 tháng đầu năm TDH đã ghi nhận 6,5 tỷ doanh thu từ khu chợ này.
Chung cư TDH - Phước Bình	P. Phước Bình Q.9 HCM	110	2.324	100	86 căn	7.297	Khởi công QIV/2009, hiện đã xong phần móng và dự kiến chào bán trong QIV/2010. Doanh thu ước tính 189 tỷ, LNTT 36 tỷ. (nguồn: BCB)
Chung cư TDH - Phước Long	Nằm kế cận TTHC Q.9	192	3.573	100	118 căn	12.173	Khởi công T7/2010, hiện đang triển khai thi công phần móng. Doanh thu ước tính 308 tỷ, LNTT 59 tỷ. (nguồn: BCB)
Cantavil Premier (Cantavil GĐ 2)	P.An Phú Q.2 HCM	1.200	11.195	40	264 căn	49.863	Hiện đang xin cấp giấy phép xây dựng. Năm 2009, dự án được đánh giá lại nên TDH được hưởng phần chênh lệch giá trị đất chuyển nhượng cho bên liên doanh Daewon Group. Ước tính DT và LN lần lượt 85 tỷ & 59 tỷ. Trong QII/09, 79,7 tỷ DT đã được ghi nhận. Trong 1H10, 4 tỷ DT còn lại cũng được ghi nhận nốt.

Các dự án trong giai đoạn chuẩn bị đầu tư

Tên dự án	Vị trí	Đầu tư (tỷ)	Quy mô (m ²)	SH (%)	DT KD/sàn KD	Ghi chú
Chung cư Bình Chiểu	KĐT mới Bình Chiểu, HCM	422	10.502	51	280 căn	Dự án hợp tác đầu tư với HBC. Hiện đang hoàn chỉnh thiết kế cơ sở để nộp Sở xây dựng.
Chung cư cao cấp Centum Wealth (Hiệp Phú)	P.Hiệp Phú Q.9, HCM	1.200	11.582	51	44.319 m ² (343 căn)	Đã được cấp phép đầu tư, hiện đang xin thủ tục xây dựng dự án nhà ở. CT TNHH Bách Phú Thịnh (TDH: 51%, Daewon 49%).
Phức hợp Phố Minh Khai	378 Minh Khai, Q.Hai Bà Trưng, HN	1.493	28.726	14	Cao tầng 45.900 m ² , Thấp tầng 5.005 m ²	Đang trình duyệt thiết kế ý tưởng cho dự án. CTCP Phát triển nhà Phong Phú (TDH 14%, Tổng CTCP Phong Phú và CTCP BĐS Dệt May VN, Công ty Daewon và CTCP Phát triển nhà Daewon Thủ Đức). Doanh thu ước tính hàng năm 494 tỷ, LNTT 86 tỷ. (nguồn BCB)
Khu đô thị mới Đồng Mai	Q.Hà Đông, HN	1.265	2.250.000	10	-	Đang thực hiện thủ tục để chuyển mục đích sử dụng đất từ KCN thành khu dân cư.
Khu nhà ở & TTTM Phước Long B	P.Phước Long B, Q.9, HCM	1.000	37.140	50	143.000	Đã duyệt QH 1/500. Đang thẩm định giá đất. Đang triển khai thiết kế ý tưởng. Dự án do CTCP Đầu tư Phước Long làm chủ đầu tư.
Cao ốc phức hợp văn phòng, TM-DV khách sạn & căn hộ cho thuê Lăng Cô Huế	Khu kinh tế Chân Mây - Lăng Cô, Huế	3.000	137.840	100	-	Đã có quyết định thu hồi đất. Đang điều tra hiện trạng và áp giá đền bù.
Khu dân cư trung tâm thị trấn Bến Lức GDII	Thị trấn Bến Lức - Long An	234	267.000	49	125.803	Dự án hợp tác đầu tư với PPI. ĐBGT được 80%. Hiện tại song song với việc giải tỏa, dự án đang thực hiện phân chia nền và đầu tư hạ tầng kỹ thuật.
Khu ĐĐTam Tân Củ Chi	Củ Chi HCM	1.012	200.000	40	-	Đã duyệt thiết kế cơ sở hạ tầng kỹ thuật. Đang thiết kế mẫu nhà & chung cư.
Khu chung cư P.Phước Long A (Phúc Thịnh Đức)	146/2 Nam Hòa Q.9 HCM	1.040	14.680	70	89.254	Đã có quyết định của UBND về giá đất của dự án. Đang thiết kế ý tưởng. CT TNHH Đầu tư Phúc Thịnh Đức làm chủ đầu tư (TDH: 70%, CTCP BĐS Dệt May VN 30%). Dự án gồm 3 khối nhà cao 20 tầng (912 căn). Tổng doanh thu ước tính 1.778 tỷ, LNTT 503 tỷ. (nguồn BCB)
Resort La Sabinette - Huế	Lăng Cô - Huế	159	50.000	-	-	Đã được cấp phép đầu tư. Đang lập phương án giá đền bù.
Khu nhà ở Phường Phước Long B	Q9 HCM	530	17.231	70	70.000	Dự án hợp tác với CTCP XNK Tập Phẩm Sài Gòn
Bình Khánh - Thủ Thiêm	Q.2 HCM, gần An Phú An Khánh	7.168	384.000	20	-	Đang trong giai đoạn hoàn thiện thiết kế. Khu tái định cư: 2010 - 2013, khu căn hộ 2011 - 2015. Tổng doanh thu 9.613 tỷ, LNTT 1.922 tỷ. (nguồn BCB)
TTTM - DV & Văn Phòng Hàng Xanh	219 - 221 XVNT, P. 17, Bình Thạnh	40	607	49	4.427	Dự án hợp tác CTCP Thương mại Dịch vụ Sài Gòn
Dự án 10,3 hạ tầng Hiệp Bình Chánh.	Thủ Đức		1.030.000	-		Ngày 30/08, UBND TPHCM đã giao cho TDH làm chủ đầu tư thực hiện dự án này. TDH có trách nhiệm thực hiện theo đúng quy hoạch điều chỉnh (từ nhà liên kế sang xây dựng chung cư cao tầng), dành 200 căn hộ bán cho 200 khách hàng đăng ký mua đất nền với CT TNHH xây dựng KD nhà Hải Đăng trước đây theo giá bảo toàn vốn.

Ngày 08/11/2010**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT**

<i>Khu đất 120 Đặng Văn Bi</i>	P. Bình Thọ Thủ Đức	18.099	-	Dự án hợp tác kinh doanh với VinatexLand và CTCP Dệt Việt Thắng để đầu tư dự án.
<i>Khu đất 236 Điện Biên Phủ</i>	P.17 Q.Bình Thạnh, TPHCM	1.433	-	Dự án hợp tác kinh doanh cùng công ty vận tải Xăng Dầu Vitaco
<i>Khu đất 78 Ba Vân</i>	P.14 Q. Tân Bình TPHCM	2.210	-	Dự án hợp tác kinh doanh cùng CT TNHH Hóa Chất Tân Phú Cường
<i>Khu đất 53/1 Phan Văn Hớn</i>	P. Tân Thới Nhất Q.12	14.176	-	Dự án hợp tác kinh doanh cùng CT TNHH Hóa Chất Tân Phú Cường

Dự án in đậm là các dự án đã hoàn thiện.*Dự án in nghiêng là các dự án mới công bố trong năm nay****Dự phóng***

Chúng tôi cho là kế hoạch 630 tỷ doanh thu và 240 tỷ lợi nhuận trong năm nay sẽ không chịu ảnh hưởng trực tiếp từ việc phát hành trái phiếu chuyển đổi. Với tiến độ thi công của các dự án hiện nay TDH đã có thể đưa vào kinh doanh khai thác. Vấn đề hiện nay chỉ là tăng cường khả năng bán hàng, đẩy nhanh tiến độ kinh doanh dự án.

Doanh thu – lãi gộp:

Doanh thu 9 tháng đầu năm của Công ty mẹ đạt 235 tỷ đồng, khá khiêm tốn so với kế hoạch đầu năm. Diễn biến không thuận lợi của thị trường ảnh hưởng đến tiến độ kinh doanh các dự án của Công ty. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính quý cuối năm doanh thu từ lĩnh vực BĐS vào khoảng 144 tỷ, cả năm đạt 393 tỷ đồng, nguồn thu chính như phân tích ở trên sẽ đến từ các căn hộ đã bán nhưng chưa ghi nhận của dự án *chung cư TDH Trường Thọ*, cho thuê ô vữa *chợ C* và một số dự án cũ như *khu nhà ở Bình An 2*, *khu nhà ở An Phú*.

Hoạt động cung cấp dịch vụ, thương mại chủ yếu đảm nhận bởi các công ty con của TDH, chúng tôi giả định doanh thu trong 2 quý cuối năm sẽ đạt mức tương đương so với các quý đầu năm.

Như vậy, tổng doanh thu hợp nhất cả năm ước đạt 493 tỷ đồng, tăng 2,3% so với năm 2009 và bằng 78% kế hoạch.

Tỷ suất lãi gộp cả năm dự báo quanh mức 39%, duy trì mức ổn định so 9 tháng đầu năm, nhưng vẫn thấp hơn các năm trước (42% - 52%). Nguyên nhân có thể do trước đây nguồn doanh thu khai thác phần lớn đến từ phân khúc đất nền nhà ở trong các dự án khu dân cư nên có tỷ suất sinh lời cao hơn so với các dự án chung cư hiện tại.

Chi phí hoạt động: Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp ước tính sẽ ở 62 tỷ đồng chiếm 12,6% doanh thu.

Hoạt động đầu tư tài chính: Thu nhập từ hoạt động tài chính 6 tháng đạt 87 tỷ đồng. Với giả định Công ty sẽ không thanh lý thêm các khoản đầu tư do thị trường chứng khoán không thuận lợi, lãi hoạt động đầu tư tài chính chủ yếu là lãi tiền gửi, cho vay, cổ tức, lợi nhuận được chia, ước tính cả năm sẽ đạt khoảng 90 tỷ đồng.

Lợi nhuận: Với những giả định như trên, lợi nhuận sau thuế của TDH trong năm 2010 sẽ đạt 240 tỷ đồng, hoàn thành mục tiêu lợi nhuận đề ra đầu năm. Mức EPS tương ứng khoảng 6.329 đồng/cổ phiếu.

Năm 2011, dựa trên những thông tin về tiến độ triển khai các dự án bất động sản tiếp theo, người phân tích dự báo doanh thu năm sau sẽ đạt 619 tỷ, tăng 25% nhờ có thêm sự đóng góp các dự án *chung cư TDH Phước Bình*, *TDH Phước Long*. Ngoài ra, dự án liên kết liên doanh *KDC Bến Lức Long An* cũng bắt đầu mang lại lợi nhuận cho TDH. Lợi nhuận sau thuế ước tính thận trọng sẽ vào khoảng 185 tỷ

P/E, P/BV bình quân ngành bất động sản

Mã CK	Vốn hóa TT (tỷ VND)	Trailing P/E	P/BV 30/06
KBC	9.070	9,0	2,5
SJS	5.643	5,9	2,4
ITA	5.318	8,2	0,8
DIG	4.018	7,9	1,7
BCI	2.529	10,1	2,1
NTL	1.984	2,9	2,5
HDG	1.681	8,8	3,8
ITC	1.354	9,0	0,5
NBB	1.198	9,1	1,9
TDH	1.087	3,7	0,9
LHG	920	5,5	2,2
HDC	860	7,6	3,0
VPH	629	5,6	1,2
TIX	581	5,5	1,3
TDC	542	7,7	1,7
Bình quân		7,6	1,8

Nguồn: VDSC

đồng, tương ứng EPS trên số lượng cổ phiếu lưu hành 37.875.000 cổ phiếu là 4.883 đồng/CP, thấp hơn 21% so với năm 2010.

Tuy nhiên, kết quả này của chúng tôi chưa tính đến lãi từ thanh lý các khoản đầu tư tài chính cũng như các khoản lợi nhuận bất thường khác từ bán phần vốn góp đầu tư.

Định giá

Chúng tôi kết hợp sử dụng 2 phương pháp so sánh P/E và P/B nhằm xác định mức giá hợp lý của cổ phiếu TDH tại thời điểm hiện nay. Mức P/E và P/B trung bình một số doanh nghiệp trong ngành bất động sản hiện xoay quanh mức 7,6x và 1,8x.

Xét về thương hiệu lẫn quy mô kinh doanh, TDH được đánh giá là một trong những doanh nghiệp lớn. Tuy nhiên, diễn biến thị trường cũng như ngành bất động sản trong ngắn hạn dự báo sẽ đối mặt với không ít khó khăn và sẽ ảnh hưởng đến tình hình hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp, trong đó có TDH. Hơn nữa, nhìn nhận một cách khiêm tốn về quỹ đất sạch hiện đang sở hữu cũng như khả năng tự tìm kiếm quỹ đất mới của TDH, chúng tôi cho rằng P/E và P/BV vào thời điểm hiện tại của TDH lần lượt 6,5 lần và 1,5 lần, thấp hơn 15% so với mức trung bình ngành là hợp lý.

Một điểm chúng tôi muốn lưu ý nhà đầu tư nếu thành công trong đợt phát hành trái phiếu chuyển đổi, chúng tôi e ngại mức sinh lời trên mỗi cổ phần tính trên số lượng cổ phiếu lưu hành pha loãng khó tăng trưởng trong ngắn hạn. Điều này có thể sẽ làm giảm đi phần nào tính hấp dẫn của cổ phiếu TDH.

Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
P/E 2010	41.140	40%	16.456
P/E 2011	31.737	40%	12.695
P/BV	47.744	20%	9.549
Giá bình quân		100%	38.699

Chỉ tiêu tài chính một số công ty tiêu biểu

Mã CK	Market Cap 05/11/10 (tỷ VND)	DT 2009 (tỷ VND)	LNST 2009 (tỷ VND)	EPS 4 quý (VND/cp)	BV (VND/cp)	Trailing P/E (x)	P/BV 30/06/2010 (x)	Doanh thu (tỷ VND)	9T/2010 %KH	LNST (tỷ VND)	% KH
SJS	5.643	1.115	705	7.465	20.954	7,5	2,7	647	28,0%	329	32,7%
DIG	4.018	1.631	573	3.304	24.219	12,6	1,7	347	17,3%	210	42,0%
BCI	2.529	441	207	3.459	17.341	10,0	2,1	278*	30,9%	105*	37,3%
NTL	1.984	1.380	393	17.149	24.323	3,8	2,5	497*	30,1%	239*	45,5%
HDG	1.681	758	204	10.099	24.391	8,0	3,8	398*	51,7%	139*	55,8%
TDH	1.087	481	294	6.610	34.048	4,8	0,9	235	37,3%	181	75,6%
NBB	1.198	343	91	7.892	50.463	9,9	1,5	380	69,1%	122	110,9%

(*) KQKD 6 tháng đầu năm

Nguồn: Stox, VDSC tổng hợp

PHỤ LỤC

	2007	2008	2009	2010E
Báo cáo kết quả kinh doanh (Đơn vị: tỷ đồng)				
Doanh thu	189	600	481	493
Lợi nhuận HĐKD	46	260	209	130
Lợi nhuận trước thuế	187	282	357	320
Lợi nhuận sau thuế	163	198	294	240
EBIT	187	282	356	313
EBITDA	183	261	350	303
Bảng cân đối kế toán (Đơn vị: tỷ đồng)				
Tiền mặt	14	104	98	273
Tài sản ngắn hạn	606	704	890	1.276
Tài sản cố định	48	77	201	267
Tổng tài sản	1.140	1.444	1.837	2.342
Tổng nợ vay	12	81	155	184
Tổng nợ	339	412	535	832
Vốn chủ sở hữu	748	987	1.230	1.413
Tốc độ tăng trưởng (%)				
Doanh thu	33,6%	218,0%	-19,7%	2,3%
Lợi nhuận trước thuế	101,5%	50,9%	26,5%	-10,5%
Lợi nhuận sau thuế	104,7%	21,4%	48,4%	-18,6%
Tổng tài sản	29,1%	29,1%	27,9%	27,8%
Vốn chủ sở hữu	46,0%	32,0%	24,7%	14,9%
Khả năng sinh lợi (%)				
Lợi nhuận gộp / Doanh thu	42,5%	52,0%	55,0%	39,1%
Lợi nhuận trước thuế / Doanh thu	99,2%	47,1%	74,2%	64,9%
Lợi nhuận sau thuế / Doanh thu	86,7%	33,1%	61,2%	48,7%
ROA	48,3%	48,2%	55,0%	28,8%
ROE	21,9%	20,1%	23,9%	17,0%
Hiệu quả hoạt động (lần)				
Vòng quay Tổng tài sản	0,2	0,4	0,3	0,2
Vòng quay Vốn chủ sở hữu	0,2	0,6	0,4	0,3
Vòng quay các khoản phải thu	1,5	4,9	1,6	1,1
Vòng quay hàng tồn kho	0,2	0,7	0,5	0,5
Vòng quay các khoản phải trả	0,6	1,5	1,0	1,2
Khả năng thanh toán (lần)				
Khả năng thanh toán hiện hành	3,1	3,5	3,1	3,7
Khả năng thanh toán nhanh	0,8	1,5	1,5	2,1
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,1	0,9	0,4	0,8
Cấu trúc vốn (%)				
Tổng nợ/ Vốn chủ sở hữu	45,3%	41,7%	43,5%	58,9%
Nợ vay / Tổng tài sản	1,1%	5,6%	8,5%	7,9%
Tổng nợ / Tổng tài sản	29,7%	28,5%	29,1%	35,5%

LỊCH SỬ PHÂN TÍCH

Ngày phát hành	Loại báo cáo	Khuyến nghị	Giá tại ngày phát hành	Giá định giá
13/08/2009	Lần đầu	Nắm giữ	43.250	46.175

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.
- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.
- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.
- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Sài Gòn

147-149 Võ Văn Tần – Quận 3 – TP.HCM

Chi nhánh Đà Nẵng

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

Chi nhánh Hà Nội

74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm – Hà Nội

Chi nhánh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VDSC tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VDSC thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. **Bản quyền thuộc VDSC, 2010.**