

**Trụ sở**  
152 Thụy Khuê, Tây Hồ,  
Hà Nội  
ĐT: (04) 37280921  
Fax: (04) 37280920

**Chi nhánh HCM**  
193 Trần Hưng Đạo,  
Quận 1  
ĐT: (08) 38386868  
Fax: (08) 39207542

**Website:**  
[www.tvsi.com.vn](http://www.tvsi.com.vn)  
**Email:**  
[contact@tvsi.com.vn](mailto:contact@tvsi.com.vn)

**Ngày 06/tháng 8/2009**

## Báo cáo phân tích



**Công ty cổ phần Phát Triển  
Nhà Thủ Đức – HOSE: TDH**

### THÔNG TIN CHUNG

Ngành nghề: Bất động sản

Tên công ty: Công ty cổ phần phát triển Nhà Thủ Đức

Tên viết tắt: THUDUC HOUSE

Tên tiếng Anh: Thu Duc Housing Development Corporation

Trụ sở chính: 384 Võ Văn Ngân, P. Bình Thọ, Quận Thủ Đức, Thành phố Hồ Chí Minh

Vốn điều lệ: 252,500,000,000

Điện thoại: (84.8) 8966 676— 7225 099

Fax: (84.8) 8961 123

Email: [thuduchouse@hcm.vnn.vn](mailto:thuduchouse@hcm.vnn.vn)

Website: <http://www.thuduchouse.com>

### LĨNH VỰC KINH DOANH

- Kinh doanh địa ốc, bất động sản, trung tâm thương mại, văn phòng cho thuê chợ đầu mối, khu du lịch nghỉ dưỡng, khu công nghiệp.
- Đầu tư vốn, tài sản vào các doanh nghiệp trong và ngoài nước
- Đầu tư kinh doanh tài chính-chứng khoán và ngân hàng
- Sản xuất nguyên vật liệu phục vụ xây dựng
- Sản xuất lắp dựng khung nhà tiền chế, kết thép, kinh doanh các dịch vụ khách sạn, nhà hàng. Mua bán, chế biến hàng nông sản thực phẩm.

### MỤC LỤC

	Trang
Thông tin chung	1
Tổng quan ngành	3
Hoạt động doanh nghiệp	4
Triển vọng 2009-2011	6
Đánh giá các chỉ tiêu tài chính	7
Phân tích SWOT	10
Nhận định đầu tư	11
Phụ lục	16

**Biểu đồ giá cổ phiếu TDH trong vòng 01 năm**



**Thông tin cổ phiếu (ngày 05/8/09)**

Sàn giao dịch: HOSE  
Giá cổ phiếu: 73,000 VNĐ  
Tổng KL niêm yết: 25,250,000 cp  
KL đang lưu hành: 23,861,389 cp  
Tổng giá trị vốn hóa thị trường: 1,741 tỷ đồng  
Giá cao nhất trong 52 tuần: 80,000 VNĐ  
Giá thấp nhất trong 52 tuần: 26,000 VNĐ  
Thay đổi giá trong 3 tháng: +35.2%  
Thay đổi giá trong 6 tháng: +119.9%  
Khối lượng giao dịch bình quân 10 ngày: 81,808 cp  
Số lượng nước ngoài sở hữu: 49%  
Nước ngoài được phép sở hữu: 49%  
Tỷ lệ trả cổ tức dự kiến 2009: 30% (3,000 VNĐ)  
Cổ đông lớn: Red River Holding (7%), RSP Balanced Fund (6.9%), Citigroup Global (5.2%), Deutsche Bank (4.8%)

**Ngành Bất Động Sản**

**Công ty cổ phần Phát Triển Nhà Thủ Đức**

**Nhận định đầu tư**

Theo kế hoạch tổng doanh thu và lợi nhuận vừa công bố nửa cuối năm 2009 mới nhất từ TDH thì các chỉ tiêu này được điều chỉnh tăng với tổng doanh thu 553 tỷ và LNST 180 tỷ đồng. Chúng tôi dự đoán rằng con số thực còn có thể cao hơn nữa với nhận định từ sự hồi phục của thị trường bất động sản gần đây. Ngoài ra yếu tố nội tại của TDH cũng làm cho chúng tôi lạc quan vào sự phát triển của công ty do TDH còn có quỹ đất lớn (khoảng 10ha tại quận 9 và Thủ Đức) và một loạt các dự án lớn đang triển khai đến năm 2011 có thể ghi nhận vào doanh thu như dự án chung cư Trường Thọ, Hiệp Phú, Phước Long, Phước Bình, Chợ B, Chợ C.

Về mặt định giá, chúng tôi kết hợp 3 phương pháp so sánh ngang P/E, P/B và chiết khấu dòng tiền DCF. Với nhận thức rằng việc dự báo kế hoạch kinh doanh trong các năm tới dựa trên các giả định đầu vào có thể có sự thay đổi. Do đó, chúng tôi sẽ định giá dựa trên 2 kịch bản lạc quan và thận trọng mà có khả năng xảy ra nhất đối với TDH trong giai đoạn 3 năm tới. Với trọng số 50-50 thì mức giá cuối cùng của TDH sẽ ở mức **102,359 VNĐ/cp**.

Với giá giao dịch ngày 5/8/09 tại mức 73,000 VNĐ thì P/E của TDH là 7.4 lần (EPS trailing Q22009 là 9,830). Mức P/E này thấp hơn P/E trung bình ngành tại 14.3 lần. Tại mức P/E 7x này thì cơ hội đầu tư cho các nhà đầu tư là khá hấp dẫn.

**Kết luận:** chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư trong việc mua/nắm giữ TDH cho mục tiêu giá đến cuối năm 2009 bởi sự minh bạch trong quản trị và công bố thông tin, các chỉ tiêu tài chính tốt và series dự án lớn đang triển khai. Hiện tại nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ tối đa 49% cổ phần cho thấy phần nào tính hấp dẫn từ cổ phiếu này.

**Quá trình tăng vốn điều lệ**

Thời điểm	Nguồn tăng	Vốn điều lệ
Khi thành lập (06/2001)		15 tỷ
Lần 1 (07/2005)	Phát hành cổ phiếu thưởng	30 tỷ
Lần 2 (06/2006)	Phát hành cổ phiếu thưởng + phát hành thêm	100 tỷ
Lần 3 (07/2006)	Phát hành cổ phiếu thưởng + phát hành thêm	170 tỷ
Lần 4 (01/2008)	Cổ tức + phát hành cho cổ đông hiện hữu, chiến lược	230 tỷ
Lần 5 (12/2008)	Cổ tức 10%	252,5 tỷ

**Chỉ tiêu tài chính**

Chỉ tiêu	2006	2007	2008
LN thuần HĐSXKD ('000 VNĐ)	44,594,579	106,571,658	269,151,648
Thay đổi (%)	-	138.98%	152.55%
LNST ('000 VNĐ)	82,349,974	163,449,171	198,377,471
Thay đổi (%)	-	98.48%	21.37%
EPS	0.484	8.645	8.49
Thay đổi (%)	-	1686.16%	-1.79%
P/E (giá ngày 05/08/2009)	150.82	8.44	8.59
BVPS	30,070	43,984	39,087
P/B (giá ngày 05/08/2009)	2.42	1.66	1.86
ROE	15.21%	21.63%	19.82%
ROA	9.74%	14.73%	13.84%

Nguồn: TVSI tổng hợp

## Tổng quan ngành

### Tăng trưởng GDP tác động ngành xây dựng, kinh doanh địa ốc

Mức độ tăng trưởng của nền kinh tế là một nhân tố quan trọng quyết định tốc độ tăng trưởng của ngành kinh doanh địa ốc, xây dựng... Một nền kinh tế tăng trưởng mạnh và ổn định sẽ kéo theo nhu cầu nhà ở, thuê văn phòng, cao ốc sẽ gia tăng... và ngược lại, nền kinh tế phát triển trì trệ sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động kinh doanh của ngành kinh doanh bất động sản, sản xuất kinh doanh vật liệu xây dựng... Do vậy, tốc độ và việc duy trì tăng trưởng kinh tế của Việt Nam có tác động mạnh mẽ đến việc kinh doanh địa ốc, đầu tư xây dựng công trình, công nghiệp và dân dụng.

GDP năm 2010 chính phủ đưa ra mục tiêu phấn đấu đạt 6.5-7% cho thấy dấu hiệu hồi phục của nền kinh tế

Việt Nam là nước đang phát triển với tốc độ tăng trưởng GDP qua các năm ở mức cao trong khu vực. Năm 2005 là 8,4%, năm 2006 ở mức 8,17%, năm 2007 là 8.48%. Năm 2008 chỉ ở mức 6.23% do tác động từ cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu, dự báo 2009 GDP chỉ đạt 4,5% tuy nhiên triển vọng tăng nhanh trở lại là khá cao do nền kinh tế thế giới và trong nước bắt đầu có những tín hiệu hồi phục.

Lượng vốn FDI trong những năm qua cũng có tốc độ tăng mạnh. Theo Cục đầu tư nước ngoài- Bộ kế hoạch và đầu tư, trong 6 tháng đầu năm 2009, lượng vốn FDI đạt 8,7 tỷ USD và đã giải ngân 4 tỷ USD trong đó kinh doanh bất động sản đứng thứ 3 với tổng vốn đăng ký cấp mới và tăng thêm là 1,4 tỷ USD. Mặc dù FDI năm 2009 chỉ bằng 22,6% so với cùng kỳ năm 2008, tuy nhiên vẫn được đánh giá là khá cao thể hiện niềm tin của các nhà đầu tư vào khả năng phục hồi và tiềm năng phát triển của nền kinh tế.

### Tốc độ đô thị hóa tăng trưởng nhanh

Theo quy hoạch Bộ Xây Dựng đặt mục tiêu kế hoạch đến 2010 Hà Nội đạt bình quân 12m<sup>2</sup>/ người và Hồ Chí Minh là 14m<sup>2</sup>/ người. Đến 2020 mục tiêu là 20m<sup>2</sup>/ đầu người. Tuy nhiên hiện Hà Nội mới chỉ đạt 7-8m<sup>2</sup>/đầu người, Hồ Chí Minh đạt 11-12m<sup>2</sup>/ đầu người.

Cũng theo dự báo của Bộ Xây dựng, tỷ lệ đô thị hoá của Việt Nam vào năm 2020 sẽ đạt khoảng 40%, tương đương với số dân cư sinh sống tại đô thị chiếm trên 45 triệu dân. Mục tiêu đề ra cho diện tích bình quân đầu người là 100m<sup>2</sup>/người. Nếu đạt tỷ lệ 100m<sup>2</sup>/người, Việt Nam cần có khoảng 450.000ha đất đô thị, nhưng hiện nay, diện tích đất đô thị chỉ có 105.000ha, bằng 1/4 so với yêu cầu.

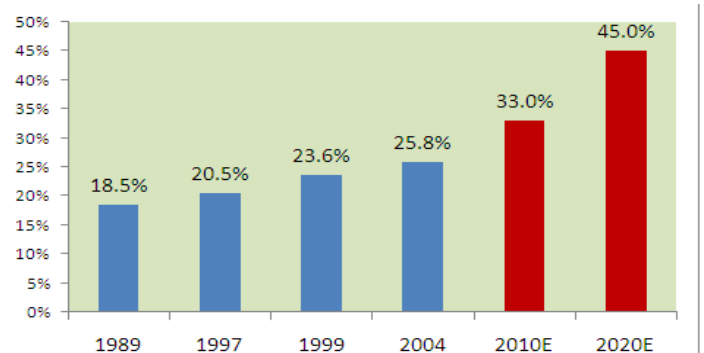
Tỉ lệ dân số thành thị thấp cộng với tốc độ đô thị hóa nhanh là triển vọng cho ngành BĐS

**Tỉ lệ đô thị hóa và tốc độ đô thị hóa hàng năm**

	Thứ hạng	Tỉ lệ dân số thành thị	Tốc độ đô thị hóa hàng năm
Việt Nam	1	26%	2.9%
Ấn Độ	2	29%	2.2%
Thái Lan	3	32%	1.7%
Trung Quốc	4	40%	3.0%
Indonesia	5	47%	3.9%
Phillipine	6	62%	3.1%
Malaysia	7	64%	2.9%
Nhật Bản	8	66%	0.3%
Hàn Quốc	9	81%	0.8%
Hồng Kông	10	100%	1.2%

Nguồn: Cục thống kê Mỹ

**Tốc độ đô thị hóa (dân số đô thị/dân số cả nước)**



Nguồn: Bộ Xây Dựng

Hiện tại, tỉ lệ dân số thành thị của Việt Nam là 26%, đây là mức thấp nhất trong khu vực Châu Á- Thái Bình Dương. Tuy nhiên tốc độ đô thị hóa hàng năm ở mức tương đối cao trong khu vực (2.9%) cho thấy nhu cầu về nhà ở, căn hộ cao cấp, văn phòng trong thời gian tới (đặc biệt tại 2 đô thị lớn của cả nước là Hà Nội và TP Hồ Chí Minh) sẽ tăng trưởng ở mức cao do nhu cầu còn rất lớn. Theo dự báo, đến năm 2010 thì tỉ lệ dân số đô thị sẽ ở mức 33% và đến năm 2020 sẽ là 45%. Với dự báo này thì triển vọng cho phát triển thị trường bất động sản là rất tiềm năng trong thời gian tới.

## Hoạt động doanh nghiệp

### Thông tin cơ bản về Thủ Đức House

Công ty cổ phần phát triển Nhà Thủ Đức chuyển sang hoạt động theo mô hình cổ phần từ năm 2001. Hiện tại lĩnh vực hoạt động kinh doanh chính là địa ốc, sản xuất và dịch vụ, đầu tư tài chính. Trong đó kinh doanh địa ốc chiếm tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận lớn nhất.

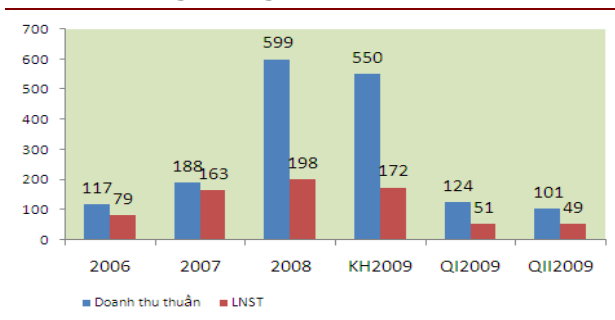
Thị trường hiện tại và phát triển chủ yếu là Tp Hồ Chí Minh và các tỉnh Miền Nam. Thương hiệu THUDUC HOUSE gắn liền với các dự án như: Dự án Khu nhà ở Bình An 2, Dự án Khu nhà ở Bình Chiểu, Dự án Trung tâm Thương mại - Dịch vụ, Căn hộ cao cấp & nhà ở Cantavil, Dự án Chung cư TDH - Trường Thọ, Dự án Chung cư TDH - Hiệp Phú, Dự án Chung cư TDH - Phước Bình, Dự án Chung cư TDH - Phước Long, Chợ đầu mối Nông sản Thủ Đức.

### Doanh thu và lợi nhuận Quý II/2009

Tốc độ tăng trưởng  
LNST bình quân giai  
đoạn 2004-2008 CAGR  
ở mức 31% cho thấy  
mức độ tăng trưởng  
cao.

Kết quả kinh doanh QII công ty vừa công bố doanh thu từ bán hàng và cung cấp dịch vụ trong quý II/2009 đạt 101,44 tỷ đồng, giảm 25,73% so với cùng kỳ năm 2008 (tương đương giảm 34,82 tỷ đồng). Lũy kế 6 tháng đầu năm 2009 đạt 228,17 tỷ đồng, tăng 2,12% so với cùng kỳ năm 2008 (tương đương tăng 4,66 tỷ đồng). Doanh thu được ghi nhận chủ yếu từ các dự án Cantavil-GD 2 nhận từ chuyển nhượng quyền sử dụng đất với giá trị 79.7 tỷ đồng và cho thuê ô vữa ngắn hạn chợ B: 378 triệu đồng.

**Tăng trưởng doanh thu & LNST**



Nguồn: TVSI tổng hợp

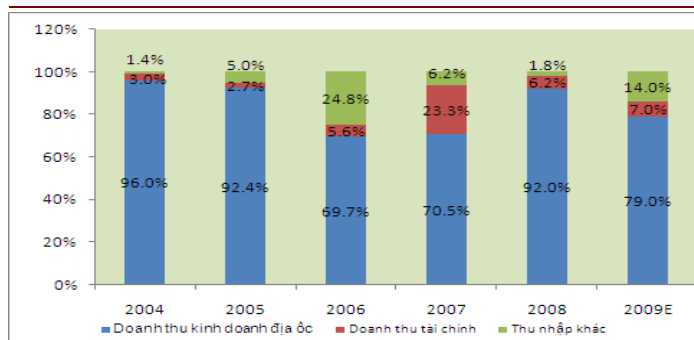
Lợi nhuận sau thuế quý II/2009 đạt 50,88 tỷ đồng, tăng 91,2% so với cùng kỳ (tương đương tăng 24,27 tỷ đồng). Lũy kế 6 tháng đầu năm lợi nhuận sau thuế đạt 102,46 tỷ đồng, tăng 95,5% so với cùng kỳ năm 2008 (tương đương tăng 50,05 tỷ đồng).

Mảng kinh doanh địa ốc  
chiếm khoảng 90%  
chiếc bánh tổng doanh  
thu của TDH

### Cơ cấu doanh thu

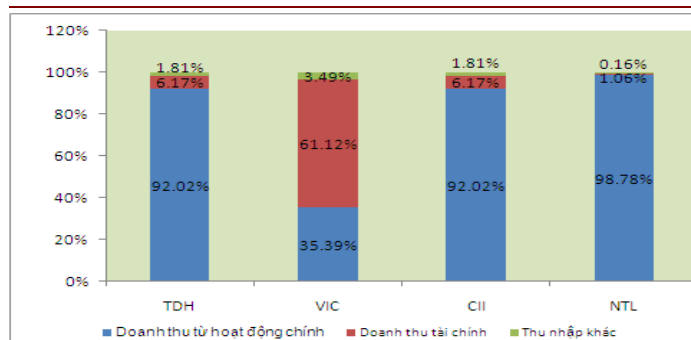
Lĩnh vực kinh doanh địa ốc vẫn là mảng đem lại doanh thu lớn nhất trong chiếc bánh tổng doanh thu của TDH. Dự báo 2009 mảng này sẽ chiếm 79%. Doanh thu từ hoạt động đầu tư tài chính cũng được Thủ Đức House đẩy mạnh tuy nhiên mảng này cũng có nhiều rủi ro.

**Cơ cấu doanh thu TDH giai đoạn 2004-2009E**



Nguồn: TVSI tổng hợp

**Cơ cấu doanh thu các DN cùng ngành\_2008**



Theo chúng tôi tỷ lệ hiện tại là khá hợp lý do công ty vẫn duy trì được nguồn thu từ mảng kinh doanh chính. Mảng kinh doanh tài chính vừa phải chỉ chiếm 6.17% nếu so sánh với VIC (Vincom) ở mức 61.12% năm 2008.

## Hoạt động doanh nghiệp (tiếp)

### Giá vốn hàng bán

Năm	2006	2007	2008	2009Q1	2009Q2
Doanh thu thuần	100%	100%	100%	100%	100%
Giá vốn hàng bán	56.92%	57.47%	47.98%	50.05%	50.9%
Lợi nhuận gộp	43.08%	42.53%	52.02%	49.95%	49.1%

Công ty duy trì mức giá vốn hàng bán thấp là điều kiện tăng lợi nhuận gộp. Dự báo giá phôi thép nhập khẩu có xu hướng tăng nửa cuối năm 2009 do nhu cầu cao là áp lực đối với các doanh nghiệp xây dựng.

Do đặc thù hoạt động trong ngành xây dựng nên giá vốn hàng bán TDH bao gồm các chi phí nguyên vật liệu xây dựng, chi phí dịch vụ đi kèm với các dự án căn hộ, dịch vụ cho thuê chợ, và giá vốn kinh doanh bất động sản đầu tư.

Có thể thấy giá vốn hàng bán của TDH có xu hướng giảm dần trong giai đoạn 2006-2008 từ 56.92% xuống chỉ còn 47.98%. Điều này có thể lý giải do trong năm 2008 giá nguyên vật liệu xây dựng giảm so với mặt bằng các năm trước. Mức giá vốn hàng bán thấp này dẫn đến lợi nhuận gộp năm 2008 là 52.02% cao hơn hẳn mức 42.5% của năm 2007.

Tuy nhiên, dự báo giá nguyên vật liệu xây dựng sẽ có xu hướng tăng trở lại trong nửa cuối năm 2009, do đó việc duy trì được lợi nhuận gộp ở mức 50% doanh thu thuần sẽ là một thách thức đối với TDH trong Q3 và Q4/2009.

### Chi phí bán hàng

Theo chúng tôi vấn đề chi phí bán hàng không phải là một nhân tố chính trong cơ cấu chi phí của TDH vì có sự cải thiện qua các năm. Do đặc thù hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh bất động sản nên cơ cấu chi phí bán hàng của TDH chỉ chiếm một tỷ lệ nhỏ trong doanh thu thuần. Tỷ lệ này có xu hướng giảm trong giai đoạn trở lại đây. Cụ thể, nếu như năm 2006, chiếm 1.25% (tương ứng 1.5 tỷ đồng) tổng doanh thu thì đến năm 2008 chỉ còn 0.31% (tương ứng 1.8 tỷ đồng). Mức này được dự báo sẽ vẫn được duy trì trong năm 2009 khi mà qua 2 quý I và II con số chi phí bán hàng tuyệt đối mới ở mức 216 triệu đồng mới chỉ chiếm 0.2% doanh thu thuần.

### Chi phí quản lý doanh nghiệp

Một sự lặp lại tương tự cho chi phí quản lý doanh nghiệp khi mà năm 2008 TDH đã thành công trong việc cắt giảm các chi phí quản lý doanh nghiệp chỉ còn chiếm 8.41% doanh thu thuần. Tỷ lệ này là rất tốt nếu chúng ta nhìn sang năm 2007 ở mức 17.51% cao hơn gấp đôi. Dự báo năm 2009 tỷ lệ này sẽ được duy trì ở mức tương ứng (khoảng 50 tỷ đồng) so với năm 2008.

### Doanh thu từ hoạt động tài chính

6 tháng đầu năm TDH đã hoàn nhập một khoản 4.45 tỷ đồng dự phòng giảm giá chứng khoán. Doanh thu từ cổ tức, chi trả cả liên doanh liên kết chiếm một mảng lớn

Chúng tôi thấy rằng hoạt động đầu tư tài chính thông qua góp vốn liên doanh liên kết cũng như đầu tư kinh doanh chứng khoán dài hạn là một trong những lĩnh vực kinh doanh mà TDH đã và đang triển khai mạnh mẽ. Thực tế thì tỷ lệ doanh thu từ các hoạt động tài chính này chiếm đáng kể trong cơ cấu doanh thu của TDH các năm vừa qua. Quý II qua kết quả kinh doanh công ty công bố thì nguồn doanh thu này đạt hơn 21 tỷ đồng chiếm tới 17.1% tổng doanh thu.

Doanh thu từ hoạt động tài chính quý II và trong 6 tháng đầu năm lần lượt tăng 2,04 lần và 2,2 lần so với cùng kỳ năm 2008. Doanh thu trong quý II của công ty chủ yếu đến từ cổ tức, lợi nhuận liên doanh- liên kết với giá trị hơn 8.9 tỷ đồng. Ngoài ra công ty còn thu thêm được khoản lợi nhuận từ hoạt động đầu tư chứng khoán 9.5 tỷ đồng, tăng 125.8% so với cùng kỳ năm ngoái. Một trong những nguyên nhân dẫn đến doanh thu tài chính Quý II tăng đột biến cũng phải kể đến khoản hoàn nhập dự phòng giảm giá đầu tư chứng khoán dài hạn là 3.9 tỷ.

### Chi phí tài chính

Chi phí tài chính được dự báo sẽ không đáng kể do kỳ vọng không phải trích lập dự phòng thời thêm

Chi phí tài chính của TDH trong quý II là không đáng kể là do chi phí lãi vay đã được vốn hóa và không ghi nhận vào chi phí tài chính. Thực tế năm 2008, TDH đã phải trích lập một khoản dự phòng đầu tư tài chính là 30.5 tỷ đồng cho danh mục đầu tư cổ phiếu. Tuy nhiên, do sự tăng giá trở lại của thị trường chứng khoán trong nửa đầu năm 2009 thì công ty không phải trích thêm các khoản dự phòng giảm giá chứng khoán mà ngược lại TDH còn được hoàn nhập một khoản là 0.55 tỷ đồng trong quý I và 3.9 tỷ đồng trong quý II.

### Triển vọng 2009-2011

Triển vọng 3 năm tới là khá khả quan cho TDH với các dự án lớn hạch toán vào doanh thu năm sau cao hơn năm trước

Triển vọng cho TDH trong 3 năm tới là khá tốt nhờ tham gia các dự án lớn đang và sắp triển khai. Dự án chung cư Trường Thọ với tổng vốn đầu tư 293.9 tỷ đồng xây dựng trên diện tích 25,645 m2 hiện tại đang thi công 2 Block A, B. Công ty đã bán dự án từ tháng 2 với mức giá trung bình 15 triệu/m2. Kế hoạch năm 2010 dự án này có thể mang về cho TDH khoảng 150 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế.

Trong năm 2010, công ty có thể hy vọng vào dự án chợ C với tổng vốn đầu tư 20 tỷ đồng xây dựng trên diện tích 1,900 m2 dự kiến khởi công trong quý III/2009 và sẽ hoàn thành trong vòng 8 tháng.

Ngoài ra việc chuyển nhượng quyền sử dụng đất tại dự án Hiệp Phú cũng có thể mang lại cho công ty khoản doanh thu hơn 154.28 tỷ trong năm 2010.

Chúng tôi nhận thấy với danh mục các dự án tốt, triển khai kiểu gối đầu sẽ đảm bảo nguồn thu ổn định và tăng trưởng cho TDH giai đoạn 2009-2011.

### Danh mục dự án triển khai tính đến hết quý II/2009

STT	Dự án	Tổng vốn đầu tư	Diện tích (m2)	Diện tích khả dụng (m2)	Tiến độ
I	<b>Dự án hiện tại</b>				
1	Chung cư TDH - Trường Thọ (TDH:100%)	293.9 tỷ đồng	6,994	25,645	* Block A: Thi công phần thô đến tầng 15 * Block B: Thi công phần thô đến tầng 12
2	Dự án Cantavil - GĐ 2 (TDH: 40%)	60 triệu USD	11,170	* Căn hộ: 26,140 m2 * VP cho thuê & TTTM: 23,723	* Đã nhận giấy chứng nhận đầu tư * Đang chuẩn bị thủ tục để chuyển quyền sử dụng đất sang công ty liên doanh.
3	TTTM - Văn Phòng - Khách Sạn La Sapinette - Đà Lạt (TDH: 65%)	150 tỷ đồng	7,902	* TTTM: 5,214m2 * Khách sạn: 91 phòng	* Đã xây xong phần thô, đang trang trí nội thất * Theo kế hoạch, dự án sẽ được đưa vào hoạt động vào Q4/2009
4	Chợ B (TDH: 100%)	45 tỷ đồng	12,078	5,340	* Đã ký hợp đồng cho thuê khoảng 85% ô vữa
5	Chợ C (TDH: 100%)	20 tỷ đồng	6,278	1,900	* Đã khởi công ép cọc đại trà trong tháng 6/2009 * Dự kiến chính thức khởi công vào Q3/2009
II	<b>Dự án sắp tới</b>				
1	Chung cư TDH - Phước Bình (TDH:100%)	101,3 tỷ đồng	2,314	7,297	* Đã khởi công ép cọc đại trà * Đang triển khai thiết kế kỹ thuật
2	Chung cư TDH - Phước Long (TDH: 100%)	146 tỷ đồng	3,573	12,173	* Đang ép thử cọc
3	Chung cư TDH - Hiệp Phú (TDH: 51%)	60 triệu USD	11,582	44,319	* Đang thiết kế
4	Chung cư TDH - Bình Chiểu (TDH: 51%)	422 tỷ đồng	10,502	na	* Đang thiết kế
STT	Dự án	Tổng vốn đầu tư	Diện tích (m2)	Diện tích khả dụng (m2)	Tiến độ
II	<b>Dự án sắp tới</b>				
5	Dự án Phố Minh Khai - Hà Nội (TDH: 14%)	94,3 triệu USD	28,765	109,143	* Đã được duyệt chỉ tiêu quy hoạch
6	Khu Công Nghiệp Đồng Mai - Hà Nội (TDH: 10%)	1,265 tỷ đồng	2,250,000	na	* Đang thực hiện các thủ tục để chuyển mục đích sử dụng đất từ khu công nghiệp thành khu dân cư
7	Dự án Gia Kiệm - Thống Nhất - Đồng Nai (TDH:51%)	na	1,000,000	na	* Đang trình thông qua quy hoạch 1/2000
8	Khu nhà ở & TTTM P. Phước Long B (TDH: 50%)	1,000 tỷ đồng	37,140	na	* Đang thực hiện quy hoạch 1/500
9	Khu cao ốc phức hợp, khách sạn, TTTM-DV, căn hộ và VP cho thuê Lăng Cô - Huế (TDH: 100%)	150 triệu USD	137,840	na	* Đã ký HĐ đền bù để làm cơ sở cho việc thực hiện đền bù
10	Dự án Bến Lức - Long An. Hợp tác KD với Cty 135 (TDH: 49%)	234,4 tỷ đồng	267,000	125,803	* Đã đền bù khoảng 80% * Đang thiết kế công trình
11	Dự án Tam Tân - Củ Chi. Hợp tác KD với CII (TDH: 40%)	1,012 tỷ đồng	200,000	na	* Đang làm thủ tục đầu tư
12	Dự án Trường Thọ 2 (TDH: 90%)	80 tỷ đồng	14,852	na	* Đã ký HĐ hợp tác đầu tư * Đang lập thủ tục đầu tư
13	Dự án Khu Chung Cư P. Phước Long A (TDH: 70%)	105 tỷ đồng	14,680	na	* Đã ký HĐ hợp tác đầu tư * Đang lập thủ tục đầu tư
14	Dự án khu Resort La Sapinette – Huế	na	50,000	na	* Đã chấp thuận địa điểm xây dựng * Đang xin giấy phép đầu tư

Nguồn: Thủ Đức House



## Đánh giá chỉ tiêu tài chính

Trong phần xem xét các chỉ tiêu tài chính của TDH, sức khỏe của doanh nghiệp sẽ được chúng tôi phân tích thông qua bộ chỉ tiêu tài chính bao gồm: Khả năng thanh toán, Hệ số năng lực hoạt động, Hệ số cơ cấu vốn, Hệ số sinh lời và chỉ tiêu ROE thông qua phân tích Dupont.

Để có một nhận xét toàn diện cho các chỉ tiêu này cần có sự so sánh với các doanh nghiệp tương đương cùng ngành. Thực tế khá dễ dàng để có thể chọn các công ty cùng ngành BĐS cho việc so sánh tuy nhiên chúng tôi nhận thấy công ty cổ phần Nhà Từ Liêm (NTL) có vị thế khá tương đồng với TDH (về mặt vốn hóa thị trường cũng như đặc thù kinh doanh). Bên cạnh đó về vị thế trong ngành thì TDH là công ty có tiếng trong phân khúc xây dựng căn hộ và địa ốc trong miền Nam trong khi NTL cũng đã khẳng định được tên tuổi tại thị trường ngoài Bắc.

**Hệ số khả năng thanh toán:** đo mức độ an toàn về khả năng trả nợ trong ngắn hạn của doanh nghiệp đối với các khoản nợ đến hạn phải trả. Thông thường, khả năng thanh toán cao cho thấy công ty không có rủi ro trong việc thanh toán nợ gây ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của công ty.

Khả năng thanh toán	Đơn vị	2008		2007		2006	
		TDH	NTL	TDH	NTL	TDH	NTL
Khả năng thanh toán ngắn hạn	lần	3.5	1.33	3.15	1.6	4.5	1.51
Khả năng thanh toán nhanh	lần	1.53	0.41	0.82	0.94	1.9	0.61
Khả năng thanh toán bằng tiền	lần	0.41	0.09	0.07	0.07	0.31	0.06

Hệ số thanh toán của TDH thường tốt hơn trung bình 2.5 lần so với NTL và các doanh nghiệp cùng ngành khác -> không có rủi ro thanh khoản

Xét trong giai đoạn 3 năm trở lại đây cho thấy khả năng thanh toán ngắn hạn của TDH luôn ở mức rất cao chứng tỏ công ty luôn duy trì tính thanh khoản ở mức rất tốt ( thanh toán trung bình trong giai đoạn này là 3.7 lần). Điều này thể hiện khả năng an toàn và lành mạnh trong việc thanh toán các khoản nợ đến hạn.

Nếu lấy hệ số này của NTL làm chuẩn cho sự so sánh thì TDH luôn thể hiện được sự vượt trội (trung bình gấp NTL khoảng 2.5 lần) một lần nữa cho thấy tính thanh khoản của TDH tốt và sẽ không gặp phải rủi ro không trả được nợ.

Hàng tồn kho là khá lớn do đặc thù ngành xây dựng do chi phí đầu tư xây dựng các dự án dở dang

Tuy nhiên do đặc thù của các công ty trong lĩnh vực bất động sản và đầu tư xây dựng là các khoản đầu tư vào các hạng mục công trình dở dang là rất lớn (dự án TDH Trường Thọ, 105 tỷ). Do đó, tỷ lệ hàng tồn kho sẽ chiếm đáng kể trong cơ cấu tổng tài sản. Loại bỏ tiêu chí này thông qua phân tích khả năng thanh toán nhanh cũng cho thấy điều này. Hệ số này trong năm 2007 ở mức thấp nhất trong 3 năm (0.82 lần) là do nợ ngắn hạn trong năm 2007 tăng tới 41.5% so với 2006 trong khi hàng tồn kho lại giảm dần từ 2007 trở lại đây. Trong năm 2008, công ty đã khôi phục được mức thanh toán nhanh trở lại ở mức 1.53 lần trong khi NTL lại cho thấy xu hướng giảm của chỉ tiêu này ở mức chỉ 0.41 lần (mức này là khá rủi ro) trong năm 2008.

Hệ số thanh toán bằng tiền cho thấy khả năng thanh toán bằng tiền và tương đương năm 2008 tốt hơn 2007 do công ty đã giảm bớt các khoản phải thu khách hàng xuống 25 tỷ cộng với chuyển đổi hàng tồn kho và tài sản lưu động khác.

**Hệ số năng lực hoạt động:** chúng tôi sử dụng chỉ tiêu này để đánh giá hiệu quả sử dụng tổng tài sản, vốn lưu động trong việc mang lại doanh thu cho doanh nghiệp. Điều này thể hiện mức độ hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp đó. Tiêu chí mức độ tích trữ hàng tồn kho trong cơ cấu với giá vốn hàng bán cũng được chúng tôi đề cập khi phân tích đến mức độ tích trữ hàng tồn kho.

### Đánh giá chỉ tiêu tài chính (tiếp)

Hệ số năng lực hoạt động	Đơn vị	2008		2007		2006	
		TDH	NTL	TDH	NTL	TDH	NTL
Vòng quay tổng tài sản	lần	0.42	0.38	0.17	0.68	0.14	0.5
Vòng quay vốn lưu động	lần	0.85	0.39	0.31	0.77	0.19	0.52
Vòng quay hàng tồn kho	lần	0.73	0.37	0.24	1.16	0.19	0.39

Hiệu quả sử dụng tài sản của TDH trong năm 2008 tốt hơn hẳn 2 năm trước do công ty ghi nhận tăng doanh thu thuần cao hơn 3 lần so với 2007 trong khi tổng tài sản chỉ tăng 1.29 lần. Điều này có vẻ làm cho xu hướng sử dụng tài sản kết chuyển ra doanh thu của TDH khá hơn đối thủ mặc dù NTL cho thấy tỉ lệ cao hơn hẳn trong 2 năm 2006, 2007.

Để đi sâu vào phân tích hiệu quả của tài sản ngắn hạn mang lại lợi nhuận cho TDH, chỉ tiêu vòng quay vốn lưu động cho thấy TDH có bước tiến khá nhanh qua 3 năm qua trong khi chỉ tiêu này của NTL lại trong xu hướng giảm.

Hàng tồn kho của TDH năm 2008 giảm 11,6% so với năm 2007 trong khi giá vốn hàng bán tăng 165% dẫn đến vòng quay hàng tồn kho (giá vốn hàng bán/ hàng tồn kho) năm 2008 tăng gấp hơn 3 lần và đang có xu hướng tăng dần trong khi NTL năm 2008 chỉ tiêu này lại giảm mạnh chỉ còn 0.37 lần. Điều này cho thấy TDH đã cải thiện được các chi phí xây dựng dở dang tại các dự án của họ, tăng hiệu quả của đầu tư xây dựng.

Nhóm chỉ tiêu về năng lực hoạt động năm 2008 tốt hơn so với NTL theo chúng tôi là do doanh thu tăng đột biến của TDH năm 2008 trong khi NTL lại giảm so với năm 2007. Dự báo năm 2009 hệ số này của TDH sẽ giảm nhẹ do doanh thu thuần sẽ không còn tăng mạnh như trong giai đoạn 2 năm 2006 và 2007.

**Hệ số cơ cấu vốn:** chỉ ra mức độ sử dụng các khoản vay làm đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp giúp tăng tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) nhưng vẫn đảm bảo an toàn trong thanh khoản.

Hệ số cơ cấu vốn	Đơn vị	2008		2007		2006	
		TDH	NTL	TDH	NTL	TDH	NTL
Nợ dài hạn/ Vốn chủ sở hữu	lần	0.21	0.001	0.2	0.001	0.33	0.001
Tổng nợ/ Tổng tài sản	lần	0.29	0.73	0.31	0.55	0.36	0.63

TDH cho thấy chính sách của công ty là an toàn hơn trong việc sử dụng đòn bẩy tài chính so với NTL. Điều này thể hiện qua cơ cấu nợ trên tổng tài sản của TDH luôn thấp hơn nhiều so với NTL. Nếu như năm 2008 nợ phải trả của TDH chỉ là hơn 411 tỷ thì NTL đã nợ đến hơn 811 tỷ.

Khi bóc tách tỷ lệ nợ chúng tôi nhận thấy đặc thù của các doanh nghiệp BĐS đã thể hiện rõ ở đây khi khoản nợ người mua trả tiền trước cho các dự án địa ốc thường chiếm tỷ lệ cao trong cơ cấu nợ của cả TDH (chiếm 61.4%) và NTL (34.7%).

Một điểm đáng chú ý trong cơ cấu nợ này đó là tỷ lệ khá cân bằng trong vay nợ ngắn hạn và dài hạn của TDH. Tuy nhiên khi nhìn sang NTL thì doanh nghiệp này chỉ sử dụng đòn bẩy tài chính ngắn hạn trong khi nợ vay dài hạn hầu như không có. Điều này cho thấy sự khác biệt trong chính sách sử dụng các khoản nợ đầu tư cho các dự án của TDH và NTL.

Nhóm chỉ tiêu năng lực hoạt động của TDH năm 2008 tốt hơn NTL nhờ vào doanh thu thuần tăng ở mức 218% so với năm 2007

Tỉ lệ nợ ngắn hạn và dài hạn là khá cân bằng. TDH sử dụng đòn bẩy tài chính thấp hơn so với NTL



## Đánh giá chỉ tiêu tài chính (tiếp)

**Hệ số sinh lời:** đánh giá khả năng đem lại lợi nhuận từ doanh thu của doanh nghiệp. Nó thể hiện mức độ biến động của giá vốn hàng bán, chi phí bán hàng, quản lý doanh nghiệp, chi phí tài chính.

Hệ số sinh lời	Đơn vị	2008		2007		2006	
		TDH	NTL	TDH	NTL	TDH	NTL
Lợi nhuận gộp/ Doanh thu	%	52%	35%	43%	37%	43%	55%
LN HDSXKD/ Doanh thu	%	45%	21%	57%	37%	38%	53%
LNST / Doanh thu	%	35%	17%	87%	29%	68%	53%
LNST/ VCSH	%	21%	24%	22%	45%	15%	72%
LNST/ TTS	%	15%	6%	15%	20%	10%	26%

Hệ số sinh lời thể hiện qua LNST/ Doanh thu của TDH năm 2008 tốt gấp hơn 2 lần so với NTL

Có thể nhận thấy 2 xu hướng trái chiều về hệ số sinh lời của TDH. Nếu như tỷ lệ lợi nhuận gộp có xu hướng tăng dần do TDH đạt mức tăng trưởng doanh thu ấn tượng trong năm 2008 (tăng 221% so với 2007) trong khi giá vốn hàng bán chỉ tăng ở mức 165% thì tỷ lệ LNHSXD và LNST trên doanh thu lại giảm đáng kể. Nguyên nhân ở đây là giá trị khoản đầu tư chứng khoán năm 2008 sụt giảm so với giá mua ban đầu nên TDH đã phải trích lập dự phòng hơn 19 tỷ cộng thêm chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng lần lượt 132% và 52.7% do mở rộng quy mô kinh doanh.

Làm phép so sánh với NTL thì thấy tỷ lệ LNST/ VCSH của TDH có xu hướng tốt dần lên trong khi NTL cho thấy duy trì mức tăng trưởng cao qua các năm là khá khó khăn. Cụ thể LNST trên TTS năm 2008 NTL chỉ còn ở mức 6 % thấp hơn nhiều so với TDH (15%).

**Phân tích Dupont:** Tỷ suất lợi nhuận trên VCSH là một trong các tiêu chí quan trọng đối với nhà đầu tư. Nó phản ánh với mỗi đồng vốn bỏ ra thì Nhà đầu tư có thể thu lại được bao nhiêu đồng lợi nhuận. ROE qua phân tích Dupont được cấu thành qua 3 nhân tố: Lợi nhuận biên, đòn bẩy tài chính và vòng quay tổng tài sản.

Phân tích Dupont	Đơn vị	2008		2007		2006	
		TDH	NTL	TDH	NTL	TDH	NTL
<b>ROE (1) = 2*3*4</b>	%	21%	24%	22%	45%	15%	72%
LNST / Doanh thu thuần (1)	%	35%	17%	87%	29%	71%	53%
Doanh thu thuần / Tổng TS (2)	lần	0.42	0.38	0.17	0.68	0.14	0.5
Tổng TS / Vốn chủ sở hữu (3)	lần	1.43	3.72	1.47	2.24	1.56	2.73

TDH có thể xem xét sử dụng đòn bẩy tài chính hiệu quả hơn nữa nhằm tăng ROE của doanh nghiệp

Trong giai đoạn 3 năm trở lại đây ROE của TDH cho thấy xu hướng tăng dần trong khi NTL lại có sự sụt giảm mạnh từ năm 2006 (từ mức ấn tượng 72% năm 2006 xuống chỉ còn 24% năm 2008). Điều này được lý giải là do NTL sử dụng các khoản nợ không thật sự hiệu quả. Mặc dù cơ cấu nợ tăng lên nhưng không những không thúc đẩy các chỉ số lợi nhuận biên và hiệu quả sử dụng tài sản mà còn có xu hướng giảm đáng kể. Trong khi TDH cho thấy sự ổn định hơn mặc dù năm 2008 tỷ lệ lợi nhuận biên cũng giảm một nửa so với năm 2007.

*Qua các chỉ tiêu tài chính này chúng tôi tin rằng TDH hiện có sức khỏe về tình hình tài chính là tốt và lành mạnh. Các rủi ro thanh khoản là dường như không có, hiệu quả trong hoạt động kinh doanh năm 2008 tốt hơn doanh nghiệp cùng ngành NTL. Trong bối cảnh chung các doanh nghiệp BĐS gặp khó khăn trong năm 2008 thì chúng tôi cho rằng TDH duy trì được mức ROE ổn định (21%) là một điểm đáng ghi nhận trong nỗ lực của công ty.*

## Phân tích SWOT

### Điểm mạnh

Lợi thế về kinh nghiệm, tiềm lực tài chính, thương hiệu giúp TDH có tính cạnh tranh cao trên thị trường

- ◆ Thủ Đức House có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực xây dựng đầu tư và kinh doanh địa ốc, có tiềm lực về tài chính so với các đối thủ cạnh tranh.
- ◆ Có thế mạnh trong việc thành lập các công ty thành viên, công ty con, liên doanh với các đối tác trong và ngoài nước hoạt động trong nhiều lĩnh vực nhằm đa dạng hoá hoạt động kinh doanh.
- ◆ Đội ngũ nhân sự trẻ, giàu nhiệt huyết và gắn bó với sự phát triển của Công ty, có tác phong chuyên nghiệp, trình độ nghiệp vụ chuyên môn tốt, có nhiều kinh nghiệm trong việc thực hiện các dự án về địa ốc, đầu tư xây dựng, thiết kế.
- ◆ Thương hiệu THUDUC HOUSE ngày càng được khẳng định trong lĩnh vực đầu tư xây dựng, kinh doanh địa ốc.

### Điểm yếu

Quy mô vốn hạn chế là hạn chế lớn -> khó đảm nhiệm các dự án lớn.

- ◆ Trình độ công nghệ, năng lực xây dựng của Công ty còn thấp, chưa tự thực hiện được những công trình có quy mô lớn.
- ◆ Thiếu vốn đầu tư là tình trạng chung hiện nay của Công ty cũng như tất cả các doanh nghiệp khác trong lĩnh vực địa ốc và xây dựng vì tổng vốn đầu tư cho mỗi dự án quá lớn.

### Cơ hội

Tăng trưởng kinh tế cao, luồng vốn FDI quay trở lại, quy định Việt kiều mua nhà trong nước của chính phủ rõ ràng là cơ hội cho thị trường nói chung và TDH nói riêng

- ◆ Sau thời điểm Việt Nam gia nhập WTO, các tập đoàn nước ngoài đang tích cực tìm hiểu cơ hội đầu tư, tìm quỹ đất để kinh doanh. Các nhà đầu tư nước ngoài cũng đang đổ bộ vào Việt Nam để tìm kiếm cơ hội đầu tư nên nhu cầu về văn phòng cho thuê ngày càng cao, thêm vào đó là tốc độ đô thị hoá diễn ra ngày càng nhanh nên nhu cầu nhà ở là rất lớn. Việt Nam có tốc độ tăng trưởng kinh tế tương đối cao và ổn định, nhu cầu nhà ở của người dân cũng tăng theo, mở ra cơ hội phát triển của thị trường bất động sản.
- ◆ Luật nhà đất có hiệu lực vào ngày 1 tháng 7 năm 2006. Đây là lần đầu tiên chính phủ ban hành khung luật bao hàm về quyền sử dụng, sở hữu, cho thuê và quản lý nhà ở, căn hộ đối với cá nhân trong nước và nước ngoài hoặc những tập thể. Đây là một bước tiến quan trọng trong ngành bất động sản, giúp cho thị trường bất động sản trở nên sôi động hơn.

### Thách thức

Sự cạnh tranh gay gắt từ các doanh nghiệp nước ngoài, vấn đề đền bù, giải phóng mặt bằng vẫn là thách thức với Thu Đức House

- ◆ Pháp luật trong lĩnh vực quản lý nhà đất, quản lý xây dựng, quy hoạch còn nhiều bất cập. Bên cạnh đó, chính sách tài chính công cũng là một vấn đề quan trọng, đó là: chính sách chi phí, chính sách định giá đất, định giá bất động sản.
- ◆ Các công ty kinh doanh bất động sản trong nước và nước ngoài ngày càng nhiều cho ra đời nhiều sản phẩm chất lượng cao cạnh tranh gay gắt.
- ◆ Do những hạn chế của hệ thống ngân hàng về vốn ngắn hạn, về hạn mức tín dụng, hệ thống ngân hàng rất khó tiếp tục mở rộng tín dụng cho thị trường bất động sản.
- ◆ Việc thẩm định dự án của các cơ quan chức năng hay nói cách khác là các yếu tố khách quan còn khó khăn và kéo dài ảnh hưởng đến tiến độ thực hiện dự án.
- ◆ Công tác thực hiện khâu giải toả đền bù cho các dự án ngày càng khó khăn về vấn đề: chi phí đền bù cao, việc thương lượng với các hộ dân là không dễ dàng.

## Nhận định đầu tư

Trong phần này, với mục tiêu đưa ra các nhận định về cơ hội đầu tư thông qua định giá cổ phiếu TDH. Việc định giá này yêu cầu dự báo các chỉ tiêu tài chính về doanh thu, chi phí và lợi nhuận của TDH trong giai đoạn tới. Dựa trên các thông tin đến thời điểm hiện tại mà chúng tôi có được về doanh nghiệp, chúng tôi sẽ xây dựng dựa trên 2 kịch bản lạc quan và thận trọng mà chúng tôi tin rằng có nhiều khả năng xảy ra nhất đối với DN.

### Kịch bản 1 \_Triển vọng lạc quan

#### Doanh thu thuần

Như trong phần triển vọng 2009 chúng tôi đã đề cập thì giai đoạn đến năm 2011, TDH có nhiều dự án lớn tiềm năng có thể hoạch toán vào doanh thu như dự án chung cư TDH-Trường Thọ, dự án Cantavil-GĐ2, Chợ B, Chợ C, chung cư TDH Phước Bình, Phước Long. Đây sẽ là điều kiện đảm bảo nguồn doanh thu tiếp tục ổn định và tăng trưởng của TDH trong giai đoạn 3 năm tới.

Trước mắt trong năm 2009, doanh thu của TDH sẽ phụ thuộc rất nhiều vào việc hoạch toán các dự án Bình Chiểu, Chợ B, An Phú, Bình An 2, chuyển quyền sử dụng đất dự án Cantavil-GĐ2. Chúng tôi sẽ đi vào phân tích khả năng ghi nhận các dự án này vào doanh thu của TDH trong năm 2009.

Đối với dự án Bình Chiểu tổng doanh thu dự kiến vào khoảng 420 tỷ đồng. Trong năm 2008, công ty đã ghi nhận 229.3 tỷ đồng vào doanh thu từ dự án này. Tại thời điểm Quý I/2009 công ty đã ghi nhận thêm 73.5 tỷ đồng (tương ứng với 80 nền). Như vậy hiện tại dự án Bình Chiểu có thể đóng góp vào doanh thu thêm 117.2 tỷ nữa. Theo chúng tôi dự báo, 2 quý cuối năm nay công ty có thể ghi nhận thêm 70 nền nữa tức là tương đương vào khoảng 64.33 tỷ đồng. Như vậy dự án Bình Chiểu có thể mang lại cho TDH mức doanh thu 137.8 tỷ đồng năm 2009.

Tiếp theo là dự án Chợ B đã được công ty ghi nhận 101 tỷ đồng trong năm 2008. Với mức doanh thu dự kiến là 230 tỷ đồng thì công ty kỳ vọng vào khoản doanh thu 106 tỷ đồng sẽ được ghi nhận trong năm nay. Hiện tại công ty đã ký hợp đồng cho thuê 85% ô chợ vừa. Tuy nhiên chúng tôi mới chỉ thấy 378 triệu đồng hạch toán trong quý II vừa qua. Có thể suy đoán 2 quý cuối năm dự án Chợ B sẽ đóng góp tỷ trọng lớn vào doanh thu.

Dự án An Phú, Bình An 2 dự báo doanh thu là 70 tỷ (thực tế TDH đã ghi nhận 9 tỷ đồng\_ 9 nền từ dự án Bình An 2, ngoài ra chuyển nhượng quyền sử dụng đất tại dự án Cantavil GĐ2 đã được TDH ghi nhận thêm 79.7 tỷ đồng trong quý II vừa qua.

Do đó, mức doanh thu thuần năm 2009 của TDH theo dự báo của chúng tôi có thể đạt mức 473 tỷ đồng (so với 2008 thì giảm 21.03%).

Với triển vọng từ các dự án mà TDH đang triển khai cộng với thị trường bất động sản đang có những dấu hiệu ấm trở lại (đặc biệt với dự án căn hộ). Dựa trên kịch bản lạc quan, nhiều khả năng doanh thu năm 2010 và 2011 sẽ tăng trưởng lần lượt ở các mức 21% và 25%. Như vậy doanh thu thuần năm 2010 có thể lên đến 572.8 tỷ và 716 tỷ đồng.

Năm	2008	2009E	2010F	2011F
Doanh thu thuần	599	473	572.8	716
Tốc độ tăng trưởng (%)	218%	-21.03%	21%	25%

Nguồn: TVSI dự báo

#### Giá vốn hàng bán

Giá vốn hàng bán năm 2008 chỉ chiếm 47.9% doanh thu thuần. Chúng tôi hiểu rằng công ty đạt được tỷ lệ giá vốn thấp này là do chi phí nguyên vật liệu xây dựng năm 2008 sụt giảm. Tuy nhiên dự báo nửa cuối năm 2009 về sau chi phí đầu vào sẽ tăng dần (thể hiện qua quý II giá vốn chiếm 50.9%) do đó với dự báo khả quan nhất TDH sẽ duy trì giá vốn hàng bán năm 2009 ở mức 48% doanh thu thuần và sẽ tăng dần qua 2 năm tiếp theo ở mức 52% cho 2010 và 2011.

Trong năm 2009, TDH kỳ vọng vào các dự án có thể hạch toán vào doanh thu như: dự án Bình Chiểu, Chợ B, An Phú, Bình An 2, Cantavil-GĐ2

## Nhận định đầu tư (tiếp)

### Doanh thu từ hoạt động tài chính

Khoản thu nhập hoạt động tài chính của TDH đến chủ yếu từ nguồn tiền gửi, tiền cho vay và cổ tức lợi nhuận sau thuế từ các liên doanh liên kết. Với dự báo lãi suất cơ bản được duy trì ở mức 7% trong thời gian tới thì có thể thấy khoản thu nhập từ tiền gửi, cho vay năm 2009 sẽ thấp hơn với con số 40.82 tỷ của năm 2008. Tuy nhiên TDH có thể bù lại được từ nhận cổ tức được chia khả quan hơn. Kịch bản lạc quan nhất theo chúng tôi năm 2009 TDH có thể ghi nhận được 48.4 tỷ đồng. Mức này sẽ tăng lên 50.2 tỷ năm 2010 và 58.4 tỷ năm 2011.

### Chi phí tài chính

Trong năm 2008 chi phí tài chính của TDH là 31 tỷ chủ yếu đến từ dự phòng giảm giá chứng khoán dài hạn với hơn 30.5 tỷ. Trong 6 tháng đầu năm 2009 công ty đã hoàn nhập được một khoản 4.45 tỷ. Với triển vọng khả quan thì đến cuối năm 2009 này công ty sẽ không phải trích lập thêm khoản dự phòng nào. Do đó chi phí tài chính sẽ không còn đáng kể (ở mức dưới 1 tỷ) trong năm 2009 cũng như cho 2 năm 2010, 2011 sắp tới.

### Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp

Như trong phần trước chúng tôi đã trình bày thì dự báo trong năm 2009 do điều kiện kinh doanh gặp nhiều khó khăn nên công ty chủ động trong việc tiết giảm chi phí doanh nghiệp đặc biệt là chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp. Qua 2 quý đầu đã thể hiện rõ điều này. Trên đà nhận định khả quan này chúng tôi dự báo chi phí bán hàng sẽ chỉ chiếm 0.3% tương ứng 1.4 tỷ và chi phí quản lý doanh nghiệp chiếm mức 8.0% doanh thu thuần tương ứng 37.8 tỷ đồng.

Với những giả thiết trên cộng với TDH được miễn giảm 30% thuế thu nhập doanh nghiệp, chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế công ty mẹ năm 2009 ở mức 188 tỷ cao hơn so với kế hoạch và năm 2010 sẽ đạt 226 tỷ, năm 2011 là 272 tỷ.

Dựa trên các giả định về kịch bản 1\_lạc quan chúng tôi tổng hợp dự báo về doanh thu, chi phí, lợi nhuận sau thuế trong giai đoạn 2009-2011 theo bảng dưới:

Đơn vị: ngàn đồng

Năm	2008	2009E	2010F	2011F
Doanh thu thuần	<b>599,527,744</b>	<b>473,447,060</b>	<b>572,870,942</b>	<b>716,088,677</b>
Giá vốn hàng bán	287,683,017	227,254,589	297,892,889	372,366,112
Lợi nhuận gộp	<b>311,844,727</b>	<b>246,192,471</b>	<b>274,978,052</b>	<b>343,722,565</b>
Doanh thu từ HĐTC	40,819,872	48,400,000	50,200,000	58,400,000
Chi phí tài chính	31,224,708	600,000	600,000	600,000
Chi phí bán hàng	1,845,706	1,420,341	1,803,264	2,289,425
Chi phí QLDN	50,442,538	37,875,764	49,238,493	64,010,041
Lợi nhuận trước thuế	<b>282,184,623</b>	<b>254,696,366</b>	<b>305,635,639</b>	<b>366,762,766</b>
LNST cty mẹ	<b>198,377,471</b>	<b>188,705,366</b>	<b>226,446,439</b>	<b>271,735,727</b>

Nguồn: TVSI dự báo

### Định giá theo kịch bản 1:

Chúng tôi sử dụng 3 phương pháp định giá P/E, P/B, và chiết khấu dòng tiền (DCF). Với 2 phương pháp so sánh ngang P/E và P/B, chúng tôi nhận thấy việc so sánh với các doanh nghiệp có cùng quy mô đang niêm yết trên TTCK Việt Nam hoạt động trong ngành bất động sản là khá phù hợp bởi các doanh nghiệp này có cơ cấu doanh thu và lĩnh vực hoạt động tương đồng với TDH.

### Nhận định đầu tư (tiếp)

Các doanh nghiệp trong ngành BĐS nhận được sự kỳ vọng lớn từ giới đầu tư. Do đó PE trung bình ngành khá cao 14.3 lần. Nếu theo 2 phương pháp PE, PB thì giá của TDH ở mức khá cao

MCK	Vốn hóa TT (tỷ đồng)	Giá (VNĐ) ngày 4/8	EPS	P/E	BVPS	P/B
SJS	4,849.5	122,000	3,200	38.13	28,120	4.34
NTL	1,321.6	81,000	6,350	12.76	16,050	5.05
BCI	2,373.9	43,800	3,677	11.91	20,220	2.17
LCG	822.8	60,500	14,841	4.08	38,500	1.57
STL	374	37,400	4,015	9.32	14,930	2.51
HAG	12,796	72,500	7,167	10.12	20,530	3.53
<b>Trung bình</b>	-	-	<b>6,542</b>	<b>14.3</b>	<b>23,058</b>	<b>3.19</b>

Với phương pháp định giá P/E, P/E trung bình ngành ngày 4/08 được xác định tại mức 14.3 lần. Tại mức P/E này thì sẽ cho kết quả giá cổ phiếu TDH là **141,388 VNĐ**. (EPS trailing đến quý II năm 2009 là 9,830 VNĐ).

Với phương pháp định giá P/B, P/B trung bình ngành ngày 4/08 được xác định tại mức 3.19 lần. Tại mức P/B này thì sẽ cho kết quả giá cổ phiếu TDH là **135,447 VNĐ**. (BVPS hiện tại của TDH là 42,460 VNĐ).

#### Chiết khấu dòng tiền DCF

Dựa trên các giả định trong kịch bản 1, phương pháp này sẽ chiết khấu luồng tiền doanh nghiệp qua 2 giai đoạn. Với tiềm năng tăng trưởng còn lớn của ngành bất động sản tại Việt Nam, chúng tôi nghĩ rằng sẽ hợp lý khi giả định tốc độ tăng trưởng nhanh trong 10 năm đầu (2009-2019) với tốc độ  $g = 15\%$ . Giai đoạn 2 từ năm 2019, công ty sẽ đi vào mức ổn định tại mức  $g = 3\%$ .

Nhận thức được rằng, một sự thay đổi nhỏ trong yếu tố đầu vào có thể dẫn đến sự thay đổi lớn giá trị cổ phiếu định giá.

Do đó, chi phí vốn cổ phần được xác định tại mức 14.85% với các yếu tố đầu vào như lãi suất trái phiếu chính phủ dài hạn 9.75%, mức bù rủi ro 5%.

Giá trị dòng tiền quy về hiện tại giai đoạn 1 (2009-2019)	1,698 tỷ đồng
Giá trị dòng tiền quy về hiện tại giai đoạn 2 (2019 trở đi)	456 tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	2,154 tỷ đồng
Số lượng cổ phiếu lưu hành	23,861,389 cp
Giá trị cổ phiếu	<b>90,289 VNĐ</b>

Phân tích độ nhạy:

discount rate						
90,289	12%	13%	14%	15%	16%	17%
15%	126,416	110,487	98,436	89,008	81,424	75,179
16%	126,416	110,487	98,436	89,008	81,424	75,179
17%	126,416	110,487	98,436	89,008	81,424	75,179
18%	126,416	110,487	98,436	89,008	81,424	75,179
19%	126,416	110,487	98,436	89,008	81,424	75,179
20%	126,416	110,487	98,436	89,008	81,424	75,179

growth rate

## Nhận định đầu tư (tiếp)

Phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF đo lường giá trị nội tại của doanh nghiệp trong khi phương pháp so sánh ngang PE và PB phụ thuộc vào biến động ngành. Do đó chúng tôi nghiêng về tính hiệu quả của DCF hơn với trọng số là 60%. Phương pháp PE và PB sẽ có trọng số ở mức 20%.

Do đó, giá bình quân của TDH theo kịch bản 1\_lạc quan sẽ là:  $141,388 \times 0.2 + 135,447 \times 0.2 + 90,289 \times 0.6 = \mathbf{109,540 \text{ VNĐ/cp.}}$

## Kịch bản 2\_ Dự báo thận trọng

Dựa trên sự thận trọng của chúng tôi trong bối cảnh nghi ngại về triển vọng của ngành bất động sản chưa thực sự hồi phục. Thêm nữa, giá nguyên vật liệu xây dựng (xi măng, sắt, thép, nhựa...) dự báo sẽ tăng trong thời điểm nửa cuối năm 2009 sau đợt giảm từ năm 2008 sẽ là bức tranh phác họa triển vọng không thật sự sáng sủa về tình hình kinh doanh của TDH.

**Doanh thu thuần:** Như đã phân tích trong kịch bản 1, chúng tôi điều chỉnh dự báo doanh thu thuần cho năm 2008 xuống 426 tỷ đồng do nghi ngại từ khả năng thu từ các dự án này.

**Giá vốn hàng bán:** Trong kịch bản thận trọng này, do nghi ngại về tăng giá các chi phí nguyên vật liệu đầu vào làm tăng chi phí giá vốn hàng bán. Do đó, chi phí giá vốn hàng bán năm 2009 sẽ được giả định tại mức cao của năm 2006 là 56.92% và tăng nhẹ trong 2 năm tiếp theo ở mức 57.47%.

### Doanh thu từ hoạt động tài chính

Nhận thức được rằng nguồn thu từ tiền lãi có thể duy trì ở mức thấp trong thời gian tới do mục đích kích cầu từ chính phủ. Với cách tiếp cận thận trọng, doanh thu tài chính năm 2009 chỉ tăng nhẹ so với năm 2008 ở mức 42 tỷ và 44 tỷ, 45 tỷ tương ứng năm 2010, 2011.

### Chi phí hoạt động tài chính

Do chi phí lãi vay không hạch toán vào chi phí tài chính và chúng tôi tin rằng sẽ không có một kịch bản xấu hơn so với kịch bản 1 do trích lập dự phòng thêm trong thời gian tới bởi giá danh mục các cổ phiếu mà TDH đang nắm giữ khó có khả năng xuống thấp trở lại. Thêm nữa công ty cũng có kế hoạch cơ cấu lại danh mục khi giá cổ phiếu đáp ứng được lợi suất kỳ vọng.

### Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp

Chi phí bán hàng được giả định tại mức tương ứng của năm 2008 là 1.85 tỷ do doanh thu thuần kế hoạch năm 2009 được dự báo xấp xỉ của năm 2008. Mức chi phí này sẽ tăng lên với tỷ lệ 30% đạt đến 2.41 tỷ năm 2010 và 3.13 tỷ năm 2011. Tương tự, chi phí quản lý doanh nghiệp cũng có mức tăng 32.7% dựa trên mức tăng này của giai đoạn 2007-2008. Cụ thể, chi phí QLDN năm 2009 là 60 tỷ, năm 2010 là 62.5 tỷ và năm 2011 là 65.3 tỷ đồng.

Dựa trên các giả định về kịch bản 2\_thận trọng chúng tôi tổng hợp dự báo về doanh thu, chi phí, lợi nhuận sau thuế trong giai đoạn 2009-2011 theo bảng dưới:

Đơn vị: ngàn đồng

Năm	2008	2009E	2010F	2011F
Doanh thu thuần	<b>599,527,744</b>	<b>425,762,353</b>	<b>468,338,588</b>	<b>515,172,447</b>
Giá vốn hàng bán	287,683,017	242,343,931	297,892,889	307,740,589
Lợi nhuận gộp	<b>311,844,727</b>	<b>183,418,421</b>	<b>170,445,699</b>	<b>207,431,858</b>
Doanh thu từ HĐTC	40,819,872	42,000,000	44,000,000	45,000,000
Chi phí tài chính	31,224,708	600,000	600,000	600,000
Chi phí bán hàng	1,845,706	1,845,943	2,405,000	3,126,500
Chi phí QLDN	50,442,538	60,000,000	62,500,000	65,300,000
Lợi nhuận trước thuế	<b>282,184,623</b>	<b>221,463,155</b>	<b>243,609,470</b>	<b>267,970,417</b>
LNST cty mẹ	<b>198,377,471</b>	<b>162,272,675</b>	<b>178,499,942</b>	<b>196,349,936</b>



## Nhận định đầu tư (tiếp)

### Định giá theo kịch bản 2:

#### Chiết khấu dòng tiền DCF

Dựa trên các giả định trong kịch bản 2. Với cách tiếp cận thận trọng về triển vọng của ngành bất động sản cũng như tăng trưởng của doanh nghiệp sau đợt suy giảm năm 2008, chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng nhanh trong 10 năm đầu (2009-2019) với tốc độ  $g = 10\%$ . Giai đoạn 2 từ năm 2019 trở đi, công ty sẽ đi vào mức ổn định tại mức  $g = 3\%$ .

Chi phí vốn cổ phần được xác định tại mức 14.85% với các yếu tố đầu vào như lãi suất trái phiếu chính phủ dài hạn 9.75%, mức bù rủi ro 5%.

Giá trị dòng tiền quy về hiện tại giai đoạn 1 (2009-2019)	1,340 tỷ
Giá trị dòng tiền quy về hiện tại giai đoạn 2 (2019 trở đi)	243 tỷ
Giá trị doanh nghiệp	1,583 tỷ
Số lượng cổ phiếu lưu hành	23,861,389 cp
Giá trị cổ phiếu	<b>66,353 VNĐ</b>

Phân tích độ nhạy:

discount rate						
66,353	12%	13%	14%	15%	16%	17%
15%	86,253	77,830	71,099	65,591	60,990	57,077
16%	86,253	77,830	71,099	65,591	60,990	57,077
17%	86,253	77,830	71,099	65,591	60,990	57,077
18%	86,253	77,830	71,099	65,591	60,990	57,077
19%	86,253	77,830	71,099	65,591	60,990	57,077
20%	86,253	77,830	71,099	65,591	60,990	57,077

growth rate

Do đó, giá bình quân của TDH theo kịch bản 2\_thận trọng sẽ là:  $141,388 \times 0.2 + 135,447 \times 0.2 + 66,353 \times 0.6 = \mathbf{95,178 VNĐ/cp}$ .

#### Kết quả định giá cổ phiếu TDH:

Chúng tôi phân bổ khả năng xảy ra đối với 2 kịch bản này là tương đương 50-50. Theo cách tính này thì chúng tôi đề xuất giá mục tiêu đến cuối năm 2009 của TDH sẽ là:  $109,540 \times 0.5 + 95,178 \times 0.5 = \mathbf{102,359 VNĐ}$ .

**Báo cáo kết quả kinh doanh (đơn vị: '000 VNĐ)**

	2006	2007	2008	Q12009	Q22009
<b>TỔNG TS</b>	<b>845,609,354</b>	<b>1,109,882,987</b>	<b>1,432,980,311</b>	<b>1,484,307,908</b>	<b>1.642.491.465</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>611,795,813</b>	<b>605,984,335</b>	<b>703,519,731</b>	<b>735,444,523</b>	<b>859,448,321</b>
Tiền mặt	42,687,004	13,994,390	83,216,160	77,874,156	112,745,960
Đầu tư ngắn hạn	105,398,400	14,464,093	80,807,550	84,131,845	88,446,097
Các khoản phải thu	109,754,009	127,467,870	123,011,218	125,428,727	238,901,794
Hàng tồn kho	353,743,408	447,429,924	395,311,165	388,102,461	416,608,347
Tài sản lưu động khác	212,992	2,628,059	641,137	1,907,334	2,746,122
<b>TS dài hạn</b>	<b>233,813,541</b>	<b>503,898,652</b>	<b>729,460,580</b>	<b>748,863,385</b>	<b>783,043,144</b>
Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0	13,700	13,700
TSCĐ	<b>9,530,685</b>	<b>48,349,486</b>	<b>76,628,934</b>	<b>69,698,014</b>	<b>70,546,664</b>
TSCĐ hữu hình	6,867,834	28,704,764	58,256,137	53,523,480	52,212,084
TSCĐ vô hình	0	2,432,110	5,352,361	3,415,815	3,306,690
Xây dựng CBDD	2,662,851	17,212,613	13,020,436	12,758,719	15,027,889
Bất động sản đầu tư	0	31,628,838	10,749,982	10,579,316	10,408,649
Đầu tư TC Dài hạn	233,702,004	421,352,247	624,495,141	651,353,993	685,277,848
Tài sản dài hạn khác	580,852	1,233,258	10,127,864	9,633,930	9,413,929
<b>NGUỒN VỐN</b>	<b>845,609,354</b>	<b>1,109,882,987</b>	<b>1,432,980,311</b>	<b>1,484,307,908</b>	<b>1.642.491.465</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>304,254,568</b>	<b>338,550,614</b>	<b>411,688,031</b>	<b>411,124,234</b>	<b>599.650.801</b>
Nợ ngắn hạn	135,935,275	192,392,575	200,874,284	228,391,698	393.182.211
Nợ dài hạn	168,319,293	146,158,039	210,813,747	212,732,536	206.468.590
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>541,354,786</b>	<b>755,810,694</b>	<b>1,001,009,162</b>	<b>1,025,594,134</b>	<b>1.027,015,607</b>
Vốn chủ sở hữu	511,183,890	747,728,127	986,949,977	1,019,145,820	1,010,997,619
Vốn điều lệ	170,000,000	170,000,000	252,500,000	252,500,000	252,500,000
Thặng dư vốn	271,433,780	355,835,567	509,135,687	509,135,687	509,135,687
Lợi nhuận chưa phân phối	51,995,647	141,286,070	153,112,274	196,000,469	87,418,018
Các quỹ	30,170,896	8,082,567	14,059,185	6,448,314	16,017,988
Tổng doanh thu	120,678,375	189,215,660	608,309,437	126,726,630	101,444,186
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>116,767,502</b>	<b>188,511,532</b>	<b>599,527,744</b>	<b>124,192,607</b>	<b>100,523,240</b>
Giá vốn hàng bán	66,459,755	108,345,542	287,683,017	62,156,299	51,167,855
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>50,307,747</b>	<b>80,165,991</b>	<b>311,844,727</b>	<b>62,036,308</b>	<b>49,355,385</b>
Doanh thu từ HĐTC	10,374,717	62,484,108	40,819,872	7,439,425	21,089,893
Chi phí HĐTC	757,698	2,268,897	31,224,708	-547,620	-3,968,570
Chi phí bán hàng	1,453,785	795,352	1,845,706	120,120	96,419
Chi phí quản lý doanh nghiệp	13,876,502	33,014,192	50,442,538	11,275,525	13,704,286
<b>Lợi nhuận từ HĐSXKD</b>	<b>44,594,579</b>	<b>106,571,658</b>	<b>269,151,648</b>	<b>58,627,708</b>	<b>60,613,143</b>
Lợi nhuận khác	48,394,297	16,198,206	11,712,527	3,073,363	1,050,197
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>92,988,776</b>	<b>187,004,455</b>	<b>282,184,623</b>	<b>61,701,070</b>	<b>61,663,340</b>
Thuế TNDN	10,638,802	22,493,349	70,144,441	10,113,296	10,787,960
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>82,349,974</b>	<b>164,511,107</b>	<b>212,040,182</b>	<b>51,587,775</b>	<b>50,875,381</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 NGHIÊN CỨU VÀ ĐẦU TƯ**

#### ***Trưởng phòng Phân tích và Đầu tư***

TS Phạm Thị Vân Hà

haptv@tvs.com.vn

#### ***Chuyên viên phân tích***

Trương Trần Dũng

dungtt@tvs.com.vn

Phan Hoàng Diệu

dieuph@tvs.com.vn

Vũ Thị Oanh

oanhvt@tvs.com.vn

Lưu Thị Hương

huonglt@tvs.com.vn

Võ Lan Phương

phuongvl@tvs.com.vn

Lê Thụy Ngọc Khanh

khanhltn@tvs.com.vn

Nguyễn Thị Bích

bichnt@tvs.com.vn

Phạm Việt Hùng

hungpv@tvs.com.vn