



**Công ty Cổ phần Xây Dựng Số 5**

Ngành: Bất động sản

Lĩnh vực: Xây lắp và BĐS

Mã chứng khoán: SC5

Khuyến nghị đầu tư:

BÁN

Giá mục tiêu: 68.172 VNĐ

Giá hiện tại (ngày 20/11/2009): 74.500VNĐ

|                             |            |              |             |
|-----------------------------|------------|--------------|-------------|
| KL niêm yết                 | 10,319,993 | Vốn điều lệ  | 103,200,000 |
| KL lưu hành                 | 10,319,993 | EPS trailing | 3.12        |
| GTVH thị trường (triệu VNĐ) | 768,839    | BVS 30/9/09  | 19.52       |
| Giá thấp nhất trong 52 tuần | 93         | P/E          | 18          |
| Giá cao nhất trong 52 tuần  | 18         | P/B          | 3.2         |

Khuyến nghị của TVSI



**THÔNG TIN CƠ BẢN VỀ CỔ PHIẾU**

**Biểu đồ 1: Giá cổ phiếu trong vòng 1 năm**



**Thông tin cơ bản về doanh nghiệp**

|               |  |
|---------------|--|
| Tên công ty:  | Công ty cổ phần xây dựng số 5                      |
| Tên viết tắt: | SC5  |
| Tên quốc tế:  | Construction Joint Stock Company No 5              |
| Trụ sở chính: | 137 Lê Quang Định, P.14, Q. Bình Thạnh, TP. HCM    |
| Điện thoại:   | 84-08-8412624                                      |
| Fax:          | 84-08-8431078                                      |
| Website       | <a href="http://www.sc5.com.vn">www.sc5.com.vn</a> |

**Lĩnh vực hoạt động chính**

(1) Xây dựng các công trình dân dụng, công nghiệp, cấp thoát nước. (2) Đầu tư và kinh doanh địa ốc. (3) Kinh doanh mua bán vật liệu xây dựng. (4) Cho thuê thiết bị. (5) Cho thuê mặt bằng và văn phòng cho thuê

**Chỉ tiêu tài chính**

ĐV: Triệu đồng

| Chỉ tiêu tài chính    | 2007    | 2008      | 9T-2009   | 2009F     |
|-----------------------|---------|-----------|-----------|-----------|
| Doanh thu             | 772,347 | 832,659   | 860,942   | 1,307,274 |
| Lợi nhuận gộp         | 73,076  | 66,403    | 49,096    | 78,436    |
| Lợi nhuận SXKD        | 69,282  | 30,105    | 34,408    | 54,508    |
| LNST                  | 61,358  | 34,985    | 25,908    | 40,187    |
| Tổng tài sản          | 916,522 | 1,215,258 | 1,317,013 | 2,412,365 |
| Vốn chủ sở hữu        | 165,876 | 190,150   | 207,880   | 230,648   |
| ROE                   | 37%     | 18.4%     | 12.46%    | 17.42%    |
| ROA                   | 6.69%   | 2.89%     | 1.97%     | 1.67%     |
| EPS (VNĐ)             | 7,134   | 3,390     | 2,510     | 3,894     |
| Giá trị sổ sách (VNĐ) | 19.28   | 18.4      | 20.14     | 22.35     |

**Định giá cổ phiếu**

| Phương pháp                             | Giá            | Tỷ trọng |
|---|----------------|----------|
| Phương pháp chiết khấu luồng tiền (DDM) |                |          |
| Kịch bản lạc quan                       | 66.109 đồng/cp | 60%      |
| Kịch bản thận trọng                     | 71.803 đồng/cp |          |
| Phương pháp hệ số tương đối             |                |          |
| P/E                                     | 61.021 đồng/cp | 20%      |
| P/BV                                    | 64.459 đồng/cp | 20%      |

**Thông tin chính liên quan**

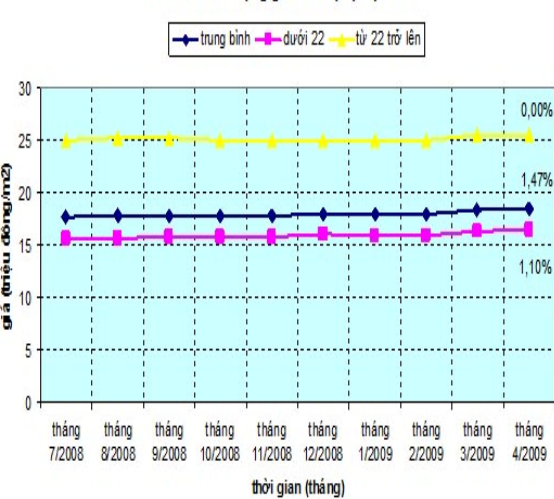
| Ngày       | Tin tức   | Nguồn  |
|------------|---|--|
| 12/11/2009 | SC5 và CNT hợp tác đầu tư xây dựng dự án chung cư An Phúc 750 tỷ đồng | <a href="http://www.cafef.net">www.cafef.net</a> |
| 29/10/2009 | Mục tiêu kế hoạch năm 2010 là 100 tỷ                                  | <a href="http://www.stox.vn">www.stox.vn</a>     |
| 19/10/2009 | Năm 2009 tập trung đầu tư 3 dự án nhà ở chung cư                      | <a href="http://www.cafef.net">www.cafef.net</a> |
| 14/06/2009 | Cổ phiếu Bất động sản và cơ hội ngành Xây dựng tăng trưởng hai con số | <a href="http://www.cafef.net">www.cafef.net</a> |
| 08/05/2009 | Ngành xây dựng dẫn đầu trong tăng trưởng kinh tế của Việt nam         | <a href="http://www.ashui.com">www.ashui.com</a> |

\*: Cơ sở dữ liệu được định dạng theo chuẩn quốc tế

## VỊ THẾ CÔNG TY TRONG NGÀNH

**SC5 là công ty có uy tín đối với đối tác trong và ngoài nước**

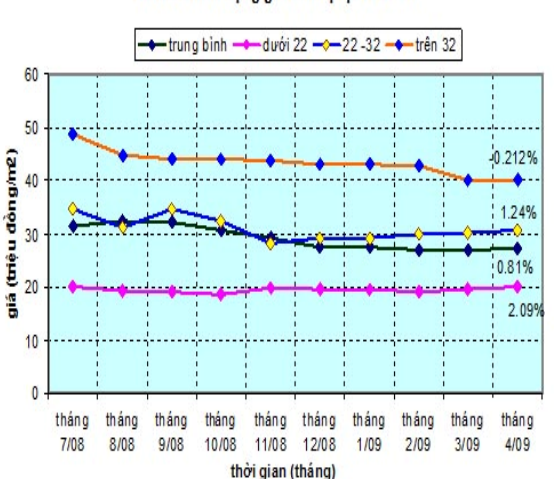
Biểu đồ biến động giá căn hộ tại TP.HN



**Nguồn: Hiệp hội BĐS Việt Nam**

**Nhu cầu thị trường về nhà ở là rất lớn, đặc biệt là sản phẩm căn hộ có diện tích 50- 60m². Trong đó, có tới 90% mua để ở, chỉ có 10% là các nhà đầu tư.**

Biểu đồ biến động giá căn hộ tại TP.HCM



**Nguồn: Hiệp hội BĐS Việt Nam**

### Tác động từ phía cung

Theo dự báo của công ty tư vấn bất động sản CBRE, nguồn cung văn phòng tăng 122% trong ba năm 2009-2011, tương ứng hơn 1 triệu m² mặt bằng văn phòng. Thị trường bất động sản bán lẻ và nhà ở có giá trị thấp đang được xem là xu hướng bùng nổ của năm 2009.

Mặc dù nền kinh tế đang trên đà phục hồi nhưng thị trường bán lẻ của Việt Nam vẫn còn nhiều tiềm năng với tốc độ tăng trưởng trung bình đạt khoảng 20%/năm. Theo báo cáo của tổ chức AT Kearney, Việt Nam được đánh giá là thị trường bán lẻ tiềm năng nhất thế giới trong năm 2008. Trong khi đó, các nguồn cung mặt sàn bán lẻ không nhiều, các doanh nghiệp lại đang cố gắng đẩy mạnh tìm kiếm các địa điểm kinh doanh đẹp dẫn đến giá cho thuê tăng mạnh trong thời gian qua.

Hiện tại, TP. HCM đang có hơn 70 cao ốc văn phòng cho thuê, trong đó cao ốc loại A chỉ có hơn 10 tòa nhà với tổng diện tích cho thuê khoảng 140.000 m², loại B có 15 tòa nhà với tổng diện tích khoảng 167.000, loại C khoảng 35 tòa nhà với tổng diện tích khoảng 95.000 m².

Về giá cho thuê, nếu chưa kể thuế VAT thì giá của các cao ốc loại A từ 26-36 USD/m²/tháng. Theo như các công ty quản lý và cho thuê BĐS, do tình hình cung cầu trên thị trường mà giá cho thuê trên địa bàn HCM có khả năng tăng 10% trong những năm tới. Do những yếu tố xuất phát từ nguồn cung và quỹ đất dần trải tại khu vực TP.HCM, SC5 đã gây dựng cho mình được thương hiệu mạnh tại thị trường miền Nam.

Thị trường mà SC5 hướng tới là nhà ở, chung cư ở các tỉnh miền Nam. Trong đó, công ty đã đầu tư thành công nhiều khu nhà ở, chung cư với các khách hàng trên địa bàn quận Gò Vấp, Bình Thạnh, Quận 9, Quận Thủ Đức. Ngoài ra, có một số căn hộ cao cấp như khu chung cư Mỹ Phước, An Lộc, Mỹ Kim (quận Thủ Đức) và khu nhà ở Phước Long (quận 9).

### Tác động từ phía cầu

Dự báo tới năm 2020, tốc độ đô thị hóa sẽ được đẩy mạnh, tăng diện tích đất sử dụng hiện tại từ 105.000ha lên gấp 4 lần đến 460.000ha. Một con số dự báo khác đưa ra là nhu cầu nhà ở sẽ tăng thêm 35 triệu m² mỗi năm. Theo quyết định phê duyệt định hướng phát triển nhà ở đến năm 2020 của Thủ tướng Chính phủ, diện tích nhà bình quân đầu người phải đạt mức 15m² sàn vào năm 2010 và 20m² sàn vào năm 2020, chất lượng nhà ở phải đạt tiêu chuẩn quốc gia. Quyết định này sẽ có tác động khuyến khích rất lớn đối với việc phát triển nhà ở trong căn hộ chung cư cao tầng để tăng nhanh quỹ nhà ở, tiết kiệm đất đai.

Theo thống kê của Bộ Kế hoạch & Đầu tư, mỗi tuần khoảng 90 - 100 doanh nghiệp Việt Nam được cấp giấy đăng ký kinh doanh và phần lớn các doanh nghiệp nói trên có nhu cầu thuê văn phòng. Nhiều doanh nghiệp có nhu cầu mở rộng qui mô hoạt động, chuyển đổi văn phòng sang những tòa nhà cao cấp để nâng cao hình ảnh, vị thế của doanh nghiệp. Theo dự báo của CBRE tiềm lực phát triển của các cao ốc văn phòng hạng A sẽ tăng cao. Các công ty Việt Nam có khuynh hướng tìm văn phòng cho thuê hạng B và C.

Cuối quý 2/2009, dư nợ cho vay đầu tư, kinh doanh BĐS của hệ thống ngân hàng tăng lên đến 10.48%, mức tăng trưởng tín dụng lên đến 30%, nguy cơ lạm phát quay trở lại khiến cho nhiều ngân hàng phải đánh giá lại khoản vay BĐS trong toàn hệ thống ngân hàng và hạn chế cho vay đầu tư kinh doanh BĐS. Việc thắt chặt tăng trưởng tín dụng sẽ hạn chế cầu BĐS, đặc biệt trong phân khúc nhà ở, khu đô thị.

## VỊ THẾ CÔNG TY TRONG NGÀNH

### Sự cạnh tranh của các doanh nghiệp cùng ngành

**Ngày càng nhiều đối thủ cạnh tranh sẽ làm giảm thị phần của công ty nhưng với lợi thế sẵn có của mình, công ty có đủ năng lực để kiểm soát rủi ro này và từng bước mở rộng HĐSXKD**

Theo nhận định của các nhà đầu tư nước ngoài, thị trường bất động sản Việt Nam đang có sức hấp dẫn thuộc hàng bậc nhất so với các thị trường bất động sản khu vực cũng như trên thế giới, do những khoản chênh lệch lợi nhuận khổng lồ. Hàng loạt các phái đoàn doanh nghiệp quốc tế đã đến thăm dò, tìm hiểu môi trường đầu tư BĐS tại Việt Nam. Rất nhiều quỹ đầu tư nước ngoài đã, đang và sắp rót hàng tỷ đô la vào môi trường hấp dẫn này.

Luật Đầu tư mới đã tạo nhiều điều kiện thông thoáng cho việc thu hút nguồn vốn ngoại đầu tư vào lĩnh vực này như: không phân biệt giữa nhà đầu tư trong nước và nước ngoài, cho phép các ĐTNN được sở hữu 100% dự án BĐS, tạo điều kiện cho các nhà ĐTNN được tiếp cận nguồn vốn, đất đai, hay được phép chuyển nhượng vốn đầu tư, dự án... càng kích thích nhu cầu đầu tư vào thị trường này của khối đầu tư nước ngoài.

Hàng loạt các doanh nghiệp BĐS được thành lập. Các TCT nhà nước cũng tham gia với sự thành lập của các Tập đoàn BĐS như Hud Land của Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển nhà (HUD), Lilama Land của Tổng Công ty lắp máy Việt Nam (Lilama), Viglacera Land của Tổng Công ty Thủy tinh và Gốm xây dựng (Viglacera) ... nhưng danh sách các doanh nghiệp BĐS được thành lập từ các tập đoàn, công ty còn nhiều hơn như: R.E.E Land của CTCP Cơ điện lạnh (REE), Tập đoàn Kinh Đô, CTCP Dệt may Thành Công (TCM), Tập đoàn Than và Khoáng sản Việt Nam (TKV), Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) ...

Hiện tại trên thị trường chứng khoán niêm yết có khoảng 25 công ty hoạt động trong lĩnh vực BĐS nên càng gây sức ép lớn từ phía đối thủ cạnh tranh. Xét về mặt quy mô, SC5 là công ty thuộc nhóm trung bình trong ngành nên sẽ phải cạnh tranh với nhiều công ty lớn như Vinaconex, coteccons, TCT Xây Dựng và Phát Triển hạ tầng-LICOGI

### Sự đối mặt với các rào cản của thị trường

**SC5 có quy mô trung bình ngành nên những yếu tố tác động đến ngành sẽ ảnh hưởng trực tiếp với mức độ tương đương đến HĐKD của doanh nghiệp**

Dựa trên quy mô tổng tài sản và giá trị vốn hóa cho đến cuối quý 3 năm 2009, SC5 ở mức trung bình ngành bất động sản, nhưng nếu xét về thâm niên thị trường, SC5 đã tham gia vào lĩnh vực kinh doanh nhà 30 năm song song với chức năng xây lắp truyền thống và là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực đầu tư và kinh doanh địa ốc tại TP. HCM. Cùng với kinh nghiệm tham gia vào các dự án quy mô lớn SC5 nên vị thế của SC5 sẽ tiếp tục được duy trì và hầu như không có rào cản khi hoạt động trong ngành

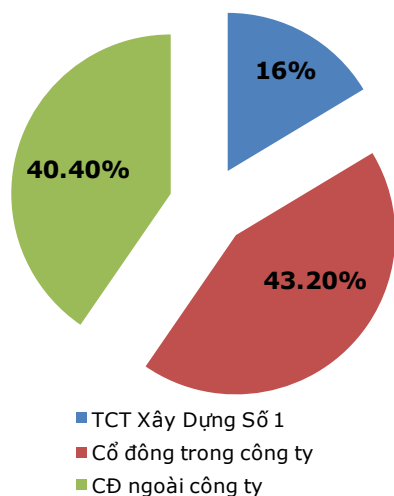
SC5 có quy mô trung bình ngành nên những yếu tố tác động đến ngành sẽ ảnh hưởng trực tiếp với mức độ tương đương đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Rào cản của thị trường bất động sản cũng sẽ là rào cản của doanh nghiệp. Theo nhiều chuyên gia nhận định, ba yếu tố được coi là rào cản cho sự phát triển của thị trường bất động sản Việt Nam bao gồm **việc vay mượn không dễ dàng, thủ tục hành chính rắc rối và cung cầu mất cân đối**.

Tại Việt Nam hình thức huy động vốn chưa phát triển đa dạng, trong khi ở nước ngoài, các công cụ như trái phiếu bất động sản, quỹ tín thác bất động sản (REIT) hoặc các hình thức bảo hiểm cho dự án... phát triển rất mạnh. Điều này khiến cho thị trường Việt Nam hầu như chỉ tập trung sử dụng duy nhất hình thức huy động vốn theo kiểu hợp đồng đặt cọc, hợp đồng góp vốn.

Xét về khía cạnh cung cầu, cách đây 2 năm, khi phân khúc căn hộ "nóng" lên, các khu căn hộ cao cấp được các chủ đầu tư đua nhau xây dựng, trong khi nhu cầu của đại đa số cư dân đô thị là phân khúc căn hộ giá trung bình và giá thấp. Vì vậy, đến nay, khi thị trường nguội lạnh, số vụ giao dịch chuyển nhượng đối với loại căn hộ cao cấp đã giảm 30- 35% . Các phân khúc thị trường khác cũng giảm sút nghiêm trọng. Giá căn hộ dịch vụ cho thuê, chẳng hạn, đã giảm từ 25-30%

## TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

**Cơ cấu cổ đông ngày 24/12/2007**



### Chiến lược phát triển và triển vọng

Công ty tiếp tục củng cố, phát triển nghề truyền thống xây lắp để trở thành một nhà thầu xây dựng chuyên nghiệp đủ khả năng nhận thầu các công trình lớn. Mặt khác, tiếp tục phát triển các dự án đầu tư xây dựng chung cư, khu quy hoạch dân cư. Hiện tại, các dự án của SC5 đều đầu tư vào các dự án chung cư cao tầng với tiến độ đến năm 2015. Điều này có thể phản ánh thị trường mục tiêu mà SC5 đang hướng tới là chung cư đối với người có mức thu nhập trung bình.

Với thế mạnh về xây dựng, công ty tiếp tục tự thực hiện các dự án đầu tư xây dựng chung cư, khu quy hoạch dân cư do công ty làm chủ đầu tư với mục tiêu "lĩnh vực xây lắp hỗ trợ lĩnh vực đầu tư kinh doanh bất động sản". Do đó, lĩnh vực xây lắp được coi là nền tảng giúp cho tăng doanh thu của hoạt động kinh doanh bất động sản, tăng thêm giá trị gia tăng, nhằm giảm thiểu chi phí đầu tư và đem lại hiệu quả kinh tế

Ngoài hai lĩnh vực chủ lực trên, trong thời gian tới Công ty sẽ tiếp tục củng cố, mở rộng và phát triển các lĩnh vực kinh doanh khác như: cho thuê mặt bằng, văn phòng cho thuê, kinh doanh vật liệu xây dựng, cho thuê máy móc, thiết bị xây dựng, kinh doanh tài chính.

Mục tiêu của Công ty là trở thành một trong những công ty bất động sản hàng đầu tại Việt Nam và sở hữu các bất động sản lớn. Có thể coi đây là mục tiêu dài hạn của công ty vì hiện tại SC5 cần phải mở rộng thương hiệu ra toàn quốc, nâng cao năng lực cạnh tranh để nhận được các dự án có tầm cỡ so với các công ty xây dựng khác có quy mô lớn và kinh nghiệm lâu năm.

### Quan hệ với cổ đông chiến lược

SC5 hiện tại chưa có cổ đông chiến lược, SC5 mới chỉ có Tổng Công ty Xây dựng số 1 chiếm giữ 16.4% tổng số vốn điều lệ. Do đó không có công ty nào nắm giữ quyền kiểm soát hoặc cổ phần chi phối công ty Cổ phần xây dựng số 5. Ngoài ra, SC5 cũng không nắm quyền kiểm soát hoặc cổ phần chi phối đối với công ty khác

### Cơ cấu cổ đông và thành viên ban điều hành

Ông Trần Quang Mỹ đã có hơn 30 năm kinh nghiệm trong ngành xây dựng. Ông được giữ chức quyền giám đốc năm 1999 và chính thức được bổ nhiệm giám đốc công ty xây dựng số 5 vào năm 2000. Từ tháng 12/2003 cho đến nay, ông được giữ chức chủ tịch HĐQT kiêm TGD công ty.

Nhìn chung về ban điều hành, HĐQT, SC5 có đội ngũ lãnh đạo dày dặn kinh nghiệm trong ngành xây dựng và bất động sản. Họ từng là những người công nhân, kỹ sư có trình độ chuyên môn cao phù hợp với lĩnh vực công tác. Do đó, họ hiểu được cơ cấu và tính chất công việc trong ngành để quản lý và thúc đẩy năng suất hoạt động của công ty để vạch ra mục tiêu chiến lược kinh doanh lâu dài của công ty

### Chính sách cổ tức của công ty

Căn cứ vào tình hình chi trả cổ tức của công ty có thể nhận thấy SC5 duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức khá ổn định, chỉ trừ có năm 2007 (10%) do công ty chi trả cổ tức của năm tài chính năm 2007 vào năm 2008, khi mà tình hình hoạt động kinh doanh của công ty đối mặt với nhiều khó khăn như lãi suất tăng cao, sản xuất kinh doanh đình trệ, thị trường chứng khoán và bất động sản giảm mạnh, giá nguyên liệu đầu vào tăng đột biến. Chính vì vậy mà công ty đã quyết định chi trả cổ tức giảm đi một nửa so với các năm trước. Tuy nhiên, trong điều kiện khó khăn như vậy, công ty vẫn có thể chi trả tỷ lệ cổ tức không quá thấp, điều đó cho thấy sự ổn định trong chính sách cổ tức của công ty và quyền lợi của cổ đông được đảm bảo

| Thông tin về CĐ<br>ngày 05/03/2009 | Số CP nắm giữ | Tỷ lệ  |
|------------------------------------|---------------|--------|
| Cổ đông NN                         | 1,449,120     | 14.04% |
| HĐQT và ban TGD                    | 961,194       | 9.31%  |
| Ban Kiểm Soát                      | 90,720        | 0.94%  |
| Cán bộ CNV                         | 2,319,782     | 22.48% |
| CĐ trong nước ngoài công ty        | 5,060,399     | 49.03% |
| CĐ nước ngoài                      | 432,778       | 4.20%  |

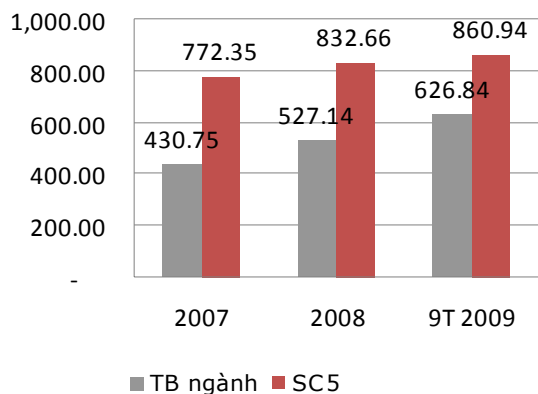
| Họ tên          | Chức vụ               | Tỷ lệ (%) |
|-----------------|-----------------------|-----------|
| Trần Quang Mỹ   | Chủ tịch kiêm TGD     | 4.65      |
| Nguyễn Chí Linh | Phó Chủ tịch          | 3.14      |
| Giang Văn Hoàn  | Ủy viên HĐQT          | 0.58      |
| Phạm Văn Từ     | Ủy viên, kiêm Phó TGD |           |
| Lê Hữu Hòe      | Ủy viên, kiêm Phó TGD | 0.58      |

| Năm  | Tỷ lệ chi trả cổ tức | Hình thức |
|------|----------------------|-----------|
| 2005 | 20%                  | Tiền mặt  |
| 2006 | 20%                  | Tiền mặt  |
| 2007 | 10%                  | Tiền mặt  |
| 2008 | 20%                  | Tiền mặt  |



## TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

**Biểu đồ 2: Tăng trưởng doanh thu**



### Tăng trưởng doanh thu của công ty

Doanh thu của SC5 có xu hướng tăng dần qua các năm. So với năm 2008, doanh thu của SC5 9 tháng đầu năm 2009 bằng 103% so với doanh thu của cả năm 2008. Tuy nhiên, đây cũng là xu hướng chung của cả ngành, thậm chí tốc độ tăng doanh thu sau 3 quý tăng thấp hơn ngành (118%).

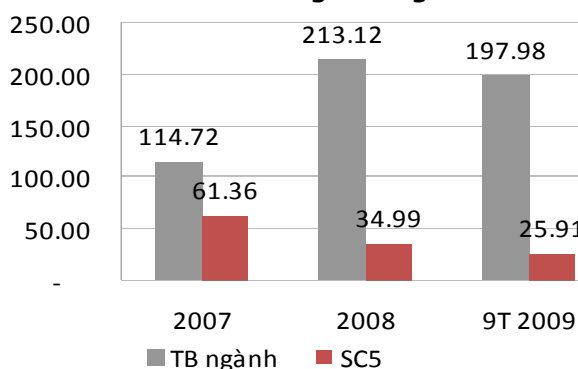
SC5 có 3 mảng kinh doanh chính: xây lắp, kinh doanh BĐS, và kinh doanh vật tư, thiết bị. Trong đó, lĩnh vực xây lắp là lĩnh vực chính và truyền thống, đóng góp hơn 75% vào tổng doanh thu năm 2008. Lĩnh vực kinh doanh bất động sản được coi là hoạt động chủ lực của công ty, mang lại 18.8% doanh thu năm 2008. Ngoài ra, công ty còn kinh doanh mua bán VLXD, cho thuê thiết bị và thuê mặt bằng và văn phòng cho thuê. Đó cũng là một thế mạnh của công ty do có lợi thế là một công ty kinh doanh BĐS và chủ đầu tư của nhiều dự án.

### Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế

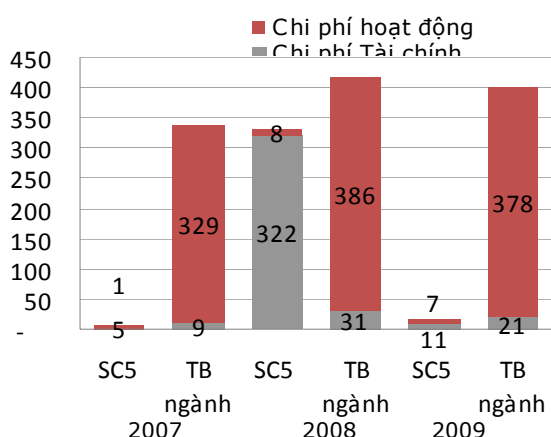
Trái ngược với xu hướng tăng doanh thu qua các năm, lợi nhuận của SC5 năm 2008 chỉ gần bằng một nửa so với năm 2007. Điều này có thể được giải thích bởi diễn biến thị trường BĐS đầu năm 2008 phát triển quá nóng rồi chuyển sang đóng băng vào cuối năm đã gây khó khăn cho danh nghiệp. Tuy nhiên khi so sánh với LNST ngành, tình hình hoạt động của SC5 không khả quan bằng ngành vì năm 2008 chứng kiến sự tăng trưởng LNST gấp đôi so với năm trước đó.

Lợi nhuận sau thuế quý III của SC5 đạt 8,79 tỷ đồng, tăng 70,1% so với quý III/2008, tương đương tăng 3,62 tỷ đồng. Lũy kế 9 tháng đầu năm đạt 25,91 tỷ đồng, giảm 2,6 tỷ đồng, tương đương giảm 9,1% so với cùng kỳ năm 2008. Dựa trên tình hình thực hiện năm nay, HDQT phấn đấu đạt mức lợi nhuận của năm 2009 là 50 tỷ đồng, vượt 22% so với kế hoạch đầu năm (kế hoạch đặt ra là 41,05 tỷ đồng). Mục tiêu lợi nhuận năm 2010 là 100 tỷ đồng dựa trên việc bắt đầu khai thác một phần dự án Khu Chung Cư Mỹ Đức, phường 21, Quận Bình Thạnh, TPHCM

**Biểu đồ 3: tăng trưởng LNST**



**Biểu đồ 4: Cơ cấu chi phí của SC5**



### Cơ cấu chi phí của doanh nghiệp

Xét theo trung bình ngành, tỷ lệ chi phí HĐSXKD luôn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng chi phí. Ngược lại, SC 5 lại có cơ cấu hoàn toàn khác khi tỷ trọng chi phí tài chính luôn luôn cao hơn chi phí HĐSX KD, đặc biệt là năm 2008 khi chi phí tài chính tăng mạnh lên 32tỷ trong đó, chi phí lãi vay tăng lên 5.8 tỷ. Điều này là do năm 2008 công ty sử dụng vốn vay ngắn hạn gấp đôi so với năm 2007 (253.8 tỷ so với 152 tỷ) để phục vụ thi công xây dựng các công trình, chung cư, nhà ở.

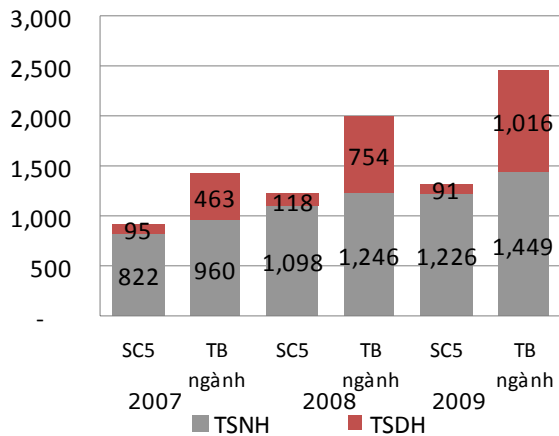
Cho đến 9 tháng đầu năm 2009, chi phí tài chính đã giảm đi 1/3 so với năm 2008 nhưng chi phí lãi vay vẫn giữ nguyên mức do SC5 tiếp tục dùng chính sách đòn bẩy khi tăng gấp đôi khoản vay từ Ngân hàng Công Thương và vay cá nhân tính đến cuối quý 3. Việc giảm chi phí tài chính một phần bắt nguồn từ việc giảm khoản dự phòng giảm giá đầu tư tài chính dài hạn của SC5 từ 25 tỷ xuống 9 tỷ.

| Tên dự án                           | Mục tiêu                              | Tổng vốn ĐT (tỷ)       | DT             | Tiến độ                | Giá bán (triệu/m2)         |
|-------------------------------------|---------------------------------------|------------------------|----------------|------------------------|----------------------------|
| 1 XD khu dân cư Phường Phước Long B | Xây dựng khu nhà và chung cư cao tầng | 450                    | 56.35          | 2004-2010              | 9.8                        |
| 2 XD chung cư Mỹ Đức                | xây dựng chung cư cao tầng            | 1387.7                 | 32.78          | 2007-2012              | 14                         |
| 3 XD + TT cao tầng                  | chung cư, TTTM, VP cho thuê 37        | GD1: 3580<br>GD2: 5600 | 30.15<br>50.90 | 2007-2010<br>2010-2015 | 2.000USD/m2<br>2.000USD/m2 |
| 4 XD Chung cư cao tầng P7-Q11       | Xây dựng chung cư cao tầng            | 650                    | 12,400         | 2007-2012              | 15                         |
| 5 XD chung cư cao tầng Mỹ Long      | Xây dựng chung cư cao tầng            | 116.99                 | 3,004          | 2008-2010              | 10                         |
| 6 XD chung cư Thanh Đa              | Xây dựng chung cư cao tầng            | 636                    |                | 2008-2012              |                            |

## TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

### Tình hình tài sản của doanh nghiệp

**Biểu đồ 5: Tổng tài sản**



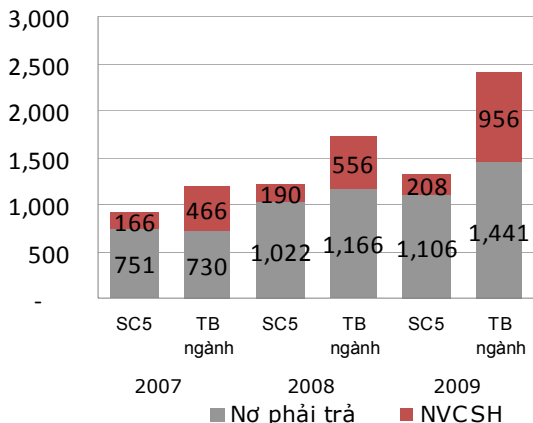
Có thể thấy, tổng tài sản của SC5 thấp hơn tổng tài sản bình quân của ngành, điều này cho thấy quy mô trung bình và vị thế của SC5 trong mối tương quan với ngành.

Cũng như các công ty khác trong ngành bất động sản, SC5 sử dụng nhiều tài sản ngắn hạn trong cơ cấu tài sản, thường gấp 9-10 lần tài sản dài hạn. Trong cơ cấu tài sản ngắn hạn, lượng tiền mặt của SC5 tăng mạnh từ năm 2008 dù cho doanh thu và lợi nhuận năm 2008 giảm. Điều này phản ánh khả năng sử dụng nguồn vốn ngắn hạn của doanh nghiệp không tốt trong năm 2008. Lượng hàng tồn kho tăng lên đến 803 tỷ là nhân tố khiến tổng tài sản tăng, nhưng điều đó thể hiện tình hình hoạt động kinh doanh của công ty kém hiệu quả trong năm 2008 và khả năng kiểm soát lượng hàng hóa không tốt. Mặc dù năm 2008 là năm không thuận lợi của thị trường địa ốc nên công ty chỉ khởi công một dự án chung cư Mỹ Long tại khu vực Thủ Đức để đưa vào hoàn thiện trong tháng 9/2009. Chính vì vậy, tài sản cố định của công ty được chuyển dần vào cuối năm góp phần làm tăng tài sản cố định của công ty lên 50 tỷ đồng.

So với năm 2008, 9 tháng đầu năm 2009 tài sản của SC5 tăng hơn năm 2008, nhưng tỷ trọng tài sản dài hạn của SC5 giảm đi do công ty giảm khoản đầu tư vào cổ phiếu BCI từ 56 tỷ vào 16 tỷ để hiện thực hóa lợi nhuận. Ngược lại, tỷ trọng tài sản ngắn hạn tăng do chi phí SXKD dở dang tăng từ 797 tỷ lên 900 tỷ đồng. Điều này phản ánh công ty đang thực hiện nhiều dự án và đang trong giai đoạn triển khai như chung cư Mỹ Đức, chung cư cao tầng Mỹ Long, Thanh Đa.

### Tình hình nguồn vốn của doanh nghiệp

**Biểu đồ 6: Cơ cấu nguồn vốn**



Ngành xây dựng và bất động sản là ngành đòi hỏi vốn lớn, thời gian thi công kéo dài, giải ngân vốn thường chậm, quá trình hoàn tất hồ sơ thi công thường mất nhiều thời gian, vì vậy, ảnh hưởng đến tình hình tài chính và công nợ phải thu, phải trả của công ty.

Chính vì, vậy SC5 cũng như các doanh nghiệp xây dựng và kinh doanh BĐS luôn phải huy động nguồn vốn vay ngắn hạn để chi trả cho việc xây dựng và phục vụ cho các công trình. Do đó, tỷ lệ nợ phải trả trên tổng nguồn vốn của công ty luôn trên mức 82%. Tuy nhiên tỷ lệ này chưa đáng báo động và vẫn nằm trong mức độ kiểm soát khả năng trả nợ của công ty.

Mặc dù, nợ phải trả của công ty tăng 136% so với năm 2007 nhưng công ty đã cơ cấu lại nguồn vốn nhằm giảm thiểu rủi ro bằng cách nâng vốn điều lệ từ 86 tỷ đồng lên 103.2 tỷ đồng. Ngoài việc cơ cấu lại nguồn vốn nhằm giảm thiểu rủi ro thanh toán, nguồn vốn huy động còn nhằm đầu tư vào các dự án của SC5.

| Khóan vay ngắn hạn năm 2008                  |               |              |               |
|--|---------------|--------------|---------------|
| Tên ngân hàng                                | Hạn mức TD    | Thời hạn vay | Lãi suất      |
| <b>1. Ngân hàng NN&amp;PT Nông thôn -CN3</b> |               |              |               |
| Lần 1 (02/12/2008)                           | 200 tỷ VNĐ    | 12 tháng     | 16.5%/năm     |
| <b>2. Ngân hàng Công Thương Việt Nam</b>     |               |              |               |
| Lần 1 (15/05/2007)                           | 40 tỷ VNĐ     | 25 tháng     | 1%/tháng      |
| Lần 2 (25/10/2008)                           | 10 tỷ VNĐ     | 9 tháng      | 1%/tháng      |
| Lần 3 (05/11/2008)                           | 25 tỷ VNĐ     | 9 tháng      | 1%/tháng      |
| Lần 4 (18/11/2008)                           | 20 tỷ VNĐ     | 6 tháng      | 1%/tháng      |
| Lần 5 (25/11/2008)                           | 20 tỷ VNĐ     | 10 tháng     | 1%/tháng      |
| <b>3. Ngân hàng HSBC</b>                     |               |              |               |
| Lần 1 (14/12/2008)                           | 2.8 triệu USD | 12 tháng     | 1.75%/năm     |
| <b>4. CB_CNV</b>                             |               |              |               |
| Lần 1  | 93.75 tỷ VNĐ  | 12 tháng     | 1.4%-2%/tháng |

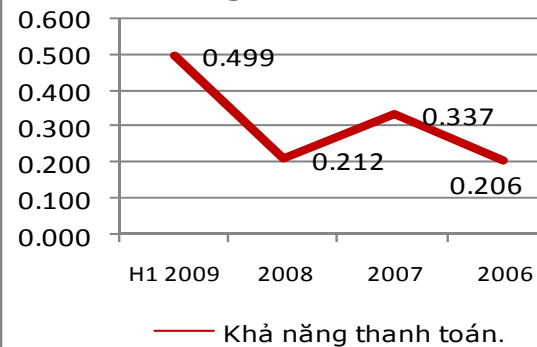
## PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

### Tỷ số khả năng thanh toán

|                             | SC5         |             |             | LCG         |             |             | NTL         |             |             |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                             | Q3/09       | Q2/09       | Q1/09       | Q3/09       | Q2/09       | Q1/09       | Q3/09       | Q2/09       | Q1/09       |
| <b>Thanh toán hiện hành</b> | <b>1.22</b> | <b>1.22</b> | <b>1.22</b> | <b>1.96</b> | <b>1.86</b> | <b>1.74</b> | <b>1.35</b> | <b>1.32</b> | <b>1.29</b> |
| <b>Thanh toán nhanh</b>     | <b>0.32</b> | <b>0.35</b> | <b>0.39</b> | <b>1.58</b> | <b>1.37</b> | <b>1.2</b>  | <b>0.73</b> | <b>0.59</b> | <b>0.45</b> |

*Nguồn: BCTC của công ty, TVSI tổng hợp*

#### Khả năng thanh toán nhanh



Khả năng thanh toán của SC5 giữ nguyên tại mức ổn định 1.22. Mặc dù chỉ số này ở mức an toàn (lớn hơn 1) nhưng so với 2 công ty cùng ngành là LCG và NTL thì chỉ số này còn khá khiêm tốn. Nhưng chỉ số này được coi là hợp lý khi quy mô vốn của công ty thấp hơn so với NTL và LCG và công ty buộc phải vay nợ để đáp ứng nhu cầu về vốn triển khai công trình xây dựng và kinh doanh Bất động sản.

Tuy nhiên, do lượng hàng tồn kho của SC5 là khá lớn khiến cho khả năng thanh toán nhanh của công ty rất thấp so với LCG và NTL và khả năng thanh toán nhanh năm 2008 thấp hơn năm 2007 và năm 2006. Cụ thể, lượng hàng tồn kho năm 2008 tăng 54.7% so với năm 2007 và tăng 366.5% so với năm 2006 chủ yếu là do chi phí sản xuất kinh doanh dở dang của các công trình thi công xây lắp và một số dự án chung cư của công ty đã hoàn thành và chuẩn bị đưa vào khai thác. Nếu không có chính sách bán hàng hợp lý và quản lý hàng tồn kho thì sẽ ảnh hưởng lớn đến khả năng thanh toán của công ty.

### Tỷ số năng lực hoạt động

|                               | SC5   |       |       | LCG    |        |         | NTL   |       |        |
|-------------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|---------|-------|-------|--------|
|                               | Q3/09 | Q2/09 | Q1/09 | Q3/09  | Q2/09  | Q1/09   | Q3/09 | Q2/09 | Q1/09  |
| <b>Kỳ thu tiền bình quân</b>  | 77.33 | 62.57 | 52.51 | 361.14 | 247.86 | 2132.07 | 48.88 | 73.60 | 850.94 |
| <b>Tiền mặt/DT</b>            | 0.32  | 0.22  | 0.06  | 0.24   | 0.07   | 0.47    | 0.9   | 0.73  | 6.07   |
| <b>Vòng quay HTK</b>          | 0.23  | 0.35  | 0.48  | 0.52   | 0.5    | 0.09    | 0.31  | 0.25  | 0.02   |
| <b>Vòng quay TSCĐ</b>         | 4.72  | 6.32  | 6.62  | 0.49   | 1.07   | 0.11    | 52.07 | 34.87 | 2.14   |
| <b>Vòng quay tổng tài sản</b> | 0.17  | 0.25  | 0.31  | 0.1    | 0.18   | 0.02    | 0.34  | 0.23  | 0.02   |
| <b>Vốn lưu động/DT</b>        | 0.98  | 0.67  | 0.53  | 2.81   | 1.84   | 15.51   | 0.75  | 1.02  | 11.9   |
| <b>Nợ phải trả/DT</b>         | 4.91  | 3.41  | 2.65  | 4.58   | 2.95   | 28.75   | 2.14  | 3.17  | 40.91  |

*Nguồn: BCTC của công ty, TVSI tổng hợp*

Xét về kỳ thu tiền bình quân, SC5 quản lý khoản phải thu không đến mức chặt chẽ như LCG và NTL. Điều đó phản ánh chính sách quản lý thận trọng của LCG và NTL trong bối cảnh nền kinh tế đang phục hồi.

Các chỉ tiêu của ba công ty thể hiện hiệu suất sử dụng tài sản như vòng quay hàng tồn kho, tiền mặt/DT và vòng quay tổng tài sản đều tương đương nhau và ở mức thấp. Tuy nhiên, chỉ số đo lường hiệu suất sử dụng tài sản cố định và tỷ lệ cơ cấu nguồn vốn trên DT có sự khác biệt giữa 3 công ty. Vòng quay TTS của SC5 ở mức trung bình và không có sự biến động mạnh, dao động từ xấp xỉ 5 đến 6.5, trong khi NTL có sự thay đổi đột biến khi hiệu suất tăng chóng mặt từ 2.14 lần trong quý 1 lên tận 34.87 lần trong quý 2 và 52.07 lần trong quý 3. Nguyên nhân lý giải cho sự dao động mạnh của chỉ tiêu phản ánh hiệu quả của TSCĐ là NTL vẫn nhận được doanh thu lớn từ hoạt động kinh doanh, trong khi vẫn hạn chế chi phí hoạt động.

**Nói tóm lại, SC5 luôn cố gắng duy trì chính sách ổn định qua các năm**

## PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

### Tỷ số cơ cấu vốn

|                               | SC5   |       |       | LCG   |       |       | NTL   |       |       |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Cơ cấu vốn                    | Q3/09 | Q2/09 | Q1/09 | Q3/09 | Q2/09 | Q1/09 | Q3/09 | Q2/09 | Q1/09 |
| <b>Nợ phải trả/<br/>NVCSH</b> | 5.32  | 5.28  | 4.36  | 0.85  | 1.18  | 1.22  | 2.68  | 2.9   | 3.08  |
| <b>Nợ phải trả/TTS</b>        | 0.84  | 0.84  | 0.81  | 0.46  | 0.54  | 0.55  | 0.73  | 0.74  | 0.75  |

**Nguồn: BCTC của công ty, TVSI tổng hợp**

Nợ trên TTS của SC5 có chiều hướng đi lên, tính đến cuối quý 3 là 84% là tương đối cao. Tuy nhiên, công ty chiếm dụng vốn của KH là chủ yếu. Các khoản tiền trả trước của KH kể cả ngắn hạn và dài hạn chiếm khoảng 42%, nợ vay ngân hàng chiếm 32%.

So với LCG và NTL, SC5 đẩy mạnh vay ngắn hạn để đầu tư vào các dự án chủ yếu trong hoạt động xây lắp của mình. Công ty vay nhiều nhất qua ngân hàng Công Thương Việt Nam với mức gấp đôi lần so với giai đoạn đầu năm 2009 bởi lãi suất mà ngân hàng Công Thương đưa ra là thấp hơn so với các ngân hàng khác.

### Tỷ số khả năng sinh lời

|                                   | SC5   |       |       | LCG   |       |        | NTL   |       |       |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|                                   | Q3/09 | Q2/09 | Q1/09 | Q3/09 | Q2/09 | Q1/09  | Q3/09 | Q2/09 | Q1/09 |
| <b>Lợi nhuận biên<br/>gộp (%)</b> | 7.5   | 5.53  | 4.63  | 41.14 | 47.68 | 1.7    | 59.39 | 42.3  | 42.73 |
| <b>LNBTT (%)</b>                  | 5.2   | 3.7   | 3.49  | 57.06 | 25.98 | 188.55 | 59.08 | 42.08 | 35.48 |
| <b>LNBST (%)</b>                  | 3.9   | 2.78  | 2.62  | 47.02 | 21.41 | 155.6  | 40.64 | 31.79 | 26.61 |
| <b>ROA (%)</b>                    | 0.67  | 0.68  | 0.8   | 4.71  | 3.93  | 2.98   | 13.83 | 7.47  | 0.49  |
| <b>ROE (%)</b>                    | 4.23  | 4.3   | 4.31  | 8.72  | 8.6   | 6.63   | 50.92 | 29.19 | 2     |

**Nguồn: BCTC của công ty, TVSI tổng hợp**

Tỷ lệ sinh lời của SC5 thấp hơn rất nhiều so với LCG hay NTL, điều đó phản ánh khả năng sinh lời của SC5 còn hạn chế so với công ty cùng ngành. Tuy nhiên, các chỉ số phản ánh sự tăng đều qua từng quý, trừ ROA và ROE hầu như không thay đổi nhiều sau 9 tháng đầu năm.

So với năm 2008 và 2007, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm xuống 5.1%, ROA của công ty năm 2008 giảm còn 2.9 % so với năm 2007. ROE năm 2008 đạt 18.4% giảm 50.3% so với năm 2007, giảm 37% so với năm 2006.

Nguyên nhân chính là do trong năm 2008 giá cả nguyên liệu tăng mạnh gấp 2 lần năm 2007 dẫn đến ROE giảm. Ngoài ra, tỷ suất sinh lời trong hoạt động BĐS năm 2008 thấp nên góp phần làm tỷ lệ sinh lời của SC5 giảm



## PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

### Tỷ số giá trị thị trường

|                                | SC5          |       |       | LCG         |       |       | NTL         |       |       |
|--------------------------------|--------------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------------|-------|-------|
|                                | Q3/09        | Q2/09 | Q1/09 | Q3/09       | Q2/09 | Q1/09 | Q3/09       | Q2/09 | Q1/09 |
| <b>Giá trị sổ sách</b>         | 19.52        | 18.67 | 18.78 | 31.92       | 29.09 | 38.50 | 21.07       | 18.29 | 16.05 |
| <b>Trailing EPS Cơ bản</b>     | 3.12         | 2.77  | 2.45  | 12.65       |       | 12.73 | 22.04       | 11.63 | 8.45  |
| <b>Trailing EPS Điều chỉnh</b> | 3.12         | 2.77  | 2.24  | 10.54       |       | 12.73 | 22.10       | 11.66 | 6.35  |
| <b>EPS cơ bản</b>              | 0.85         | 0.83  | 0.83  | 2.83        | 3.06  | 2.62  | 10.83       | 5.42  | 0.32  |
| <b>EPS điều chỉnh</b>          | 0.85         | 0.83  | 0.83  | 2.83        | 2.55  | 2.62  | 10.83       | 5.42  | 0.32  |
| <b>P/E điều chỉnh</b>          | <b>23.85</b> |       |       | <b>7.78</b> |       |       | <b>5.84</b> |       |       |

**Nguồn: BCTC của công ty, TVSI tổng hợp**

Dựa vào bảng số liệu trên, số liệu thị trường của SC5 thấp hơn so với NTL và LCG. EPS trailing đến quý III/2009 chỉ có 850 đồng/cp (sau 9 tháng đầu năm, EPS của công ty giảm còn 2.510 đồng/cp), trong khi EPS của LCG và NTL ở mức 2.830 đồng/cp và 10.830 đồng/cp. Thu nhập mỗi cổ phần (EPS) của công ty năm 2007 đạt 9,718 đồng/cổ phần, tăng 137% so với năm 2006. Tuy nhiên, EPS của SC5 năm 2008 đạt 3.805 đồng/cp, giảm 60.8% so với 2007, giảm 7.2% so với năm 2006.

So với P/E ngành ở mức 18.97 lần thì P/E của SC5 cao hơn gấp 1.25 lần mặc dù quy mô và vị thế của công ty thấp hơn so với trung bình ngành. Vì vậy, có thể kết luận rằng P/E điều chỉnh được đánh giá cao hơn so với giá trị thực

### Phân tích Dupont

|                      | SC5    |        |        | LCG   |       |        | NTL    |        |        |
|----------------------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
|                      | Q3/09  | Q2/09  | Q1/09  | Q3/09 | Q2/09 | Q1/09  | Q3/09  | Q2/09  | Q1/09  |
| <b>ROE</b>           | 4.23   | 4.3    | 4.31   | 8.72  | 8.6   | 6.63   | 50.92  | 29.19  | 2      |
| <b>LNST biên</b>     | 3.9    | 2.78   | 2.62   | 47.02 | 21.41 | 155.6  | 40.64  | 31.79  | 26.61  |
| <b>Vòng quay TTS</b> | 17.12  | 24.57  | 30.62  | 10.02 | 18.37 | 1.92   | 34.03  | 23.49  | 1.85   |
| <b>TTS/NVCSH</b>     | 633.55 | 629.83 | 537.99 | 184.9 | 218.6 | 222.53 | 368.26 | 390.98 | 408.05 |

**Nguồn: BCTC của công ty, TVSI tổng hợp**

ROE qua ba quý đều ở mức ổn định xấp xỉ 4 và lợi nhuận biên của SC5 ở mức 3-4. Nên chúng tôi hy vọng quý 4 ROE và tỷ suất lợi nhuận biên sẽ không có nhiều thay đổi.

Trong số 4 chỉ tiêu lựa chọn nêu trên có 2 chỉ tiêu khiến cho giá của SC5 thấp hơn so với 2 công ty cùng ngành. Riêng về chỉ tiêu vòng quay TTS và TTS/NVCSH đều cao hơn mức trung bình ngành trong đó có LCG và NTL do tỷ trọng vốn vay của cơ cấu nguồn vốn của SC5. Hệ số nhân vốn CSH của SC5 gần 600% cho thấy công ty sử dụng đòn bẩy tài chính rất nhiều trong việc duy trì hoạt động kinh doanh của mình

## PHÂN TÍCH SWOT

### Điểm mạnh

Thương hiệu xây dựng của SC5 đã có mặt hơn 30 năm trên thị trường xây dựng và gắn với nhiều công trình lớn trên địa bàn TP.HCM và các tỉnh miền Nam

Có mối quan hệ liên kết với nhiều ngân hàng lớn như ICB, BIDV, Nông Nghiệp và Phát triển Nông Thôn, HSBC nên SC5 có các khoản tín dụng với thời gian từ 10 năm đến 20 năm với lãi suất khá linh hoạt

### Điểm yếu

SC5 là công ty có quy mô trung bình nhỏ đối với các công ty cùng ngành, nên công ty sẽ phải chịu sự cạnh tranh từ phía các công ty lớn, đặc biệt thị phần sẽ giảm đi nếu có sự gia nhập ngành của các doanh nghiệp khác

SC5 hầu như chỉ có thương hiệu tại địa bàn miền Nam, thị trường xây dựng và BĐS trên toàn quốc

### Cơ hội

Nhu cầu về nhà ở rất lớn và còn có tiếp tục tăng trong các năm tiếp theo. Dự báo tới năm 2020, tốc độ đô thị hoá sẽ được đẩy mạnh, tăng diện tích đất sử dụng hiện tại từ 105.000ha lên gấp 4 lần đến 460.000ha. Một con số dự báo khác đưa ra là nhu cầu nhà ở sẽ tăng thêm 35 triệu m2 mỗi năm

Theo quyết định phê duyệt định hướng phát triển nhà ở đến năm 2020 của Thủ tướng Chính phủ, diện tích nhà bình quân đầu người phải đạt mức 15m<sup>2</sup> sàn vào năm 2010 và 20m<sup>2</sup> sàn vào năm 2020, chất lượng nhà ở phải đạt tiêu chuẩn quốc gia. Quyết định này sẽ có tác động khuyến khích rất lớn đối với việc phát triển nhà ở trong căn hộ chung cư cao tầng để tăng nhanh quỹ nhà ở, tiết kiệm đất đai.

Tình hình kinh tế hồi phục sẽ là dấu hiệu cho thị trường BĐS nóng trở lại, nhu cầu nhà ở, chung cư, cho thuê văn phòng sẽ mang lại nguồn thu lớn cho SC5

### Thách thức

Luật Đầu tư mới đã tạo nhiều điều kiện thông thoáng cho việc thu hút nguồn vốn ngoại đầu tư vào lĩnh vực này như: không phân biệt giữa nhà đầu tư trong nước và nước ngoài, cho phép các ĐTNN được sở hữu 100% dự án BĐS, tạo điều kiện cho các nhà ĐTNN được tiếp cận nguồn vốn, đất đai, hay được phép chuyển nhượng vốn đầu tư, dự án... sẽ làm cho môi trường cạnh tranh ngày càng khốc liệt

Nguồn vốn của Công ty còn hạn chế chưa đáp ứng đủ yêu cầu đầu tư theo chiến lược phát triển của Công ty. Từ đó phải dựa vào các nguồn vốn vay và vốn liên doanh, đòi hỏi nhiều công sức để tạo ra được nguồn vốn và phải chịu áp lực với chi phí sử dụng vốn vay từ các tổ chức tài chính tín dụng.

Chi phí nguyên vật liệu đầu vào các dự án của Công ty tăng lên dẫn đến tăng chi phí giá vốn hàng bán ảnh hưởng đến kết quả hoạt động kinh doanh của Công ty.

Tình hình thị trường bất động sản đang diễn ra theo hướng không ổn định kể từ khi Nhà nước ban hành hàng loạt văn bản pháp luật mới, chính sách liên quan đến việc đầu tư và phát triển thị trường địa ốc chưa nhất quán, đã ảnh hưởng chung đến không ít các doanh nghiệp kinh doanh bất động sản.

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Trong phần này chúng tôi sẽ tiến hành định giá cổ phiếu NGC theo ba phương pháp cơ bản: DCF, P/E và P/B. Riêng phương pháp định giá theo DCF chúng tôi tiến hành sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền cho chủ sở hữu (FCFE) theo mô hình định giá ba giai đoạn. Trong phần tính giá theo DCF, chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu NGC dựa trên hai kịch bản mà chúng tôi tin rằng có nhiều khả năng xảy ra nhất đối với doanh nghiệp.

**Kịch bản 1:** Thể hiện sự đánh giá của chúng tôi về khả năng phục hồi của ngành BĐS nói chung và của doanh nghiệp nói riêng khi những dấu hiệu lạc quan đã xuất hiện trên những thị trường BĐS của công ty như Mỹ, Nhật Bản... Dự báo các nền kinh tế lớn này sẽ sớm phục hồi cho đến cuối năm và công ty sẽ thực hiện được kế hoạch doanh thu và lợi nhuận đề ra của ĐHCĐ năm 2009.

**Kịch bản 2:** Khả năng phục hồi của những thị trường BĐS của công ty sẽ không sáng sủa hơn vào những tháng cuối năm và cho cả những năm tiếp theo. Công ty khó có khả năng có doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng cao khi thị trường bất động sản vẫn trầm lắng và ở tình trạng đóng băng

### Kịch bản lạc quan

#### Định giá theo phương pháp DCF

#### Dự báo một số các yếu tố kinh tế vĩ mô trong tương lai:

- Thị trường BĐS tại Mỹ có dấu hiệu hồi phục lạc quan và sẽ phát triển mạnh trở lại từ năm 2010 trở đi
- Thị trường BĐS tại Việt Nam đã ấm dần lên do tác động từ thị trường BĐS tại Mỹ và nhu cầu mua nhà thực thụ của người dân và sự lạc quan vào sự khôi phục nền kinh tế Việt Nam.
- Nguồn vốn FDI tiếp tục đầu tư vào ngành BĐS tăng cao, giá nguyên vật liệu đầu vào như sắt, thép, xi măng
- Tốc độ tăng trưởng GDP trong năm 2009 và 2010 sẽ đạt được vào khoảng từ 5.5% đến 7%. Lạm phát sẽ duy trì ở tỷ lệ kiểm soát, lãi suất cơ bản vẫn được giữ nguyên ở mức 7% từ nay cho tới hết quý I/ 2010. Sau đó, có thể sẽ được NHNN điều chỉnh giảm
- Chính sách liên quan đến chuyển nhượng và mua bán BĐS không thay đổi

#### Bảng dự báo tình hình KQKD trong 5 năm tới của SC5

|                            | 2,008       | 2009E         | 2010E         | 2011E         | 2012E         | 2013E         |
|----------------------------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Bảng báo cáo KQHĐKD</b> |             |               |               |               |               |               |
| DTT                        | 832,658,795 | 1,307,274,308 | 1,464,147,225 | 1,639,844,892 | 1,836,626,279 | 2,057,021,433 |
| LN góp                     | 66,403,407  | 78,436,458    | 102,490,306   | 114,789,142   | 128,563,840   | 143,991,500   |
| LNTT                       | 76.05       | 94.10         | 134.22        | 140.27        | 145.51        | 131.88        |
| LN ST                      | 34.99       | 40.19         | 65.23         | 71.09         | 77.15         | 91.09         |
| 0                          |             |               |               |               |               |               |
| SL CP lưu hành             | 10,319,993  | 10,319,993    | 10,319,993    | 10,319,993    | 10,319,993    | 10,319,993    |
| EPS                        | 3.390       | 3.894         | 6.321         | 6.889         | 7.476         | 8.827         |

Hoạt động truyền thống của SC5 vẫn tập trung vào mảng truyền thống xây lắp và lĩnh vực chủ lực BĐS. Trong khoảng thời gian tới, hai lĩnh vực này vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng doanh thu.

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Những giả thuyết ảnh hưởng đến việc định giá:

- Các điều kiện về giảm giá hàng bán rất nhỏ, không đáng kể thì doanh thu thuần của SC5 cũng chính là tổng doanh thu.
- Giá vốn hàng bán chiếm 93% doanh thu thuần hàng năm
- Tốc độ doanh thu thuần trong những năm tiếp theo sẽ được duy trì ở mức 12%. Đây chính là mức tăng trưởng bình quân của ngành xây dựng trong suốt 12 năm qua.
- Chi phí tài chính bao gồm chi phí lãi vay từ ngân hàng Công Thương Việt Nam, ngân hàng Nông nghiệp và PT Nông thôn và ngân hàng HSBC. Hiện tại công ty chỉ có khoản vay dài hạn 16 tỷ từ ngân hàng Công thương, còn vay ngắn hạn chiếm một tỷ trọng lớn khoảng 407 tỷ. Nhưng hầu hết các khoản vay này có thời hạn lâu nhất là 1 năm với lãi suất trung bình là 1.2%/tháng. Khoản tín dụng này được SC5 dùng để mua nguyên vật liệu phục vụ cho các công trình xây lắp. Tính riêng cho năm 2009, công ty sẽ phải trả khoản vay gần 10 tỷ

Hiện tại công ty đã tăng vốn lên 103.2 tỷ đồng để cân bằng lại cơ cấu nguồn vốn và triển khai dự án

Dưới đây, chúng tôi dự đoán giá cổ phiếu theo 2 giai đoạn để ước tính giá trị cổ phiếu SC5

| Năm    | n=0  | n =1 | n =2     | n =3     | n = 4    | n=5      |
|--------|------|------|----------|----------|----------|----------|
| Cổ tức | 2000 | 2200 | 2,420.00 | 2,662.00 | 2,928.20 | 3,221.02 |

**Giá CP trong GD 1:**

**VNĐ 8,768 /cổ phiếu**

### Giai đoạn 1: 2009-2019

- Tốc độ tăng trưởng cổ tức được dự đoán ở mức 10%  
(tốc độ tăng trưởng năm 2007, 2008, 9 T-2009 lần lượt là : , 15.82%, 7.54%, 8.41%)
- Lãi suất chiết khấu ở mức 15%
- Giá trị dòng tiền giai đoạn 1 quy về hiện tại : **8.768**

### Giai đoạn 2: Giai đoạn tăng trưởng đều

**Giá CP trong GD 2:**

**VNĐ 57,341/ cổ phiếu**

- Tốc độ tăng trưởng được dự đoán ở mức 7%
- Lãi suất chiết khấu vẫn ở mức 15%
- Giá trị cổ phiếu giai đoạn 2 quy về hiện tại: **57.341**

**Giá tổng hợp 2 giai đoạn sẽ là: 66.109 đồng/cp**

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

### Kịch bản thận trọng

Các giả thiết cho kịch bản hai:

**Giá ước trong GD1:**

**8.866/cp**

• Thị trường bất động sản tại Mỹ không hồi phục được như mong đợi của giới đầu tư, giao dịch nhà đất vẫn ảm đạm, ảnh hưởng tới tâm lý của NĐT trong nước trên thị trường BĐS.

• Lãi suất cơ bản tăng lên, lạm phát tăng có thể tăng trên 2 con số, nhu cầu tiêu dùng giảm. Thu nhập bình quân đầu người vẫn ở mức thấp, phân khúc thị trường nhà ở dành cho người có thu nhập thấp—chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu thu nhập của nền kinh tế, vẫn ở mức cung thấp. Người có nhu cầu mua nhà hoặc là không đủ tiền để mua những căn nhà vượt mức thu nhập của họ, hoặc các dự án nhà ở xã hội được chính phủ chấp thuận không được triển khai đúng như dự kiến.

Không hi vọng nhiều về thị trường bất động sản sẽ phục hồi nhanh chóng, điều này sẽ gây ảnh hưởng tới tình hình phát triển và hoạt động của ngành.

**Giá ước trong GD2:**

**62.963/cp**

Những giả thuyết cần thiết trong kịch bản:

+ Tốc độ tăng trưởng doanh thu chỉ ở mức 10%

+ chi phí nguyên vật liệu tăng cao và giá vốn hàng bán chiếm 96% tổng doanh thu

**Bảng dự báo tình hình KQKD trong 5 năm tới của SC5**

|                            | 2,008       | 2009E         | 2010E         | 2011E         | 2012E         | 2013E         |
|----------------------------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Bảng báo cáo KQHDKD</b> |             |               |               |               |               |               |
| DTT                        | 832,658,795 | 1,307,274,308 | 1,438,001,739 | 1,581,801,913 | 1,739,982,104 | 1,913,980,314 |
| LN gộp                     | 66,403,407  | 78,436,458    | 57,520,070    | 63,272,077    | 69,599,284    | 76,559,213    |
| LN TT                      | 76.05       | 94.10         | 89.43         | 89.84         | 87.93         | 66.29         |
| LN ST                      | 34.99       | 40.19         | 32.95         | 34.75         | 35.69         | 43.87         |
|                            | 0           |               |               |               |               |               |
| SL CP lưu hành             | 10,319,993  | 10,319,993    | 10,319,993    | 10,319,993    | 10,319,993    | 10,319,993    |
| EPS                        | 3.390       | 3.894         | 3.193         | 3.367         | 3.459         | 4.251         |

**Giá tổng hợp 2 giai đoạn:**

**71.803 đ/cp**

Dưới đây, chúng tôi dự đoán giá cổ phiếu theo 2 giai đoạn để ước tính giá trị cổ phiếu SC5

#### Giai đoạn 1

- Lãi suất chiết khấu là 13%.
- Tốc độ tăng trưởng cổ tức được dự đoán ở mức 8.5%
- Giá cổ phiếu NGC trong giai đoạn này là 8.866 đ.

#### Giai đoạn 2

- Tốc độ tăng trưởng là 6.5% năm,
- Lãi suất chiết khấu lấy bằng 13%/năm.
- Giá cổ phiếu NGC trong giai đoạn này là 62.936đ

**Giá tổng hợp 2 giai đoạn sẽ là: 71.803 đồng/cp**

**Kết luận:**

**Giá cổ phiếu SC5 theo phương pháp DCF theo mô hình hai giai đoạn cho hai kịch bản lạc quan và thận trọng tuy nhiên nếu xem xét những yếu tố tốt hỗ trợ tại thời điểm hiện tại chúng tôi cho xác suất cho hai kịch bản là 60:40 thì giá SC5 theo DCF là xấp xỉ 63.126đ.**



## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

### Định giá theo phương pháp P/E và P/B

#### Phương pháp P/E

##### Theo phương pháp P/E

**Giá CP: 61.021**

Dự kiến lợi nhuận sau thuế của SC5 cho đến cuối năm là 41 tỷ, EPS dự kiến cuối năm là 3.849. P/E của nhóm cổ phiếu bất động sản được dùng để so sánh với 25.2. Tuy nhiên xét về quy mô ngành, nguồn vốn, tài sản và vị thế của công ty trong ngành, chúng tôi ước lượng P/E kỳ vọng khoảng 18. Như vậy giá cổ phiếu có thể đạt được là 61.021

**Bảng: Thống kê chỉ tiêu của các công ty và công ty cùng ngành**

|                           | SC5    | LCG    | SJS    | NTL     | TDH     | STL    | HAG    | HDC    |
|---------------------------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|
| Giá hiện tại              | 74.500 | 86.000 | 185.00 | 151.000 | 107.000 | 68.300 | 72.000 | 71.000 |
| Trailing EPS Điều chỉnh   | 3.12   | 10.54  | 9.86   | 22.1    | 12.77   | 3.91   | 5.14   | 6.24   |
| EPS điều chỉnh (Quý)      | 0.85   | 2.83   | 6.64   | 10.83   | 4.93    | 1.24   | 1.79   | 2.33   |
| P/E điều chỉnh (trailing) | 23.85  | 8.16   | 18.76  | 6.83    | 8.38    | 17.46  | 14     | 11.38  |
| Giá trị vốn hóa           | 25.2   |        |        |         |         |        |        |        |

**Nguồn: BCTC của công ty, TVSI tổng hợp**

##### Theo phương pháp P/B

**Giá CP: 64.459**

#### Phương pháp P/B

Tương tự, giá trị sổ sách của SC% được kỳ vọng ở mức 20.140 VNĐ/cổ phiếu, P/B kỳ vọng của SC5 ở mức 3.2 lần, giá cổ phiếu SC5 sẽ là 64.459 VNĐ

|           | SC5    | LCG    | SJS    | NTL     | TDH     | STL    | HAG    | HDC    |
|-----------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|
| Giá HT    | 74.500 | 86.000 | 185.00 | 151.000 | 107.000 | 68.300 | 72.000 | 71.000 |
| BV        | 19.520 | 31.920 | 35.650 | 21.070  | 48.440  | 15.100 | 25.280 | 22.130 |
| P/B       | 3.63   | 2.74   | 5.27   | 7.45    | 2.07    | 4.62   | 2.86   | 3.14   |
| P/B ngành | 3.41   |        |        |         |         |        |        |        |

**Nguồn: BCTC của công ty, TVSI tổng hợp**

#### Nhận định giá cổ phiếu

Chúng tôi tiến hành định giá cho cả hai phương pháp DCF và tỷ số. Nếu như phương pháp P/E và P/B thích hợp cho việc đầu tư trong ngắn hạn thì phương pháp DCF với các dự báo sát với tình hình hoạt động của công ty hơn sẽ thích hợp cho việc đầu tư trong dài hạn. Phương pháp P/E thể cho thấy sự kì vọng vào giá cổ phiếu trong tương lai là khá lớn bên cạnh đó phương pháp P/B cũng không thực sự chính xác khi vốn chủ sở hữu của công ty nhỏ.

Dựa trên những phân tích trên chúng tôi lấy xác suất cho mỗi phương pháp là 60:20:20. Tổng hợp lại giá cổ phiếu NGC vào thời điểm hiện tại là khoảng **68.172**

|   |                               |
|---|-------------------------------|
|  | <b>Bán với khối lượng lớn</b> |
|  | <b>Nên bán</b>                |
|  | <b>Cầm giữ</b>                |
|  | <b>Nên mua</b>                |
|  | <b>Mua với khối lượng lớn</b> |

## Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

## PHÒNG PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ

### Trưởng phòng Phân tích đầu tư

TS. Phạm Thị Vân Hà

### Chuyên viên phân tích:

Trần Thị Mai Anh

Email: [anhttp@tvs.com.vn](mailto:anhttp@tvs.com.vn)

## Sản phẩm phòng phân tích TVSI:

- **Báo cáo thường xuyên**

Thông tin cập nhật website hàng ngày

Morning Briefing

Thống kê giao dịch cuối ngày

Thống kê giao dịch tuần

Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu

Lịch sự kiện theo tháng

- **Báo cáo phân tích**

Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng

Báo cáo phân tích ngành

Báo cáo phân tích công ty

- **Báo cáo thông kê**

EPS Flash Report

Investment Tool

Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất

- **Hội thảo**

Hội thảo chuyên đề và hội thảo nhỏ

## Sản phẩm giao dịch trực tuyến:

I-trade Home

I-trade Pro

## Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

ĐT: (04) 37280921

Fax: (04) 37280920

### Chi nhánh HCM

193 Trần Hưng Đạo, Q. 1

ĐT: (08) 38386868

Fax: (08) 39207542

### Chi nhánh Hoàn Kiếm

26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm

ĐT: (04) 39332233

Fax: (04) 39335120

### Chi nhánh An Đông, HCM

95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5

ĐT: (08) 38306547

Fax: (08) 38306547

### Chi nhánh Hải Phòng

19 Điện Biên Phủ

ĐT: (031) 3757556

Fax: (031) 3757560

### Chi nhánh Đà Nẵng

114 Quang Trung

ĐT: (0511) 3752282

Fax: (0511) 3752283