

## CÔNG TY CỔ PHẦN PHÁT TRIỂN NHÀ THỦ ĐỨC (MCK: TDH)

Nhóm ngành: Bất động sản

### THÔNG TIN CƠ BẢN

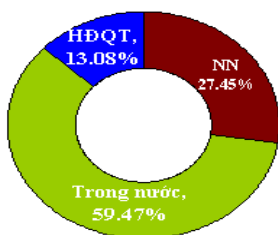
- Trụ sở chính : 384 Võ Văn Ngân, Quận Thủ Đức, Tp.HCM
- Điện thoại : (84.8) 896 6676
- Fax : (84.8) 896 1123
- Website : [www.thuduchouse.com](http://www.thuduchouse.com)
- Vốn điều lệ : 378.750.000.000 đồng

### CÁC MỐC PHÁT TRIỂN CHÍNH

- Thành lập năm 1990 với tên gọi Công ty quản lý và Phát triển nhà Thủ Đức.
- 1996: Đổi tên thành công ty phát triển nhà và khu công nghiệp Thủ Đức.
- 2001: Thành lập công ty cổ phần phát triển nhà Thủ Đức
- 14/12/2006: Chính thức niêm yết chứng khoán trên HOSE, mã chứng khoán TDH.

### Cơ cấu cổ đông

Nước ngoài: 27.45%  
Trong nước: 57.47%  
HĐQT: 13.08%



### Cổ đông lớn

Tên cổ đông	Số CP sở hữu (CP)	Tỷ lệ sở hữu (%)
Quỹ đầu tư phát triển đô thị TPHCM	2.040.000	8.87
Deutsche Bank	1.953.091	8.14
Red River Holding	1.689.060	6.69
Citigroup	1.191.973	4.97

### HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

#### Ngành nghề kinh doanh

- Kinh doanh địa ốc, đầu tư bất động sản, trung tâm thương mại, văn phòng cho thuê, chợ đầu mối, khu du lịch nghỉ dưỡng, khu công nghiệp.
- Kinh doanh và khai thác các dịch vụ bất động sản, khu dân cư mới và khu công nghiệp.
- Đầu tư kinh doanh tài chính, chứng khoán và ngân hàng.

### Kết quả kinh doanh

Đơn vị: Triệu đồng

Báo cáo lãi lỗ (Triệu VND)	2006	2007	2008	9T/2009
Doanh thu thuần	141,091	188,512	599,528	379,992
Lợi nhuận gộp	44,193	80,166	311,845	204,219
Lợi nhuận trước thuế	92,784	187,004	282,185	269,879
Lợi nhuận sau thuế	79,859	163,449	198,377	219,623
Cân đối kế toán (Triệu VND)				
Tài sản ngắn hạn	631,389	605,984	703,520	821,044
Tài sản dài hạn	228,314	503,899	729,460	932,675
<b>Tổng tài sản</b>	<b>859,703</b>	<b>1,109,883</b>	<b>1,432,980</b>	<b>1,753,719</b>
Nợ ngắn hạn	139,314	192,393	200,874	327,697
Nợ dài hạn	168,612	146,158	210,814	233,927
Vốn chủ sở hữu	542,870	755,811	1,001,009	1,175,957
Phần hùn cổ đông thiểu số	8,907	15,521	20,283	16,139
Số cổ phiếu (triệu CP)	17,000	17,000	25,250	25,250
Các chỉ số tài chính				
Tăng trưởng				
Doanh thu thuần	-41.8%	33.6%	218.0%	17.5%
Lợi nhuận gộp	-19.7%	81.4%	289.0%	31.9%
LN trước thuế	95.1%	101.5%	50.9%	103.3%
Lợi nhuận ròng biến	97.0%	104.7%	21.4%	161.1%
ROA	7.2%	11.4%	13.8%	12.5%
ROE	14.7%	21.6%	19.8%	67.0%
EPS	4,698	9,615	7,857	8,698
Tổng nợ /Vốn chủ sở hữu	58.36%	46.85%	43.15%	49.13%

Chỉ tiêu tăng trưởng ở cột 9T/2009 được so sánh cùng kỳ năm 2008

### Nhận xét:

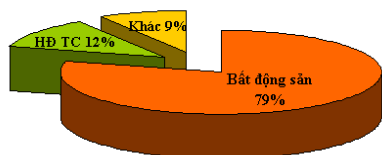
- Sở hữu nhiều dự án đã và đang trong giai đoạn hoàn thiện như Chung cư TDH- Trường Thọ, khách sạn La Sapinette, chợ C, dự án Bình Chiểu...kết hợp với tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình trên 25%, cơ cấu tài chính ít rủi ro khi vốn chủ chiếm ưu thế so với nguồn vốn vay, tạo nên lợi thế của TDH so với các doanh nghiệp cùng ngành.
- 9 tháng đầu năm 2009, lợi nhuận sau thuế đạt 217,88 tỷ đồng tăng 161% so với cùng kỳ 2008, trong đó khoản lãi từ đầu tư chứng khoán đạt 21 tỷ đồng, thu nhập từ đánh giá lại bất động sản An Phú đạt 32 tỷ đồng. Ngoài ra, công ty còn được giảm thuế thu nhập doanh nghiệp 30% trong năm 2009.
- Dự báo trong quý 4, doanh thu từ dự án Bình Chiểu có thể đem lại lợi nhuận 20 tỷ đồng, doanh thu từ cho thuê ô vữa chợ B là 89 tỷ đồng. Thêm vào đó, với việc bán 1.250.226 cổ phiếu quỹ làm tăng thẳng dư vốn hơn 50 tỷ. Lợi nhuận sau thuế 2009 dự kiến đạt 308 tỷ đồng, tương đương EPS là 8.132 đồng/CP. Mức giá kỳ vọng là 68.000 đồng/CP. TDH là cổ phiếu nên được xem xét đầu tư trong giai đoạn hiện nay.

## TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

### Doanh thu:

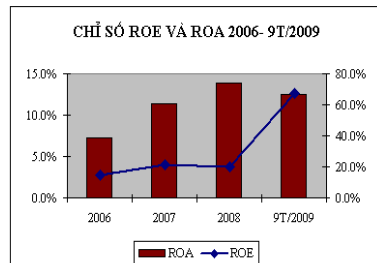
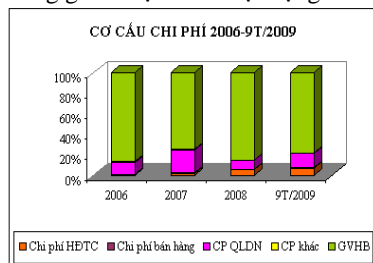
Tốc độ tăng trưởng doanh thu luôn đạt trên 30% và duy trì ổn định qua các năm do TDH sở hữu nhiều dự án trong giai đoạn hoàn thiện và đi vào khai thác như chung cư Trường Thọ, khách sạn La Saphinette, chợ B, dự án Bình Chiểu, Bình An 2.

Tổng doanh thu 9 tháng đầu năm đạt 479,54 tỷ đồng trong đó doanh thu chính từ bất động sản chiếm 79% tổng doanh thu, doanh thu từ khu nhà ở Bình An đóng góp 109 tỷ đồng, doanh thu khu đô thị mới Bình Chiểu là 12 tỷ, cho thuê ô vựa chợ đầu mối Thủ Đức 9 tỷ. Doanh thu từ hoạt động tài chính chiếm 12% trong đó hoạt động đầu tư chứng khoán đem lại lợi nhuận 21 tỷ đồng. Khoản thu nhập khác tăng đột biến với 36 tỷ từ chênh lệch đánh giá lại quyền sử dụng đất trong phần vốn góp chung cư An Phú.



### Chi phí:

Khả năng kiểm soát chi phí của công ty khá tốt. Giá vốn hàng bán/ DTT giảm đều qua các năm từ mức 67.87% trong năm 2006 xuống mức 46.25% trong 9 tháng đầu năm 2009, nhờ tận dụng được quỹ đất giá thấp từ những năm trước. Tuy nhiên, chi phí quản lý doanh nghiệp lại có xu hướng tăng dần qua các năm do một số công ty con của TDH đang trong giai đoạn đầu hoạt động.



### Khả năng sinh lợi :

Tỷ lệ lợi nhuận gộp/ doanh thu thuần tăng dần từ năm 2006 đến 2008 nhưng giảm nhẹ 9 tháng đầu năm 2009 do sự đóng băng của thị trường bất động sản nên công ty thực hiện hạ giá bán nhằm thu hút khách hàng trong đó giá bán dự án Trường Thọ từ mức dự kiến ban đầu là 18 triệu/m<sup>2</sup> xuống mức 15 triệu/m<sup>2</sup>.

Tỷ suất lợi nhuận/ vốn cổ phần trung bình trong 4 năm đạt 18,7%, cao hơn so với mức bình quân ngành là 13,7%, cho thấy việc sử dụng nguồn vốn của TDH khá hiệu quả mặc dù thị trường bất động sản vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi.

**Cấu trúc tài chính :** Tỷ lệ nợ/ vốn chủ sở hữu duy trì dưới mức 49% qua các năm giúp công ty giảm rủi ro trong việc sử dụng đòn bẩy tài chính nhằm tài trợ cho các dự án trung và dài hạn. Với nguồn thặng dư vốn 561 tỷ đồng và quỹ đầu tư phát triển 200 tỷ đồng trong năm 2009 tạo thuận lợi cho TDH trong việc mở rộng đầu tư các dự án mới như dự án Trường Thọ 2, Dự án Chân Mây- Lăng Cô – Huế, khu dân cư tái định cư Tam Tâm- Củ Chi...

## TIỀM NĂNG PHÁT TRIỂN CỦA NGÀNH

Theo quyết định phê duyệt định hướng phát triển nhà ở đến hết năm 2020 của Thủ tướng chính phủ, diện tích nhà bình quân đầu người phải đạt 15m<sup>2</sup> sàn vào năm 2010 và 20 m<sup>2</sup> sàn vào năm 2020, chất lượng nhà phải đạt tiêu chuẩn quốc gia. Chính căn cứ quan trọng này tạo điều kiện cho thị trường bất động sản trong nước phát triển và thu hút thêm sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài. Hiện nay nguồn cung nhà ở chỉ đáp ứng 60% nhu cầu, trong đó thành phố Hồ Chí Minh là trung tâm của cả nước trong việc thu hút lao động nhập cư tạo nên nhu cầu khá lớn đặc biệt là các vùng ngoại thành . Do đó phân khúc nhà chung cư cho người thu nhập trung bình vẫn là một tiềm năng lớn cho các doanh nghiệp bất động sản.

## VỊ TRÍ CỦA CÔNG TY TRONG NGÀNH

Sau 19 năm hoạt động, với các dự án chủ yếu tập trung ở quận Thủ Đức, quận 2 và quận 9, công ty tạo được một thương hiệu vững chắc trên thị trường bất động sản ở thành phố Hồ Chí Minh với lợi thế về giá đất đầu tư khá thấp và đội ngũ quản lý giàu kinh nghiệm giúp công ty có hiệu quả hoạt động khá tốt so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Là công ty đi đầu trong việc hợp tác đầu tư liên doanh với doanh nghiệp nước ngoài có kinh nghiệm trong việc xây dựng các chung cư cao cấp, trong đó điển hình là dự án Cantavil hợp tác giữa TDH và Daewon của Hàn Quốc với căn hộ 16 tầng và trung tâm thương mại 30 tầng.

Trong năm 2009, TDH là một trong những doanh nghiệp đầu tiên thực hiện liên doanh thành lập công ty Thuduchouse Property Ventures với số vốn góp 26,6 tỷ đồng đầu tư vào thị trường bất động sản Mỹ.

## RỦI RO ĐẦU TƯ

**Rủi ro chính sách:** với việc đánh thuế thu nhập trong việc chuyển nhượng bất động sản với thuế suất 20% làm cho giao dịch trên thị trường bất động sản đặc biệt là phân khúc căn hộ chung cư trở nên khó khăn.

**Rủi ro mang tính chu kỳ:** lĩnh vực kinh doanh bất động sản có mối quan hệ mật thiết với chu kỳ phát triển của nền kinh tế. Do đó, sức khỏe của nền kinh tế sẽ ảnh hưởng mạnh mẽ đối với sự phát triển của ngành.

**Rủi ro tín dụng:** Cùng với chính sách kiểm soát chặt chẽ tín dụng trong việc cho vay mua nhà với mức lãi suất thỏa thuận từ 12.75% - 15.5%, làm cho nhu cầu mua nhà ngày càng thu hẹp lại.

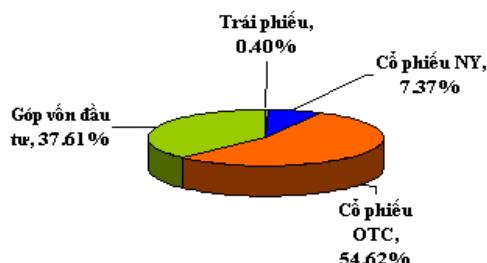
## ĐẦU TƯ TÀI CHÍNH

Đầu tư tài chính chiếm 30% tổng tài sản của công ty, trong đó đầu tư vào cổ phiếu OTC chiếm 54,62% tổng giá trị đầu tư tài chính với giá mua chủ yếu bằng mệnh giá dưới hình thức cổ đông chiến lược.

Góp vốn đầu tư chiếm 37,6% chủ yếu vào các công ty con như góp vốn đầu tư vào khi công nghiệp Đồng Mai 30 tỷ đồng, Khu dân cư Bến Lức Long An 32,5 tỷ đồng, TTTM Phước Long B 32 tỷ đồng.....

Trong danh mục đầu tư vào cổ phiếu niêm yết, TDH đã thực hiện đầu tư 641.454 cổ phiếu CH với giá vốn 15.820 đồng/CP; 535.630 cổ phiếu HCM giá vốn 25.594 đồng/CP, nếu hiện thực hoá lợi nhuận có thể thu được hơn 40 tỷ đồng lợi nhuận.

Ngoài ra, với 81.000 cổ phiếu PVI giá vốn 102.500 đồng/CP; 1.250.000 cổ phiếu PRUBF1 giá vốn 10.300 đồng/CP và 32.724 cổ phiếu SC5 giá 196.882 đồng/CP, nếu tính đến thời điểm 21/12/2009 công ty phải trích lập dự phòng khoản 17 tỷ đồng cho khoản đầu tư này.



## NĂNG LỰC SẢN XUẤT

Lĩnh vực kinh doanh chính của công ty là kinh doanh các dự án bất động sản tập trung chủ yếu ở các quận Thủ Đức, quận 9 và quận 2. Các dự án nổi bật của công ty bao gồm:

**Chung cư TDH – Trường Thọ:** diện tích đất 6.994 m2 nằm ở phường Trường Thọ, quận Thủ Đức, đã thực hiện bán 262 căn hộ với mức giá bán 15 triệu đồng/m2. Dự kiến doanh thu của dự án này là 550 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 225 tỷ đồng.

**Dự án Cantavil:** liên doanh với Daewon Hàn Quốc trong đó TDH góp 40%. Tổng vốn đầu tư giai đoạn 2 là 60 triệu USD với 200 căn hộ. Dự kiến giá mặt bằng khoảng 2.200 USD/m2, doanh thu dự kiến 4.243 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 361 tỷ. Dự án đang trong giai đoạn chờ cấp phép xây dựng.

**TTTM- Khách sạn La Sapinette- Đà Lạt:** Tổng vốn đầu tư 120 tỷ đồng trên tổng diện tích 13.300m2, trong đó TTTM là 5.000m2 và 8.300m2 khách sạn. Dự án đã xây dựng xong phần thô và đang hoàn thiện.

**Dự án khu tái định cư Tam Tân – Củ Chi:** TDH góp 40% vốn với tổng giá trị đầu tư 1.012 tỷ đồng. Diện tích đất 200.000 m2. Hiện tại dự án đang thực hiện thiết kế và lập phương án đền bù.

## DỰ BÁO QUÝ IV/2009

Chúng tôi cho rằng doanh thu từ hoạt động bất động sản vẫn được duy trì ổn định trong quý 4 trong đó dự báo doanh thu từ dự án Bình Chiếu là 20,5 tỷ đồng, doanh thu khu chợ B dự kiến ghi nhận 100 tỷ đồng trong năm 2009 nhưng trong quý 2 và quý 3 chỉ mới ghi nhận 10,1 tỷ đồng còn lại hơn 89,9 tỷ đồng sẽ được ghi nhận trong quý 4. Doanh thu thuần ước đạt 150 tỷ đồng.

Tỷ suất lợi nhuận gộp được duy trì ở mức 58% tương đương với quý 3, do giá vốn hàng bán của công ty không thay đổi nhiều.

Chi phí hoạt động tài chính sẽ tăng thêm khoản 17 tỷ đồng từ việc dự phòng giảm giá đầu tư chứng khoán dài hạn của SC5, PVI và PRUBF1.

Chi phí quản lý doanh nghiệp/ Doanh thu thuần khoảng 9,7% cao hơn so với năm trước do các công ty con của TDH đang trong giai đoạn mới đi vào hoạt động.

Thuế thu nhập doanh nghiệp trong năm 2009 sẽ được giảm 30%. Dự kiến lợi nhuận sau thuế trong quý 4 sẽ đạt 89 tỷ đồng.

## ĐỊNH GIÁ

Các thông số đầu vào:

- Tốc độ tăng trưởng doanh thu dài hạn 6.5%.
- WACC = 16.33%
- Doanh thu thuần 2009 dự kiến 530 tỷ đồng.
- Lợi nhuận sau thuế 2009 ước đạt 308 tỷ đồng.
- Số lượng cổ phiếu lưu hành bình quân của TDH là 37.875.000 cổ phiếu, sau khi thực hiện chia thưởng cổ phiếu tỷ lệ 2: 1 nâng vốn điều lệ từ 252.500 triệu đồng lên 378.750 triệu đồng.
- EPS dự kiến 2009 là 8.132 đồng/CP.
- Book value (31/9/2009): 31.050 đồng/CP.

Ma trận định giá:

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân giá quyền
FCFF	65,410	30%	19,623
FCFE	64,699	20%	12,940
P/E	81,320	25%	20,330
P/BV	74,520	25%	18,630
<b>Giá bình quân</b>		<b>100%</b>	<b>71,523</b>

Kết luận:

Dựa trên các phương pháp định giá, giá trị của cổ phiếu TDH vào khoản **71.500 đồng/CP**. Chúng tôi cho rằng với tiềm năng tăng trưởng bền vững, đặc biệt trong năm 2010 lợi nhuận tăng khoảng 15% chủ yếu đến từ việc bán căn hộ Trường Thọ và lợi nhuận từ liên doanh Hiệp Phú mang về khoảng 3 triệu USD, TDH là một trong những cổ phiếu nên được xem xét đầu tư trong giai đoạn hiện nay.

**KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Bản báo cáo này được thực hiện với mục đích duy nhất là cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị, khuyến cáo hay hướng dẫn mua bán hay nắm giữ bất kỳ một chứng khoán cụ thể nào. Tất cả những thông tin trong bản báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau mà DVSC cho là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của tất cả các thông tin này. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này chỉ nên xem như một nguồn để tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của mình. DVSC tuyệt đối không chịu bất kỳ trách nhiệm nào liên quan đến việc sử dụng một phần hay toàn bộ báo cáo này để kinh doanh.

Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của công ty cổ phần chứng khoán Đại Việt (DVSC). Mọi sự sao chép, sửa đổi, in ấn mà không được sự đồng ý của DVSC là trái luật. Bản quyền thuộc DVSC, tháng 1/2009.

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN ĐẠI VIỆT**  
**PHÒNG PHÂN TÍCH VÀ NGHIÊN CỨU**

Lầu 2 & 4, Tòa nhà Savimex  
194 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, HCM  
ĐT: (84-8) 3 9 144 288  
Fax: (84-8) 3 9 144 268  
Web: [www.dvsc.com.vn](http://www.dvsc.com.vn)