

**Thông tin niêm yết**

Tên công ty: CTCP Ngoại thương và phát triển đầu tư TPHCM	
Mã chứng khoán	FDC
Số lượng cp niêm yết	14,297,699
Số lượng cp lưu hành	14,297,699
Sở giao dịch	HOSE
Ngày giao dịch đầu tiên	18/01/2010
Giá tham chiếu trong ngày giao dịch đầu tiên	40,000đ
Giới hạn nắm giữ của NĐTNN	49%

Nguồn: Công ty

**Số liệu chính (Triệu đồng)**

	2007	2008
Tổng tài sản	757,998	792,754
Vốn chủ sở hữu	115,512	234,444
Doanh thu thuần	285,513	377,349
Lợi nhuận trước thuế	25,301	16,802
Lợi nhuận sau thuế	20,540	10,827

Nguồn: Công ty

**Chỉ số chính**

	2007	2008
Khả năng thanh toán		
- Hệ số thanh toán hiện hành	1.40	1.17
- Hệ số thanh toán nhanh	0.35	0.32
Khả năng sinh lời		
- Tỷ suất lợi nhuận gộp	16.9%	22.5%
- Tỷ suất lợi nhuận thuần	7.2%	2.9%
- ROE	24.1%	6.2%
- ROA	1.8%	0.7%
Hiệu quả hoạt động		
- Vòng quay khoản phải thu	4.30	4.44
- Vòng quay hàng tồn kho	0.93	0.88
- Vòng quay tổng tài sản	0.50	0.49
- Vòng quay vốn CSH	3.35	2.16

Nguồn: Công ty

**Chuyên viên phân tích - Nguyễn Thị Yến**  
(84 8) 3 8233299  
yen.nt@hsc.com.vn

**Mô hình dự báo lợi nhuận**

Đơn vị tính: Triệu đồng	FY2009F	% y/y	FY2010F	% y/y	FY2011F	% y/y
Doanh thu	459,511	22%	492,611	7%	472,106	-4%
LN trước thuế	88,258	425%	71,224	-19%	101,101	42%
LN sau thuế	72,813	573%	53,418	-27%	75,826	42%
Tỷ suất LN trước thuế	31%		19%		21%	
Tỷ suất LN sau thuế	26%		14%		16%	
EPS	5,093	485%	3,736	-27%	5,303	42%
BVPS	15,837	-5%	16,139	2%	17,441	8%
ROA	8.4%		5.3%		7.2%	
P/E (tại mức giá mục tiêu)	10.7		14.5		10.2	
P/B (tại mức giá mục tiêu)	3.4		3.4		3.1	

Đơn vị tính: Triệu đồng	FY2012F	% y/y	FY2013F	% y/y	FY2014F	% y/y
Doanh thu	515,838	9%	531,546	3%	609,103	15%
LN trước thuế	110,833	10%	124,652	12%	128,352	3%
LN sau thuế	83,124	10%	93,489	12%	96,264	3%
Tỷ suất LN trước thuế	21%		23%		21%	
Tỷ suất LN sau thuế	16%		18%		16%	
EPS	5,814	10%	6,539	12%	6,733	3%
BVPS	19,065	9%	21,148	11%	23,351	10%
ROA	7.8%		8.3%		7.9%	
P/E (tại mức giá mục tiêu)	9.3		8.3		8.1	
P/B (tại mức giá mục tiêu)	2.8		2.6		2.3	

Nguồn: HSC ước tính

**Fideco – Cổ phiếu đầu tư dài hạn**

- Chúng tôi đánh giá Fideco là một cổ phiếu tốt để đầu tư dài hạn với mức giá mục tiêu là 54,286 đồng.
- Fideco (mã cổ phiếu FDC) sẽ niêm yết 14,298,699 cổ phiếu trên sàn HOSE vào ngày 18/1/2010 với mức giá tham chiếu là 40,000 đồng.
- Ở mức giá tham khảo, cổ phiếu được định giá ở mức P/E dự báo là 7.85 lần và mức P/B dự báo là 2.5 lần. Các công ty khác trong ngành đang được giao dịch ở mức P/E bình quân là 16.2 lần và mức P/B bình quân là 3.0 lần.
- Chúng tôi dự báo doanh thu của Fideco sẽ tăng trưởng 32% trong năm 2010 tuy nhiên lợi nhuận thuần giảm 27% do công ty không có thu nhập bất thường từ việc chuyển nhượng đất ở dự án Đồng Bình Dương và cũng không được hưởng ưu đãi thuế.
- Trong 5 năm tới, chúng tôi cho rằng hoạt động xuất nhập khẩu của Fideco vẫn tăng trưởng ổn định. Thêm vào đó, công ty cũng có một loạt các dự án đang triển khai và với tiến độ thực hiện tốt, các dự án này sẽ mang về nguồn lợi nhuận lớn cho công ty.

## Kết luận đầu tư

Fideco là một trong những công ty bất động sản có ban quản trị tốt với các bất động sản nằm ngay tại trung tâm TPHCM. Ở mức giá tham chiếu trong ngày giao dịch đầu tiên, công ty được định giá ở mức P/E dự báo là 7.85 lần, đây là mức khá thấp so với các công ty trong ngành. Chúng tôi định giá công ty với giá trị tài sản ròng điều chỉnh trên mỗi cổ phiếu là 54,286 đồng.

CTCP Ngoại thương và phát triển đầu tư TPHCM (Fideco) được thành lập năm 1989 với hoạt động truyền thống ban đầu là xuất nhập khẩu. Tuy nhiên, gần đây công ty đã mở rộng lĩnh vực hoạt động sang phát triển bất động sản và đầu tư tài chính. Khoảng 60% thu nhập hiện tại đến từ hoạt động đầu tư bất động sản và văn phòng cho thuê.

Fideco hiện nay có một văn phòng cho thuê với diện tích đất 1,124m<sup>2</sup> tại đường Hàm Nghi (Quận 1) đã được cho thuê 100% ở mức giá trung bình là 43USD/m<sup>2</sup>/tháng. Và công ty cũng có hai văn phòng cho thuê khác ở 26-28 Phùng Khắc Khoan (Quận 1) đã được lấp đầy với giá cho thuê bình quân là 17USD/m<sup>2</sup>/tháng. Thêm vào đó, công ty cũng có kế hoạch xây dựng lại khu văn phòng hiện tại ở 26-28 Phùng Khắc Khoan thành một cao ốc phức hợp và có thể sẽ cho thuê với mức giá cao hơn nhiều so với hiện tại.

Fideco có một quỹ đất khoảng 58.4ha ở Quận 2, Cần Giờ và tỉnh Bình Dương và một số dự án khu dân cư và khu công nghiệp như dự án khu dân cư Trảng Bàng (190ha tại tỉnh Tây Ninh) và dự án khu dân cư và khu công nghiệp Tân Đức (1,200ha tại tỉnh Bình Thuận).

Lĩnh vực hoạt động thứ 3 của Fideco là kinh doanh xuất nhập khẩu. Hiện nay, Fideco nhập khẩu nhiều loại sản phẩm như nông sản, vật liệu xây dựng, thiết bị và hàng tiêu dùng. Công ty cũng nhập khẩu lúa mì để cung cấp nguyên vật liệu cho nhà máy sản xuất bột mì của công ty. Sản phẩm xuất khẩu bao gồm thủy hải sản đông lạnh, nông sản, hàng thủ công mỹ nghệ.

Fideco có một công ty liên kết là Hải Việt hoạt động trong lĩnh vực chế biến thủy hải sản phục vụ cho mục đích xuất khẩu. HSC cho rằng lĩnh vực này sẽ giữ mức tăng trưởng ổn định trong vòng 5 năm tới nhờ vào việc ký hợp đồng dài hạn với các khách hàng.

Trong năm 2008, công ty đã công bố kết quả kinh doanh không thực sự ấn tượng do phải trích lập một khoản dự phòng đầu tư tài chính lớn khi thị trường chứng khoán giảm mạnh. Tuy nhiên trong năm 2009, công ty sẽ có sự tăng trưởng đáng kể cả về doanh thu và lợi nhuận một phần do thị trường chứng khoán phục hồi và một phần do lợi nhuận từ lĩnh vực văn phòng cho thuê tăng lên đáng kể. Cao ốc văn phòng Fideco ở Hàm Nghi đã bắt đầu hoạt động trong quý 3/2008 và công ty cũng có một nguồn thu nhập bất thường từ dự án Đông Bình Dương.

Trong tương lai, công ty có một danh mục dự án bất động sản khá lớn và đồng thời nguồn thu từ văn phòng cho thuê và hoạt động kinh doanh xuất nhập khẩu cũng sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định. Tuy nhiên để tài trợ cho các dự án hiện tại, Fideco có thể sẽ phải tăng khoản nợ vay trong năm 2010, do đó chi phí lãi vay sẽ tăng trong năm tới.

Vì vậy, mặc dù doanh thu năm 2010 theo dự báo của chúng tôi sẽ tăng trưởng 7% và tỷ suất lợi nhuận gộp tăng nhẹ từ 28.6% lên 28.8% nhưng tỷ suất lợi nhuận trước thuế lại giảm xuống chỉ còn 14.5% từ mức 19.2% dẫn đến lợi nhuận trước thuế năm 2010 giảm 19% so với năm 2009.

Trong giai đoạn từ 2010-2014, theo dự báo của chúng tôi, tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân của Fideco sẽ ở mức 7% và tốc độ tăng trưởng lợi nhuận thuần bình quân là 6%.

Ở mức giá tham chiếu, Fideco đang được giao dịch ở mức PE dự báo là 7.85 lần, khá thấp so với các công ty khác trong ngành bất động sản giao dịch ở mức P/E trung bình là 16.2 lần. Đồng thời chỉ số P/B cũng chỉ ở mức 2.5 lần so với mức trung bình ngành là 3.0 lần.

Do đó chúng tôi khuyến nghị Fideco như một cổ phiếu đầu tư dài hạn tốt căn cứ vào quỹ đất cũng như danh mục dự án tốt cùng với những kết quả đã thực hiện được trong thời gian qua.

**Phương pháp NAV**

Dự án	Tổng diện tích (m <sup>2</sup> )	Diện tích đánh giá (m <sup>2</sup> )	% Fideco sở hữu	Diện tích Fideco sở hữu	Giá trị đất (triệu đồng)
Fideco Riverview Thảo Điền	3,149	1,500	100%	1,500	16,020
Cao ốc Fideco	1,124	1,124	100%	1,124	806,960
Khu dân cư Đông Bình Dương	1,267,000	523,691	30%	157,107	314,215
Khu dân cư Bình Trưng Đông	50,567	1,591	100%	1,591	17,506
Khu biệt thự sinh thái Long Hòa	298,390	151,612	50%	75,806	151,612
Khu dân cư Trảng Bàng	1,900,000	-	30%	-	-
Khu công nghiệp Tân Đức	9,000,000	-	100%	-	-
Khu dân cư Tân Đức	3,000,000	-	100%	-	-
<b>Tổng</b>					<b>1,306,312</b>

Nguồn: HSC ước tính

**Các phương pháp định giá**

Về mặt cơ bản, chúng tôi coi Fideco là một công ty thuộc ngành bất động sản và do đó sử dụng phương pháp xác định giá trị tài sản ròng (NAV) làm phương pháp định giá chính. Chúng tôi cho rằng dùng phương pháp NAV để định giá một công ty bất động sản sẽ giúp phản ánh chính xác hơn giá trị của công ty đó so với khi sử dụng những phương pháp định giá khác do các yếu tố như độ trễ trong việc triển khai các dự án, thời gian hoàn thành dự án và việc ghi nhận lợi nhuận. Tuy nhiên bên cạnh phương pháp NAV, chúng tôi vẫn sử dụng các phương pháp P/E, P/B và chiết khấu dòng tiền (DCF) với mục đích tham khảo.

Chúng tôi đánh giá Fideco là công ty tốt để đầu tư dài hạn với mức giá mục tiêu là 54,286 đồng/cổ phiếu.

**Phương pháp NAV**

Chúng tôi áp dụng mức giá thị trường chiết khấu để xác định giá trị quỹ đất của công ty, gồm 5 khu đất với tổng diện tích lên đến 584,135m<sup>2</sup>. Với cách tiếp cận này, chúng tôi đã sử dụng các mức giá so sánh ở những khu vực gần các khu đất của công ty nhất.

Chúng tôi xác định giá trị của các dự án bất động sản của Fideco thông qua hai phương pháp khác nhau. Với quỹ đất thuộc sở hữu của công ty mà chưa được triển khai phát triển dự án, chúng tôi sử dụng mức giá thị trường tại thời điểm gần nhất.

Những mức giá mà chúng tôi tham khảo dựa trên cuộc khảo sát giá thị trường của chúng tôi tại các khu vực gần và phụ cận với khu vực mà Fideco có dự án. Chúng tôi đã khảo sát được thông tin về giá đất từ các trang web bất động sản lớn và sau đó đã liên hệ trực tiếp với người đăng tin chào bán để xác nhận lại mức giá họ đã đăng trên website. Chúng tôi cũng đã thực hiện các cuộc phỏng vấn qua điện thoại đối với những đại lý môi giới bất động sản và các công ty kinh doanh bất động

sản để thu thập thông tin về mức giá thị trường hiện tại trong từng khu vực mà Fideco có sở hữu đất. Từ những nguồn thông tin này, chúng tôi lựa chọn mức giá an toàn nhất để làm căn cứ sử dụng cho phương pháp định giá của chúng tôi.

Với dự án căn hộ cao cấp Fideco RiverView Thảo Điền, chúng tôi chỉ đánh giá phần tổng diện tích sàn còn lại là 1,500m<sup>2</sup> mà công ty giữ lại để cho thuê. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng định giá giá trị cao ốc Fideco ở Hàm Nghi gồm cả giá trị đất và giá trị của chính tòa nhà. Với đất tại dự án Bình Trưng Đông, công ty hiện đã bán 95% và sau đó đã mua lại 1,519m<sup>2</sup> đất sạch từ khách hàng của mình. Chúng tôi chỉ xác định giá trị của phần diện tích đất này. Đối với hai dự án Đông Bình Dương và Long Hòa, chúng tôi áp dụng phương pháp định giá theo giá thị trường áp dụng cho diện tích đất thương mại đã được giải phóng mặt bằng.

Với các dự án dài hạn khác là dự án Khu dân cư dịch vụ thương mại Trảng Bàng, Khu công nghiệp Tân Đức và Khu dân cư phục vụ KCN Tân Đức, chúng tôi không

**NAV của các dự án hiện tại**

NAV của các dự án tương lai	88,038
Đầu tư dài hạn	1,306,312
Đầu tư ngắn hạn	124,013
Tài sản khác	11,492
Tiền mặt	43,128
Tổng nợ	(602,614)
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(172)
NAV	970,198
Số lượng cổ phiếu	14,297,699
NAV 1 cổ phiếu	67,857
Tỷ lệ chiết khấu	20%
Giá mục tiêu	54,286

Nguồn: HSC ước tính

## So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành đến ngày 12/1/2010

Công ty	Mã CP	Số lượng CP đang lưu hành	Vốn hóa TT (tỷ đồng)	P/E 2008	P/B 2008	P/E 2009F	P/B 2009F
CTCP Tập đoàn Hoàng Anh Gia Lai	HAG	269,953,317	20,786	19.8	3.8	17.8	3.1
CTCP Phát triển nhà Thủ Đức	TDH	25,250,000	1,603	7.8	1.6	11.0	1.4
CTCP Đầu tư PT đô thị và KCN Sông Đà	SJS	100,000,000	7,700	25.8	2.5	11.4	2.2
CTCP Phát triển đô thị Từ Liêm	NTL	16,316,660	2,186	35.5	8.6	7.1	6.4
CTCP Đầu tư xây dựng Bình Chánh	BCI	54,200,000	3,252	25.9	3.0	17.9	2.7
CTCP Xây dựng số 5	SC5	10,319,993	614	17.6	3.3	18.2	3.1
CTCP Licogi 16	LCG	25,000,000	1,925	6.5	2.1	9.9	2.4
CTCP Đầu tư NBB	NBB	15,400,000	1,140	20.6	2.7	15.5	2.6
Tổng CTCP Đầu tư phát triển xây dựng	DIG	70,000,000	5,145	10.4	4.4	9.4	4.1
Tổng CTCP XNK và xây dựng Việt Nam	VCG	149,985,150	8,429	17.1	2.8	18.7	4.2
CTCP Đầu tư & công nghiệp Tân Tạo	ITA	203,803,760	7,174	14.3	1.0	24.0	1.5
CTCP Đầu tư kinh doanh nhà Intresco	ITC	23,028,960	2,050	42.7	1.7	15.3	1.5
PE trung bình ngành				19.7	3.2	16.2	3.0
FDC (tại mức giá tham chiếu)						7.9	2.5
FDC (tại mức giá mục tiêu)						10.7	3.4

Nguồn: HSC

đưa vào mô hình định giá của chúng tôi do các dự án này vẫn chưa bắt đầu triển khai công tác đền bù. Do đó, tổng diện tích tương đương 13.9 triệu m<sup>2</sup> của 3 dự án này không có giá trị trong mô hình định giá của chúng tôi.

Và sau khi tính toán, NAV của tất cả các dự án trên được xác định là 1,306 tỷ đồng.

Chúng tôi cũng xem xét tới những dự án trong đó đất đã được bán nhưng vẫn chưa được ghi nhận doanh thu. Các dự án này bao gồm Bình Trưng Đông và Fideco Riverview Thảo Điền. Chúng tôi chỉ tính giá trị hiện tại ròng của những dự án này. Chúng tôi cũng áp dụng phương pháp định giá này cho các tòa nhà cho thuê tại 26-28 Phùng Khắc Khoan do công ty không có quyền sở hữu khu đất này.

Chúng tôi sử dụng tỷ suất chiết khấu là 13.8% để tính giá trị hiện tại ròng của các dự án. Để tính được tỷ suất này, chúng tôi đã tính ra chi phí vốn là 16.7% dựa trên lãi suất phi rủi ro là 10.5%, phần bù rủi ro là 6.2% và hệ số beta là 1.0. Chúng tôi cũng tính ra chi phí vay nợ sau thuế là 10.5%. Từ đó, chúng tôi tính ra tổng giá trị hiện tại ròng của các dự án này là 88 tỷ đồng.

Phương pháp	Giá trị CP	Giá tham chiếu	Tiềm năng tăng giá
Phương pháp NAV	54,286	40,000	36%
Phương pháp DCF	44,500	40,000	11%
Phương pháp so sánh P/E	82,500	40,000	106%
Phương pháp so sánh P/B	47,512	40,000	19%

Nguồn: HSC dự báo

Trong mô hình định giá của chúng tôi, NAV của Fideco đạt mức 67,857 đồng/cổ phiếu. Tuy nhiên do tình trạng hiện tại của thị trường bất động sản cũng như tính thanh khoản của các dự án trong tương lai của Fideco, chúng tôi giảm trừ 20% NAV và đi đến mức giá là 54,286 đồng/cổ phiếu.

Chúng tôi cho rằng phương pháp này không những khá an toàn mà còn phản ánh khá chính xác giá trị của doanh nghiệp. Và đương nhiên là NAV của công ty có thể tăng lên nếu 13.9 triệu m<sup>2</sup> đất của công ty được đền bù và sẵn sàng cho việc triển khai dự án.

### Phương pháp DCF

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF với mục đích tham khảo do phương pháp này mang tính chủ quan cao và chỉ cần thay đổi nhỏ trong số liệu đầu vào cũng sẽ dẫn đến những khác biệt lớn đối với giá trị của công ty. Theo phương pháp DCF, cổ phiếu của Fideco có mức giá là 44,500 với chi phí sử dụng vốn bình quân là 13.8%.

### Phương pháp so sánh P/E và P/B

Chúng tôi chọn ra 12 công ty bất động sản niêm yết và tính ra P/E bình quân của những công ty này là 16.2 lần và P/B ở mức 3.0 lần. Với mức giá mục tiêu là 54,286 đồng/cổ phiếu thì công ty có P/E là 10.7 lần và P/B là 3.4 lần

Điều này có nghĩa là Fideco có P/E thấp hơn 34% so với P/E bình quân ngành và có P/B cao hơn 13% so với P/B bình quân ngành.



Cơ cấu doanh thu	FY2006	FY2007	FY2008	FY2009F	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F	FY2014F
Xuất nhập khẩu	23%	17%	11%	10%	10%	11%	11%	11%	10%
Hàng hóa và thành phẩm	67%	60%	59%	54%	52%	55%	51%	51%	45%
Văn phòng cho thuê	9%	4%	14%	23%	22%	23%	22%	22%	19%
Bất động sản	0%	18%	15%	12%	16%	11%	16%	17%	25%
<b>Tổng</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Nguồn: Fideco, HSC dự báo

## Mô hình dự báo lợi nhuận

### Dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp

Doanh thu của Fideco xuất phát từ 3 lĩnh vực kinh doanh là thương mại - xuất nhập khẩu; cho thuê văn phòng và bất động sản. Trong mô hình dự báo, với mỗi lĩnh vực kinh doanh, chúng tôi sử dụng một phương pháp khác nhau để dự báo doanh thu và lợi nhuận.

#### **Thương mại và xuất nhập khẩu (chiếm 64% doanh thu dự kiến năm 2009)**

Doanh thu từ lĩnh vực kinh doanh này bao gồm doanh thu từ các dịch vụ xuất nhập khẩu và doanh thu từ các sản phẩm do công ty con của Fideco – Công ty TNHH thực phẩm Phước An (Fideco chiếm 100% vốn điều lệ) sản xuất. Phước An là công ty sản xuất các loại bột mì cao cấp. Trong năm 2009, doanh thu từ lĩnh vực kinh doanh này dự kiến sẽ chiếm 64% tổng doanh thu của Fideco. Trong giai đoạn 2009-2014, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng gộp doanh thu từ mảng dịch vụ xuất nhập khẩu sẽ là 5% và từ mảng sản xuất kinh doanh bột mì sẽ là 2% dựa vào nguồn khách hàng ổn định với những hợp đồng dài hạn của công ty. Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng dịch vụ xuất nhập khẩu và bột mì sẽ tăng trưởng đều, lần lượt đạt 3.7-5.3% và 4.8% trong giai đoạn 2009-2014.

#### **Cho thuê văn phòng (chiếm 24% tổng doanh thu dự kiến năm 2009)**

Chúng tôi dự báo doanh thu từ lĩnh vực cho thuê văn phòng dựa trên những giả định về mức giá cho thuê và tỷ lệ lấp đầy của mỗi tòa nhà. Với lợi thế tuyệt vời về vị trí của các tòa nhà tọa lạc tại khu vực trung tâm, chúng tôi cho rằng lĩnh vực kinh doanh này sẽ đem lại nguồn doanh thu ổn định cho công ty trong vài năm tới. Doanh thu từ lĩnh vực này dự kiến sẽ chiếm 24% trong tổng doanh thu của năm 2009.

*Văn phòng cho thuê tại 26 Phùng Khắc Khoan:* công ty đã thuê lại quyền sử dụng đất từ một công ty khác trong thời hạn 15 năm, bắt đầu từ năm 2004. Fideco đã xây dựng một toà nhà văn phòng 6 tầng và cho trung tâm Apollo thuê 1,260m<sup>2</sup> diện tích sàn với giá thuê trung bình là 11 USD/m<sup>2</sup>/tháng. Từ năm 2010-2014, chúng tôi

dự báo giá thuê sẽ tăng 2%/năm và do đó doanh thu bình quân năm cũng sẽ tăng 2% với giả định là tỷ lệ lấp đầy luôn giữ ở mức 100%.

*Văn phòng cho thuê tại 28 Phùng Khắc Khoan:* Tòa nhà này cũng đạt tỷ lệ lấp đầy là 100% và có giá thuê bình quân là 17 USD/m<sup>2</sup>/tháng. Chúng tôi dự kiến doanh thu hàng năm từ tòa nhà này sẽ đạt 11.2 tỷ đồng/năm. Chi phí xây dựng tòa nhà này được khấu hao trong vòng 25 năm theo phương pháp khấu hao đường thẳng. Chúng tôi dự tính tốc độ tăng trưởng doanh thu từ cho thuê tòa nhà này sẽ khoảng 2%/năm dựa trên giả định của chúng tôi là giá thuê bình quân sẽ tăng 2%/năm và tỷ lệ lấp đầy giữ nguyên mức 100%.

*Dự án căn hộ cao cấp Fideco Riverview Thảo Điền:* Công ty đã hoàn thành dự án Fideco Riverview Thảo Điền trong năm 2008 và đã cho thuê một nửa trong tổng diện tích 1,500m<sup>2</sup> với giá là 15 USD/m<sup>2</sup>/tháng. Chúng tôi dự tính tỷ lệ lấp đầy sẽ tăng từ 50% lên 80% vào năm 2014 với tốc độ tăng trưởng gộp của doanh thu là 12%/năm.

*Cao ốc Fideco:* Mặc dù mới chỉ đi vào hoạt động từ tháng 9/2008 nhưng cao ốc Fideco với diện tích sàn 10,994m<sup>2</sup> đã được lấp đầy 100% nhờ vị trí rất tốt tại Quận 1. Giá cho thuê bình quân là 43 USD/m<sup>2</sup>/tháng và trong vòng 4 năm tới, dự báo giá thuê sẽ tăng 2%/năm và do đó, chúng tôi dự báo doanh thu cũng sẽ tăng 2%/năm.

#### **Đầu tư bất động sản (chiếm 12% doanh thu dự kiến 2009)**

Chúng tôi dự kiến doanh thu từ lĩnh vực kinh doanh bất động sản sẽ chiếm 12% tổng doanh thu. Dựa trên tiến độ xây dựng của từng dự án bất động sản, chúng tôi cho rằng lĩnh vực này sẽ đem lại nguồn doanh thu lớn cho công ty trong khoảng thời gian dự báo từ 2010 đến 2014.

*Dự án căn hộ cao cấp Fideco Riverview Thảo Điền:* Tổng doanh thu và lợi nhuận từ dự án này lần lượt đạt 126 tỷ đồng và 54.8 tỷ đồng, trong đó hầu hết đã được ghi nhận vào doanh thu và lợi nhuận của Fideco trong năm

2008. Trong năm 2009, công ty ghi nhận thêm khoảng 20 tỷ đồng doanh thu và 7.6 tỷ đồng lợi nhuận. Chúng tôi ước tính Fideco sẽ ghi nhận 5 tỷ đồng doanh thu và 1.9 tỷ đồng lợi nhuận trong năm 2010 từ dự án này.

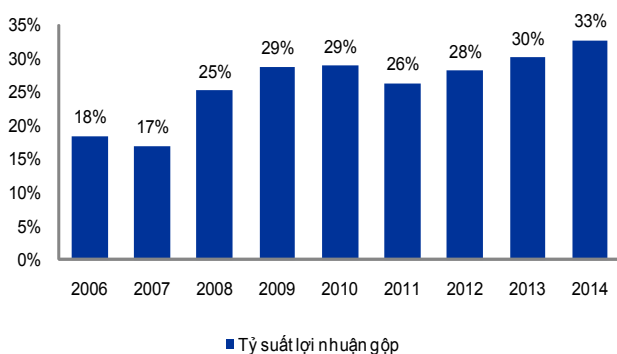
**Dự án khu đô thị thương mại dịch vụ và dân cư Đông Bình Dương:** Dự án này dự kiến sẽ đem lại doanh thu và lợi nhuận cho Fideco trong giai đoạn từ 2011-2013. Fideco hưởng phần lợi nhuận theo tỷ lệ góp vốn là 30% trong liên doanh và ghi nhận khoản lợi nhuận này trong khoản mục doanh thu từ hoạt động tài chính. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo công ty sẽ có nguồn doanh thu và lợi nhuận từ dự án này trong năm 2009 và 2010 do việc chuyển nhượng quyền sử dụng đất cho liên doanh. Trong năm 2009, công ty đã ghi nhận 34.84 tỷ đồng vào khoản mục doanh thu và 19.75 tỷ đồng vào thu nhập khác. Phần doanh thu còn lại là 69.7 tỷ đồng dự kiến sẽ được ghi nhận trong năm 2010.

**Dự án khu nhà ở Bình Trưng Đông:** Chúng tôi dự kiến công ty sẽ hoàn thành dự án này trong năm sau và có thể ghi nhận doanh thu và lợi nhuận trong giai đoạn từ 2010-2013. HSC dự tính tổng doanh thu sẽ đạt 93.39 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế đạt 46 tỷ đồng.

**Dự án khu biệt thự nghỉ dưỡng cao cấp Long Hòa - Cần Giờ:** Với giá bán ước tính là 2.6 triệu đồng/m<sup>2</sup>, chúng tôi dự báo tổng doanh thu sẽ đạt 775.8 tỷ đồng và lợi nhuận đạt 383.5 tỷ đồng. Tuy nhiên, Fideco chỉ góp 50% vốn trong dự án này nên công ty chỉ được ghi nhận 387.9 tỷ đồng doanh thu và 191.75 tỷ đồng lợi nhuận trong giai đoạn 2012-2015.

Bên cạnh những dự án nói trên, Fideco hiện đang đầu tư vào một số dự án khác như Khu dân cư dịch vụ thương mại Trảng Bàng tại tỉnh Tây Ninh, Khu công nghiệp Tân Đức và Khu dân cư phục vụ KCN Tân Đức tại tỉnh Bình Thuận. Tuy nhiên, những dự án này chỉ vừa mới được chính quyền địa phương cấp phép và vẫn chưa đền bù, do đó chúng tôi không đưa lợi nhuận từ các dự án này vào mô hình lợi nhuận của mình.

Chúng tôi dự báo tổng doanh thu năm 2009 của Fideco sẽ đạt 459.5 tỷ đồng và năm 2010 đạt 492.6 tỷ đồng



(tăng nhẹ so với năm 2009). Chúng tôi cũng dự báo lợi nhuận gộp năm 2009 đạt 131.5 tỷ đồng và sẽ tăng lên mức 141.9 tỷ đồng vào năm 2010.

### Doanh thu và chi phí tài chính

Công ty có một danh mục cổ phiếu đầu tư trị giá 144 tỷ đồng tính cho tới thời điểm cuối năm 2008 bao gồm cả cổ phiếu đầu tư ngắn và dài hạn. Trong năm 2008, Fideco công bố doanh thu từ hoạt động tài chính là 20.3 tỷ đồng, trong đó có 4.9 tỷ đồng là lãi từ hoạt động đầu tư. Công ty đã phải trích lập 17.4 tỷ đồng dự phòng giảm giá cổ phiếu trong năm 2008 do thị trường chứng khoán giảm mạnh. Thêm vào đó, do việc đồng VND bị mất giá so với USD và do lãi suất tăng nên chi phí tài chính của Fideco năm 2008 lên tới 57.5 tỷ đồng.

Trong năm 2009, công ty đã hoàn nhập dự phòng 4.1 tỷ và thu được một khoản lãi từ đầu tư chứng khoán là 3.6 tỷ đồng nhờ việc thị trường chứng khoán phục hồi. Dựa trên giả định của chúng tôi, trong vòng 5 năm tới, công ty sẽ có lượng tiền mặt dồi dào, chúng tôi cho rằng doanh thu tài chính sẽ chủ yếu là từ lãi cho vay, cổ tức và lãi từ đầu tư chứng khoán. Theo đó, doanh thu tài chính ước đạt 7 tỷ đồng trong năm 2009 và 10 tỷ đồng năm 2010.

Bên cạnh đó, trong giai đoạn 2011-2013, chúng tôi dự báo Fideco sẽ nhận được nguồn lãi lớn từ liên doanh dự án Đông Bình Dương.

Trong giai đoạn 2009-2014, chúng tôi dự báo Fideco sẽ phải vay thêm ngân hàng để tài trợ cho các dự án như Long Hòa, Đông Bình Dương, Trảng Bàng. Tuy nhiên, phần lớn tiền trả lãi vay sẽ được vốn hóa vào các dự án này. Do đó, chúng tôi dự tính chi phí tài chính sẽ ở mức 34.6 tỷ đồng trong năm 2009 và tăng lên 44.3 tỷ đồng trong năm 2010.

### Chi phí bán hàng và quản lý

Trong mô hình dự báo, chúng tôi giả định chi phí bán hàng và quản lý giữ ổn định ở mức 8.1% tổng doanh thu trong suốt giai đoạn dự báo 2010-2014. Đồng thời, chúng tôi dự tính chi phí bán hàng sẽ tăng nhẹ từ 1.2% lên 1.5% kể từ năm 2010 do công ty có kế hoạch mở rộng thị trường xuất nhập khẩu trong vài năm tới.

### Lợi nhuận khác

Trong năm 2009, công ty có khoản lợi nhuận bất thường là 21.95 tỷ đồng từ dự án Đông Bình Dương và khoản lợi nhuận này được ghi nhận vào khoản mục thu nhập khác. Điều này khiến tỷ suất lợi nhuận trước thuế của công ty đạt rất cao trong năm 2009 so với năm 2008.

Trong giai đoạn 2010-2014, trong mô hình dự báo, chúng tôi giả định rằng công ty sẽ không có thêm khoản lợi nhuận bất thường nào nữa.

#### **Thuế thu nhập doanh nghiệp**

Năm 2009, Fideco được hưởng chính sách ưu đãi thuế, giảm 30% thuế thu nhập doanh nghiệp tức là mức thuế thu nhập doanh nghiệp là 17.5%. Tuy nhiên từ năm 2010-2014, Fideco phải chịu mức thuế là thông thường là 25%.

## Các lĩnh vực kinh doanh và kết quả kinh doanh những năm trước

Được thành lập từ năm 1989 với ngành nghề kinh doanh chính là xuất nhập khẩu, Fideco đã phát triển và đa dạng hóa sang nhiều lĩnh vực kinh doanh khác như phát triển bất động sản, cho thuê văn phòng và đầu tư tài chính.

**Thương mại, xuất nhập khẩu:** Hiện tại, chủ yếu Fideco xuất nhập khẩu theo yêu cầu của khách hàng và hưởng hoa hồng. Các sản phẩm xuất khẩu bao gồm thủy hải sản đông lạnh, nông sản, gốm sứ và đồ thủ công mỹ nghệ. Về nhập khẩu, các mặt hàng nhập khẩu chính là nông sản, vật liệu, máy móc xây dựng và hàng tiêu dùng. Kim ngạch xuất nhập khẩu hàng năm của công ty đạt khoảng 20 triệu USD với lợi nhuận bình quân đạt khoảng 50,000 USD.

**Cho thuê văn phòng:** Fideco đang rất thành công trong lĩnh vực này với 3 tòa nhà cho thuê tọa lạc tại khu trung tâm của TP Hồ Chí Minh. Cả 3 tòa nhà này đều có tỉ lệ lấp đầy là 100%. Fideco có khoảng 11,000m<sup>2</sup> diện tích văn phòng cho thuê tại đường Hàm Nghi với giá cho thuê bình quân là 43 USD/m<sup>2</sup>/tháng và khoảng 5,000m<sup>2</sup> diện tích cho thuê tại đường Phùng Khắc Khoan với giá thuê bình quân từ 17- 20 USD/m<sup>2</sup>/tháng.

**Phát triển bất động sản:** Bên cạnh việc đầu tư xây dựng các tòa nhà cho thuê ở các tuyến phố trung tâm, Fideco cũng đã đầu tư vào xây dựng các khu đô thị tại TP Hồ Chí Minh và các tỉnh phụ cận như Bình Dương và Tây Ninh.

**Dự án căn hộ cao cấp Fideco Riverview Thảo Điền:** Tòa nhà căn hộ cao cấp này được xây dựng năm 2008 trên diện tích 3,149m<sup>2</sup> tại Quận 2 với tổng diện tích sàn là 17,064m<sup>2</sup>. Công ty đã bán 78 căn hộ với giá bình quân 650 USD/m<sup>2</sup> và thu về khoản lợi nhuận khoảng 54.8 tỷ đồng, được ghi nhận vào năm 2008 và năm 2009. Bên cạnh đó, công ty còn để lại 1,500m<sup>2</sup> cho thuê và đến thời điểm hiện tại đã có 50% trong số tổng diện tích để lại này đã được cho thuê với giá thuê là 15 USD/m<sup>2</sup>/tháng.

**Dự án khu đô thị thương mại dịch vụ và dân cư Đông Bình Dương:** Dự án này được triển khai trên diện tích là 126.7ha tại tỉnh Bình Dương với tổng vốn đầu tư là 812 tỷ đồng. Cho đến nay, công ty đã hoàn thành giai đoạn đền bù cho 106.7ha và nhận được giấy phép quyền sử dụng đất đối với 94.7ha. Trong năm 2008, Fideco đã phối hợp với VinaCapital lập một công ty liên doanh để triển khai dự án này, trong đó Fideco giữ 30% vốn góp, tương đương 2.6 triệu USD bằng quyền sử dụng đất. Tuy nhiên, quyền sử dụng đất được định giá là 8.7 triệu USD, do đó, Fideco được nhận thêm một khoản tiền mặt là 6.1 triệu USD.

Do vậy, tổng lợi nhuận từ việc chuyển nhượng quyền sử dụng đất là 3.57 triệu USD trong đó 1.07 triệu USD được ghi nhận vào mục thu nhập bất thường và 2.5 triệu USD còn lại được ghi nhận vào khoản mục lợi nhuận hoạt động sản xuất kinh doanh.

**Dự án khu dân cư Bình Trưng Đông:** Dự án có diện tích 5ha nằm tại Quận 2 với tổng vốn đầu tư là 87 tỷ đồng. Công ty đã bán 95% diện tích mặt bằng nhưng lợi nhuận thu được vẫn chưa được ghi nhận vì công ty chưa chuyển giao được đất cho khách mua do vướng phải khó khăn trong công tác đền bù cho 2,162m<sup>2</sup> còn lại.

**Dự án khu biệt thự nghỉ dưỡng cao cấp Long Hòa – Cần Giờ:** Fideco giữ 50% vốn trong dự án. Với tổng vốn đầu tư là 392 tỷ đồng, đây là dự án xây dựng các biệt thự cao cấp và trung tâm bán lẻ. Công ty đã bắt đầu triển khai xây dựng dự án từ tháng 12/2009 và dự kiến sẽ hoàn thành toàn bộ vào Q4/2015. Dự án này dự kiến sẽ bắt đầu đem lại lợi nhuận từ năm 2012.

**Đầu tư tài chính:** Trong lĩnh vực đầu tư tài chính, bên cạnh việc đầu tư vào các cổ phiếu OTC với tư cách là cổ đông chiến lược như Bảo hiểm Bảo Long, Công ty cổ phần chứng khoán Sen Vàng, Ngân hàng Việt Á..., thì Fideco còn đầu tư ngắn hạn vào các cổ phiếu niêm yết. Tổng giá trị danh mục đầu tư của công ty vào thời điểm 30/9 lên đến 189 tỷ đồng, trong đó các khoản đầu tư ngắn hạn trị giá 21.8 tỷ đồng, đầu tư vào các công ty liên doanh liên kết trị giá 85.2 tỷ đồng và đầu tư dài hạn vào các cổ phiếu khác là 82 tỷ đồng.

Chuyển nhượng quyền sử dụng đất dự án Đông Bình Dương	Đơn vị tính: Triệu USD	Đơn vị tính: Tỷ đồng
Giá trị sổ sách	5.12	89.00
Giá trị thị trường	8.69	150.98
<b>Trong đó:</b>		
Góp vốn vào liên doanh	2.61	46.45
Bán đất (ghi nhận vào doanh thu)	6.08	104.53
Fideco góp vốn vào liên doanh		
Tăng khoản đầu tư vào liên doanh	2.61	46.45
Giá trị sổ sách của khoản vốn góp	1.54	26.70
Thặng dư từ đánh giá lại giá trị đất (hạch toán vào thu nhập khác)	1.07	19.75
Fideco bán đất		
Doanh thu	6.08	104.53
Giá vốn	3.59	62.30
Lợi nhuận trước thuế	2.50	42.23
Lợi nhuận sau thuế	1.87	31.68

Nguồn: Fideco, HSC ước tính



	9 tháng đầu năm 2008	9 tháng đầu năm 2009	% tăng trưởng	Kế hoạch năm 2009	% hoàn thành
Doanh thu thuần	288,090	329,058	14%	510,041	65%
Giá vốn hàng bán	226,643	232,470	3%		
Lợi nhuận gộp	61,447	96,588	57%		
Doanh thu tài chính	21,524	7,125	-67%		
Chi phí tài chính	19,002	23,006	21%		
LN từ hoạt động tài chính	2,522	-15,881	-730%		
Chi phí bán hàng và QLDN	22,477	33,557	49%		
LN từ hoạt động kinh doanh	41,491	47,149	14%		
Lợi nhuận trước thuế	42,017	72,190	72%		
Lợi nhuận sau thuế	41,584	60,887	46%	67,367	90%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	21.3%	29.4%			
Tỷ suất LN trước thuế	14.6%	21.9%			
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	14.4%	18.5%			

Nguồn: Fideco

Việc thị trường chứng khoán giảm mạnh trong năm 2008 đã khiến công ty phải trích lập một khoản dự phòng giảm giá cổ phiếu khá lớn và tính đến cuối Q3/2009 khoản dự phòng này có giá trị là 13.3 tỷ đồng.

#### Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm

Trong 9 tháng đầu năm, Fideco công bố doanh thu thuần là 329 tỷ đồng, tăng 14% so với 9 tháng đầu năm 2008, hoàn thành 65% kế hoạch năm; lợi nhuận thuần đạt 60.9 tỷ đồng (tăng 46%), hoàn thành 90.4% kế hoạch năm. Tỷ suất lợi nhuận gộp được cải thiện từ mức 22.5% trong năm 2008 lên 29.4% trong 9 tháng đầu năm 2009 nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp của lĩnh vực kinh doanh thương mại được cải thiện từ 7% năm 2008 lên 8% trong 9 tháng đầu năm 2009 (lĩnh vực này chiếm 60% tổng doanh thu của Fideco).

Doanh thu từ hoạt động tài chính giảm từ 21.5 tỷ đồng trong 3 quý đầu năm 2008 xuống còn 7.1 tỷ đồng trong 3 quý đầu năm 2009 chủ yếu do lãi từ việc bán chứng khoán giảm. Đồng thời chi phí tài chính tăng từ 19 tỷ đồng lên 23 tỷ đồng.

Sau khi tòa nhà Fideco hoàn thành trong Q3/2008, hầu hết phần lãi vay phải trả của các khoản vay được sử dụng để triển khai dự án này đã được ghi nhận lại là các khoản chi phí tài chính, khiến chi phí lãi vay tăng từ 8 tỷ đồng lên 16.5 tỷ đồng mặc dù lãi suất giảm mạnh so với năm 2008.

Tuy nhiên, trong Q4/2008, do thị trường chứng khoán giảm, Fideco đã phải trích lập 17.4 tỷ đồng dự phòng cho các khoản đầu tư cổ phiếu của mình khiến chi phí tài chính tăng cao, lên mức 57.5 tỷ đồng trong năm 2008.

Như chúng tôi đã đề cập ở trên, do khoản lợi nhuận bất thường từ dự án Đông Bình Dương (được ghi nhận trong Q3/2009) nên tỷ suất lợi nhuận thuần tăng lên mức 18.5% từ mức 14.4% cùng kỳ năm 2008 và mức 2.9% của cả năm 2008.

Tình hình tài chính của công ty vào cuối Q3 khá tốt với chỉ số thanh toán hiện thời đạt 1.05 lần (cuối năm 2008 chỉ số thanh toán hiện thời của Fideco là 1.17 lần). Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu vẫn ở mức cao là 2.14 lần mặc dù tỷ lệ này đã được cải thiện so với năm trước. Tuy nhiên, tổng khoản nợ phải trả lãi chỉ là 274.7 tỷ đồng trong tổng nợ là 602.6 tỷ đồng vào thời điểm cuối Q3.

Phần còn lại trong tổng số 602.6 tỷ đồng nợ là các khoản trả trước từ khách hàng và các khoản phải trả khác cho các nhà đầu tư đã góp vốn vào các dự án của công ty.

## Phân tích SWOT

### Điểm mạnh

- *Các dự án tiềm năng:* Fideco hiện có 2 tòa nhà văn phòng tọa lạc tại khu trung tâm của TP Hồ Chí Minh, mang lại dòng tiền mặt ổn định và bền vững trong tương lai. Thêm vào đó, những tòa nhà này có thể đem lại khoản lợi nhuận bất thường lớn trong tương lai nếu công ty quyết định bán. Công ty cũng có những dự án tiềm năng hứa hẹn tỷ suất lợi nhuận cao như dự án Long Hòa với tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến là 49% và dự án Đồng Bình Dương với tỷ suất là 30%.
- *Dòng tiền ổn định từ hoạt động kinh doanh xuất nhập khẩu:* Việc đầu tư vào các dự án bất động sản giúp đem lại cho Fideco nguồn lợi nhuận lớn nhưng những dự án này thường phải triển khai trong thời gian dài và cần vốn đầu tư lớn. Đây là lý do mà Fideco tiếp tục duy trì lĩnh vực thương mại nhằm giữ ổn định lợi nhuận của công ty qua các năm.

### Điểm yếu

- *Vốn nhỏ nên gặp khó khăn trong việc tham gia vào các dự án lớn:* Để tiếp cận các dự án lớn, công ty cần có nguồn vốn lớn tương ứng để chứng tỏ khả năng tài chính mạnh của mình. Do đó, công ty có thể sẽ tăng vốn chủ sở hữu trong tương lai nhằm phát triển các dự án lớn hơn.

### Cơ hội

- *Danh mục dự án hứa hẹn đem lại lợi nhuận lớn:* Công ty dự kiến mở rộng khu nhà văn phòng cho thuê tại đường Phùng Khắc Khoan và xây một cao ốc phức hợp với tổng diện tích khoảng 5,000m<sup>2</sup>. Thêm vào đó, công ty cũng đang xin cấp phép một dự án tại khu đô thị mới Thủ Thiêm để xây dựng một cao ốc phức hợp.
- *Có mối quan hệ tốt với các ngân hàng giúp Fideco có thể tiếp cận thêm với nguồn vốn vay:* Hiện tại, Fideco đã đầu tư vào một số ngân hàng với vai trò đối tác chiến lược. Nhờ vậy, công ty được ưu tiên trong việc huy động vốn tại các ngân hàng này để triển khai các dự án của mình.

### Thách thức

- *Trì hoãn các dự án do những thay đổi trong chính sách của Chính phủ:* Rủi ro kéo dài thời gian thực hiện của các dự án do việc thay đổi chính sách có thể làm ảnh hưởng tới tiến độ triển khai dự án của công ty.
- *Chi phí đền bù hiện đang tăng khiến tỷ suất lợi nhuận của các dự án giảm sút:* Gần đây, theo quyết định số 69/2009/ND-CP tháng 9/2009, chi phí đền bù đối với đất nông nghiệp đã tăng từ 1.5 đến 5 lần.

## PHỤ LỤC

### CTCP Ngoại thương và Phát triển Đầu tư TPHCM\_Mã cổ phiếu: FDC - HOSE

Thứ tư, ngày 13 tháng 01 năm 2010

#### Phương pháp DCF

Dòng tiền mặt tự do và giá trị doanh nghiệp	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015 về sau
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	95,697	101,745	85,489	103,049	116,435	149,326	
- Thuế thu nhập	(16,747)	(25,436)	(21,372)	(25,762)	(29,109)	(37,332)	
+ Khấu hao	7,785	8,164	8,608	9,127	9,734	10,444	
+ Thay đổi vốn lưu động	8,324	(55,432)	12,102	(10,875)	(8,350)	(21,631)	
- Đầu tư vào tài sản cố định	(5,227)	(5,960)	(6,811)	(7,798)	(8,945)	(10,277)	
FCFF: Dòng tiền mặt tự do đối với công ty	89,832	23,081	78,016	67,741	79,766	90,531	
Giá trị tới hạn tại năm 2015	-	-	-	-	-	-	785,309
FCFF đã chiết khấu	78,967	17,836	52,995	40,449	41,869	41,772	362,356
Giá trị công ty	636,245						
Giá trị một cổ phiếu	44,500						

Nguồn: HSC ước tính

Tóm tắt số liệu tài chính	FY2008	FY2009F	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F	FY2014F
Doanh thu (triệu đồng)	377,349	459,511	492,611	472,106	515,838	531,546	609,103
Tăng trưởng doanh thu (%)	32.2%	21.8%	7.2%	-4.2%	9.3%	3.0%	14.6%
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	10,827	72,813	53,418	75,826	83,124	93,489	96,264
Tăng trưởng lợi nhuận thuần (%)	-47.3%	572.5%	-26.6%	41.9%	9.6%	12.5%	3.0%
EPS (VND)	871	5,093	3,736	5,303	5,814	6,539	6,733
Tăng trưởng EPS (%)	-78.4%	484.8%	-26.6%	41.9%	9.6%	12.5%	3.0%
BVPS (VND)	16,631	15,837	16,139	17,441	19,065	21,148	23,351
Tăng trưởng BVPS (%)	-3.6%	-4.8%	1.9%	8.1%	9.3%	10.9%	10.4%
Báo cáo KQ HĐKD (triệu đồng)	FY2008	FY2009F	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F	FY2014F
Doanh thu	377,349	459,511	492,611	472,106	515,838	531,546	609,103
Giá vốn hàng bán	292,543	328,047	350,678	348,102	370,706	371,747	410,085
Lợi nhuận gộp	84,806	131,464	141,933	124,004	145,131	159,799	199,018
Lợi nhuận từ hoạt động tài chính	-37,202	-27,601	-34,308	11,984	3,819	4,132	-25,655
Chi phí bán hàng & QLDN	33,332	35,767	40,188	38,515	42,083	43,364	49,691
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	14,271	68,095	67,438	97,473	106,868	120,566	123,671
Lợi nhuận trước thuế	16,802	88,258	71,224	101,101	110,833	124,652	128,352
Thuế thu nhập doanh nghiệp	5,975	15,445	17,806	25,275	27,708	31,163	32,088
Lợi nhuận sau thuế	10,827	72,813	53,418	75,826	83,124	93,489	96,264
Bảng cân đối kế toán (triệu đồng)	FY2008	FY2009F	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F	FY2014F
Tiền mặt	7,246	32,044	134,575	80,419	130,687	167,860	241,161
Đầu tư ngắn hạn	5,742	7,495	8,035	7,701	8,414	8,670	9,935
Các khoản phải thu	108,132	113,239	121,396	116,342	127,119	130,991	150,103
Hàng tồn kho	319,924	364,497	389,642	386,780	411,896	413,053	455,650
Tài sản ngắn hạn khác	1,829	5,552	4,691	3,593	4,848	4,652	5,191
Tài sản cố định	210,340	69,320	72,655	76,397	80,607	85,357	90,730
Bất động sản đầu tư	13,811	185,193	179,654	174,114	168,575	163,036	157,496
Đầu tư dài hạn	120,935	166,212	166,212	166,212	166,212	166,212	166,212
Tài sản dài hạn khác	4,796	6,155	5,735	5,870	6,365	6,395	7,339
Tổng tài sản	792,754	949,706	1,082,595	1,017,429	1,104,725	1,146,226	1,283,817
Nợ ngắn hạn	379,712	509,317	496,257	493,195	532,587	533,781	597,666
Nợ dài hạn	178,598	184,243	323,986	241,077	263,420	271,414	311,000
Vốn chủ sở hữu	234,444	256,146	262,352	283,157	308,717	341,030	375,151
Tổng nguồn vốn	792,754	949,706	1,082,595	1,017,429	1,104,725	1,146,226	1,283,817

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2008	FY2009F	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F	FY2014F
<b>Tốc độ tăng trưởng (%)</b>							
Tăng trưởng doanh thu	32.2%	21.8%	7.2%	-4.2%	9.3%	3.0%	14.6%
Tăng trưởng LN trước thuế	-33.6%	425.3%	-19.3%	41.9%	9.6%	12.5%	3.0%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	-47.3%	572.5%	-26.6%	41.9%	9.6%	12.5%	3.0%
<b>Khả năng thanh toán</b>							
Hệ số thanh toán hiện hành	1.2	1.0	1.3	1.2	1.3	1.4	1.4
Hệ số thanh toán nhanh	0.3	0.3	0.5	0.4	0.5	0.6	0.7
Hệ số thanh toán bằng tiền	0.0	0.1	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4
<b>Khả năng sinh lời</b>							
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22.5%	28.6%	28.8%	26.3%	28.1%	30.1%	32.7%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	4.5%	19.2%	14.5%	21.4%	21.5%	23.5%	21.1%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	2.9%	15.8%	10.8%	16.1%	16.1%	17.6%	15.8%
ROA	0.7%	4.2%	2.6%	3.6%	3.9%	4.2%	4.0%
ROE	6.2%	29.7%	20.6%	27.8%	28.1%	28.8%	26.9%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>							
Vòng quay khoản phải thu	4.4	4.2	4.2	4.0	4.2	4.1	4.3
Vòng quay hàng tồn kho	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Vòng quay khoản phải trả	6.4	8.6	12.7	12.3	12.7	12.1	25.4
Vòng quay vốn chủ sở hữu	2.2	1.9	1.9	1.7	1.7	1.6	1.7
Vòng quay tổng tài sản	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
<b>Cơ cấu vốn</b>							
Nợ/Vốn chủ sở hữu	2.4	2.7	3.1	2.6	2.6	2.4	2.4
Nợ/Tổng tài sản	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7

Dự án	Địa điểm	Tổng diện tích (m2)	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	% sở hữu của Fideco	Doanh thu dự kiến (tỷ đồng)	Lợi nhuận dự kiến (tỷ đồng)	Tiến độ dự án
Fideco Riverview Thảo Điền	Quận 2, TPHCM	3,149	87.0	100%	108.8	54.8	Đã hoàn thành
Cao ốc Fideco	Quận 1, TPHCM	1,124	176.9	100%			Đã hoàn thành và cho thuê 100% với mức giá trung bình 43\$/m <sup>2</sup> /tháng
Khu dân cư Đồng Bình Dương	Bình Dương	1,267,000	811.6	30%	1,271	352.8	đã đền bù được 106.5ha, đang chờ chấp thuận quy hoạch 1/500
Khu dân cư Bình Trưng Đông	Quận 2, TPHCM	50,567	87.0	100%	93.4	46.1	đã đền bù được 47,000m <sup>2</sup> , đang xây dựng cơ sở hạ tầng
Khu biệt thự sinh thái Long Hòa	Cần Giờ, TPHCM	298,390	392.3	50%	576.1	233.8	đất sạch, đã được chấp thuận quy hoạch 1/500
Khu dân cư Trảng Bàng	Tây Ninh	1,900,000		30%			đang chờ chấp thuận quy hoạch 1/2000
Khu công nghiệp Tân Đức	Hàm Tân, Bình Thuận	9,000,000		60%			đang chờ chấp thuận quy hoạch 1/2000
Khu dân cư Tân Đức	Hàm Tân, Bình Thuận	3,000,000		60%			đang chờ chấp thuận quy hoạch 1/2000

Nguồn: HSC ước tính

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các thông tin trong báo cáo được HSC xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty, HSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TP. HỒ CHÍ MINH  
HO CHI MINH CITY SECURITIES CORPORATION

### TRỤ SỞ CHÍNH

Lầu 1, 2 & 3, Tòa nhà Capital Place  
6 Thái Văn Lung, Quận 1, TPHCM  
**T** : (+84 8) 3 823 3299  
**F** : (+84 8) 3 823 3301

### CHI NHÁNH HÀ NỘI

6 Lê Thánh Tông  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
**T** : (+84 4) 3 933 4693  
**F** : (+84 4) 3 933 4822

**E**: [infor@hsc.com.vn](mailto:infor@hsc.com.vn) **W**: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)