

Báo cáo lần đầu

Ngày 26 – 01 – 2010

MUA

Giá hiện tại: 81,500 VND

Giá mục tiêu: 136,000 VND

Giá chưa chia

Thông tin chung

Kế hoạch doanh thu 2009:	748 tỉ đồng
Kế hoạch lãi ròng 2009:	100 tỉ đồng
Ngày niêm yết:	19/10/2009
Giá chào sàn:	66,000 VND
Vốn điều lệ đến hiện tại:	230.3 tỉ VND.
Số CP đang lưu hành:	23.03 triệu CP
Tỷ lệ nắm giữ của NĐTNN:	11.07%
Sở hữu Nhà nước:	16.15%
Giá trị vốn hóa thị trường:	2,118 tỉ VND
KLGD bình quân 3 tháng:	474,660 CP.
Giá cao nhất 52 tuần:	100,000 VND
Giá thấp nhất 52 tuần:	58,500 VND

Lĩnh vực hoạt động và sản phẩm chính

Lĩnh vực hoạt động:

- Kinh doanh nhà; Dịch vụ địa ốc; Xây lắp.
- Đầu tư tài chính.

Dự án tiêu biểu:

- Thương xá khu chế xuất Tân Thuận;
- Nhà văn hóa Huyện Vĩnh Hưng - Vĩnh Long;
- Đài phát thanh - Truyền hình thị xã Bà Rịa;
- khu biệt thự 24 Phạm Hồng Thái;
- Khu dân cư Phong Phú.
- Khu dân cư Long Thới – Nhơn Đức.
- Cao ốc An Cư 16 tầng (An Phú-An Khánh, Q.2);
- Cao ốc INTRESCO - Hải Âu;
- Cao ốc An Khang Q2;
- Trung tâm thương mại, Cao ốc văn phòng, căn hộ INTRESCO.
- Căn hộ cao cấp THỊNH VƯỢNG;

Năng lực kinh doanh: trong giai đoạn 2009 – 2014, ITC sẽ triển khai đầu tư và khai thác các dự án khu dân cư, cao ốc văn phòng, khu dân cư, trung tâm thương mại và chung cư với tổng vốn đầu tư hơn 10,000 tỉ đồng.

CÔNG TY CP ĐẦU TƯ – KINH DOANH NHÀ (INTRESCO)

MÃ CK: ITC

Sàn niêm yết: HOSE

NGÀNH: Bất động sản

Địa chỉ: 18 Nguyễn Bình Khiêm, P. Đa Kao, Q. 1, Tp. Hồ Chí Minh

Website: <http://www.intresco.com.vn>

Điện thoại: 84-(8) 3823 0256

1,230 TỈ ĐỒNG NGUỒN VỐN CHỦ SỞ HỮU, GẤP HƠN 5.3 LẦN VỐN ĐIỀU LỆ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cổ phiếu ITC với mức giá mục tiêu trong năm 2010 là 136,000 đồng/cổ phần.

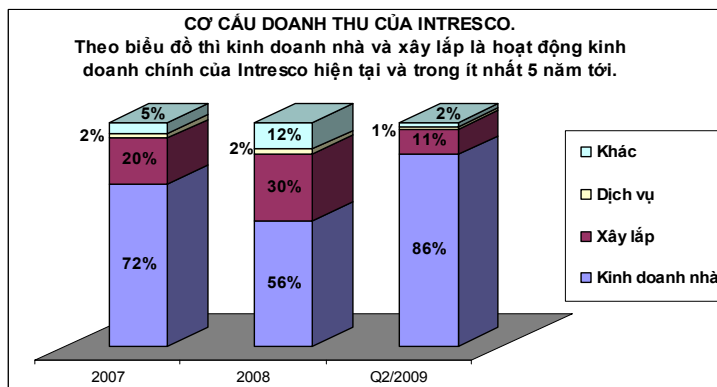
Với những gì đã thể hiện trong năm 2009, chúng tôi dự báo ITC sẽ vượt kế hoạch LNST là 48% và chỉ hoàn thành 97% kế hoạch doanh thu.

Kế hoạch chia thưởng tỷ lệ 1:1 để tăng vốn gấp đôi sau đó chào bán tỷ lệ 2:1 (chưa công bố giá) chắc chắn sẽ làm tăng giá CP ITC khi được ĐHCĐ thông qua và chốt ngày cụ thể.

Theo chúng tôi ghi nhận được thì Dự án Cao ốc An Khang đã bán được 90% số căn hộ trong năm 2009 và mang lại nguồn thu chính cho ITC trong 2 năm 2009 và 2010, tuy nhiên hạch toán bao nhiêu % cho từng năm là tùy thuộc vào chính sách của công ty, chúng tôi chỉ đưa ra khả năng hạch toán 50% từ dự án này cho năm 2009 và 50% còn lại vào năm 2010.

Sự trầm lắng của TT BĐS như cuối năm 2008 và đầu năm 2009 chắc chắn sẽ làm giảm đáng kể giá bán và sức tiêu thụ của ITC. Chúng tôi cũng lưu ý và sẽ tiến hành định giá lại CP ITC khi điều này có tín hiệu xảy ra.

Một bất lợi cho giá CP ITC kể từ khi niêm yết đến nay là việc các quỹ đầu tư như VF1, VF2, VOF, [Vietnam Azalea Fund Limited](#) liên tục bán ra, giảm lượng CP nắm giữ xuống dưới 5% (chỉ còn [Vietnam Azalea Fund Limited](#) là 6.08%). Mục đích của việc bán ra này nhiều khả năng chỉ là việc chốt lời và cơ cấu danh mục đầu tư.



Dựa trên những thông tin công bố của ITC và Theo thông tin thu thập và tính toán của chúng tôi thì trong 2 năm 2010 và 2011,

Dự án	Doanh thu	Tỉ lệ lãi gộp	Lợi nhuận gộp	Ghi chú	Năm
Cao ốc An Khang Q2	399.32	34.9%	139.32	Hạch toán 50% còn lại của năm 2009	2010
Thu từ hoạt động xây lắp	127.80	10.0%	12.78	Tăng trưởng 14% so với 2009	2010
Cao ốc Thịnh vượng	218.03	48.2%	105.13	Hạch toán 100%	2010
KDC Đa phước	227.50	21.4%	48.64	Hạch toán ban đầu 70%	2010
Thu từ HĐXL	155.25	10.0%	15.53	Tăng trưởng 14% so với 2010	2011
KDC Đa phước	97.50	12.5%	12.16	Hạch toán 30% còn lại của năm 2010	2011
KDC Long thới - Nhơn Đức, nhà bè	1028.59	20.4%	210.19	Hạch toán ban đầu 50%	2011
Cao ốc Intresco Hải Âu, quận 9	224.57	-11.7%	-26.23	Hạch toán ban đầu 50%	2011
KDC Phước kiển	244.63	31.1%	76.18	Hạch toán ban đầu 50%	2011
KDC xã Tương Bình Hiệp Thủ dầu 1 - Bình Dương	142.38	26.2%	37.26	Hạch toán ban đầu 20%	2011
Tổ hợp TTTM và tổ hợp cao cấp Giai Việt P.5 - Q.8	443.30	28.7%	127.05	Hạch toán ban đầu 50%	2011

Nguồn: tổng hợp từ ITC, DDS

- Doanh thu cố định từ cho thuê BĐS (bao gồm nhà, trung tâm thương mại, văn phòng cho thuê): tính đến hết năm 2011 ITC sẽ có hơn 60,000 m2 sàn cho thuê, với giá từ 2.4 – 3.6 triệu đồng/m2. Hiện tại, chỉ có khoảng 24,300 m2 đang cho thuê. Dự kiến năm 2010 doanh thu là 47.1 tỉ, lợi nhuận 44.7 tỉ. Năm 2011 doanh thu đạt 57.3 tỉ, lợi nhuận đạt 54.4 tỉ đồng.

- Cao ốc An Khang quận 2: 6000m2 sàn văn phòng & TTTM cho thuê, 288 căn hộ với giá bán bình quân 27 triệu đồng/m2, tính đến hết năm 2009 đã bán được 258 căn, hay 89.6%.

- Cao ốc Thịnh Vượng quận 2: 182 căn hộ sẽ được bán với giá bình quân 19 triệu đồng/m2. Hiện tại đã xây xong phần thô và đang trong giai đoạn hoàn thiện. Dự kiến giữa năm 2010 sẽ bán giao nhà.

- KDC Đa Phước, Bình Chánh: 2.5ha đất ở được phân lô, bán nền với giá thấp nhất 10 triệu đồng/m2. Hiện tại đã đền bù giải tỏa xong.

- Cao ốc Intresco Hải Âu, quận 9: đang tiến hành xây dựng. Hơn 59,000m2 căn hộ, gần 35,700m2 sàn thương mại dịch vụ - văn phòng cho thuê. Trong phần tính toán và dự báo doanh thu chúng tôi chỉ tính phần từ bán căn hộ (giá bình quân 19 triệu đồng/m2) và tách phần doanh thu từ sàn thương mại dịch vụ - văn phòng cho thuê.

- KDC Phước kiển: giá bán dự kiến 11 triệu đồng/m2 với hơn 44,000m2 đất nền.

Một số chỉ tiêu tài chính của các công ty ngành BĐS trong 4 quý gần nhất.

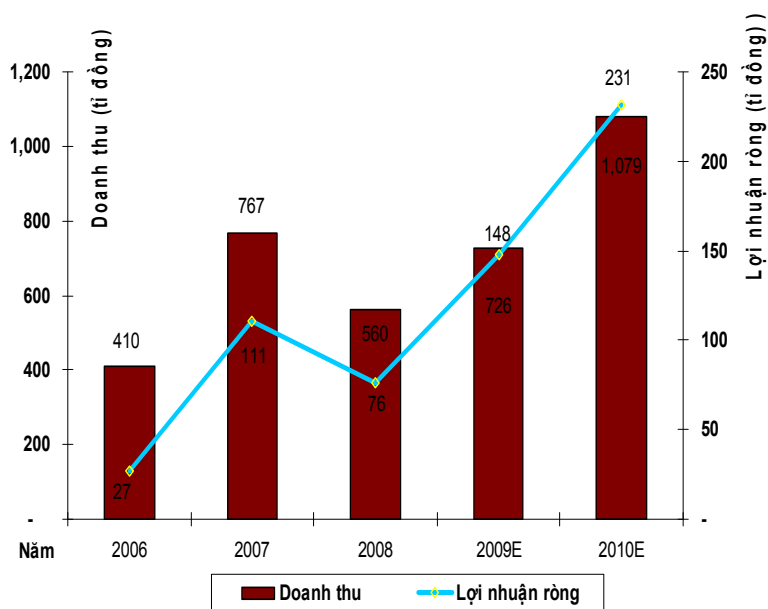
So sánh	Giá hiện tại (Đ)	Vốn hóa (Triệu đồng)	P/E	P/B	ROE
BCI:VN	60,000	3,252,000	19.8	3.0	15.0%
SJS:VN	81,500	8,150,000	20.8	5.8	27.7%
DIG:VN	77,000	7,700,000	20.6	6.7	32.6%
SC5:VN	62,500	645,000	20.0	3.1	15.5%
TDH:VN	68,000	2,575,500	10.0	2.5	25.1%
NTL:VN	137,000	2,235,429	8.3	6.4	78.0%
HBC:VN	36,500	551,880	26.0	1.0	3.8%
DXG:VN	70,500	564,000	5.7	5.2	90.1%
HDC:VN	63,000	512,064	10.1	2.8	28.1%
ITC:VN	92,000	2,118,760	16.8	1.6	9.4%
Một số công ty khác thuộc khu vực Châu Á			23.1	2.05	9.4%
Bình quân		2,830,463	15.8	4.1	35%

- So với kế hoạch năm 2010 (852 tỉ doanh thu và 112 tỉ lợi nhuận sau thuế), khả năng hoàn thành vượt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận là chắc chắn nếu như 1 số dự án được bán và hạch toán như sau: Cao ốc An Khang hạch toán 50% còn lại của năm 2009; Cao ốc Thịnh Vượng hạch toán 100%; KDC Đa Phước hạch toán 70%.

- Chúng tôi cũng lưu ý khả năng tạo đột biến từ việc bán các tài sản là hàng tồn kho (trị giá hơn 1,500 tỉ đồng) và các dự án BĐS khác là rất cao.

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH QUÝ (triệu đồng)

Quý	QIII 2008	QIV 2008	QI 2009	QII 2009	QIII 2009	2007	2008	3Q09/3Q 08	2008/20 07
Doanh thu ròng	13,067	252,437	148,369	277,950	179,844	766,998	560,220	1276.3%	-27.0%
Tỉ lệ Lợi nhuận gộp	23.75%	13.55%	82.72%	22.81%	28.81%	23.26%	20.38%	21.3%	-12.4%
Lợi nhuận gộp	3,104	34,215	122,730	63,399	51,817	178,392	114,146	1569.4%	-36.0%
Chi phí QLDQ	5,344	8,721	10,722	16,486	15,015	40,023	36,407	181.0%	-9.0%
Chi phí Bán hàng	199	9,089	3,481	4,415	3,612	12,663	10,579	1715.1%	-16.5%
Lợi nhuận từ HĐ tài chính	-9,835	2,188	-32,862	-19,720	2,158	17,736	-16,199	-121.9%	-191.3%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	-12,274	18,593	75,665	22,778	35,348	143,442	50,961	-388.0%	-64.5%
Lợi nhuận trước thuế	32,894	18,179	75,605	22,695	35,679	152,063	104,929	8.5%	-31.0%
Tỉ lệ thuế (%)	28.89%	15.17%	17.33%	15.70%	18.57%	27.28%	27.50%	-35.7%	0.8%
Lợi nhuận ròng	23,390	15,421	62,500	19,112	29,053	110,579	76,077	24.2%	-31.2%
EPS (đồng)	1,168	770	2,714	830	1,262	5,522	3,304	8.0%	-40.2%



Doanh thu năm 2008 giảm 27% so với 2007, chủ yếu là do tình hình khó khăn chung của TT BĐS và nền kinh tế làm giảm sức tiêu thụ các dự án của ITC. Tuy nhiên khoản lợi nhuận khác gần 54 tỉ đồng là yếu tố chính giúp ITC duy trì được hiệu quả hoạt động trong năm. Mặc dù không có giải trình cụ thể từ phía Intresco nhưng theo chúng tôi đánh giá thì khoản lợi nhuận khác này đến từ việc định giá lại các tài sản là BĐS tồn kho của ITC.

Nguyên tắc ghi nhận doanh thu của Intrsco hiện nay là khách hàng chấp nhận thanh toán. Do đó khi khoản mục khoản phải thu tăng mạnh và không có xu hướng giảm qua các quý sẽ là 1 bất lợi cho rủi ro thanh toán của Intresco.

Hơn 1,560 tỉ hàng tồn kho chủ yếu là CP đầu tư các dự án nhà 106 Lý Chính Thắng (gần 100 tỉ); nhà 146 Nguyễn văn Trỗi và 223 Hoàng văn Thụ (463 tỉ); Dự án Long Phước (146 tỉ); Dự án Long Thới (141 tỉ); Cao ốc An Khang (151 tỉ); Dự án khu 6A (94 tỉ).

Hiện tại hơn 200 tỉ đầu tư tài chính dài hạn của ITC chủ yếu tập trung vào 2 lĩnh vực là tài chính và xây dựng. Trong đó tài chính chiếm khoảng 25% còn lại là xây dựng. Tính đến hết quý 3 ITC đã thực hiện trích lập dự phòng giảm giá gần 43 tỉ đồng so với đầu năm 2009.

DỰ BÁO THU NHẬP (triệu đồng)

Năm	2006	2007	2008	2009E	2010E
Doanh thu thuần	409,674	766,998	560,220	726,090	1,079,220
Lợi nhuận gộp	65,371	178,392	114,146	307,373	386,690
Tỉ lệ lợi nhuận gộp	15.96%	23.26%	20.38%	42.33%	35.83%
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao	54,604	161,241	137,366	208,098	311,166
Lợi nhuận trước thuế	38,500	152,063	104,929	184,686	289,095
Thuế	11,205	41,484	28,852	36,937	57,819
Lợi nhuận ròng	27,295	110,579	76,077	147,749	231,276
EPS (Đ)	7,529	5,522	3,304	6,416	4,185
Cổ tức (Đ)	1,500	3,000	1,000	2,000	2,200
Giá CP vào ngày cuối năm	N/A	N/A	N/A	79,500	50,214
Thư giá (BV)	16,798	60,537	53,322	26,152	28,830
PER (x)	N/A	N/A	N/A	15	15
P/BV(x)	N/A	N/A	N/A	1.84	1.74
Tỷ suất cổ tức (%)	N/A	N/A	N/A	4.16%	4.38%
ROE (%)	48.69%	9.33%	6.19%	8.18%	11.61%
ROA (%)	2.31%	3.61%	2.41%	4.41%	6.83%

Trong danh sách các dự án trị giá khoảng 10 ngàn tỉ đồng đang triển khai của INTRESCO, thì dự kiến năm 2009 hoàn thành 5.2%, năm 2010 là 2.1%, năm 2011 là 28%, còn lại chia đều cho các năm từ 2012 – 2014. Hầu hết các dự án đến năm 2011 đều ở trạng thái đền bù giải tỏa gần xong. Do đó, nhu cầu vốn, doanh thu và lợi nhuận của INTRESCO nhiều khả năng sẽ có đột biến từ năm 2011.

Rủi ro chính mà Intresco phải luôn đối mặt chính là sự lên xuống của TT BĐS phía nam, những dự án có tính thanh khoản cao sẽ giảm bớt rủi ro về mặt này.

Cùng với đà phục hồi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán thì chắc chắn sức tiêu thụ của TT BĐS sẽ tương quan thuận. do đó trong ngắn hạn có thể theo dõi sát sự tương quan này.

Với gần 960 tỉ đồng các khoản phải thu và hơn 700 tiền vay nợ sẽ làm cho việc cân đối dòng tiền cho các dự án gặp nhiều khó khăn và có thể phát sinh thêm chi phí.



Dựa trên Phân tích kỹ thuật, chúng tôi đề xuất vùng giá mua hợp lý từ 68,000 - 74.500 đ/CP cho mục tiêu mua và giữ từ 6 tháng trở lên.

Danh sách các dự án của Intresco

** Diện tích đầu tư của Khu dân cư tính theo diện tích đất tự nhiên và của Cao ốc văn phòng – căn hộ tính theo diện tích sàn xây dựng.*

TT	Tên Dự án	Diện tích đầu tư*	Tổng mức vốn đầu tư (tỉ VND)	Tỷ lệ sở hữu	Tiến độ	Dự kiến khai thác KD
1	KDC Long Thời – Nhơn Đức	48,2 ha	1.636,8	100%	Đã đền bù giải tỏa (ĐBGT) 80%, đang lập QH 1/500 và lập dự án đầu tư	2011
2	Cao ốc An Khang	45.837 m ²	520	100%	Giao căn hộ tháng 7/2009	2009
3	KDC Đa Phước	11,8 ha	264,2	50%	ĐBGT xong, đang lập QH 1/500 và dự án đầu tư	2010
4	Cao ốc Thịnh Vượng	21.272 m ²	112,9	70%	Đang xây dựng phần thô	2010
5	Cao ốc Intresco Hải Âu	142.601 m ²	501,6	40%	Đất đã hoàn tất các thủ tục pháp lý để xây dựng.	2011
6	KDC Phước Kiển	31 ha	336,9	34%	ĐBGT được 90%, đang lập QH 1/500 và lập dự án đầu tư	2011
7	Khu nhà vườn – Du lịch sinh thái (Long Phước – Q.9)	105,2 ha	1.620	100%	ĐBGT được 20%	2013
8	Khu nhà cao cấp tại P. Tăng Nhơn Phú A&B	43 ha	1.265	100%	Đã giải tỏa được 6/43 ha	2012
9	KDC Xã Tương Bình Hiệp – Bình Dương	33,9 ha	525,6	100%	Được UBND Bình Dương thỏa thuận địa điểm đầu tư; Công ty đã đền bù 28% diện tích đất dự án	2011
10	Khu Công trình Công cộng và Dân cư Intresco (Khu 6A)	6,9 ha	223,6	100%	Đã ĐBGT 80%; đang điều chỉnh QH:1/500	
11	TTTT-DV-VP Intresco Lý Chính Thắng	77.320 m ²	2.670	100%	Đang lập phương án di dời 40% diện tích mặt bằng còn lại	2014
12	146 Nguyễn Văn Trỗi và 223 Hoàng Văn Thụ - P.8 – Q. Phú Nhuận	34.210 m ²	740	100%	Đang lập phương án đầu tư	2013
13	Tổ hợp TTTM và căn hộ cao cấp Giai Việt – P.5 – Q.8	323.047 m ²	632,5	20%	Đất trống; thiết kế kỹ thuật thi công	2011
14	Khu TMDV- Căn hộ Long Sơn	127.987 m ²	860,9	90%	Đang chờ điều chỉnh QH 1/2000	2013
15	KCN Bầu Rông và KCN Bầu Hai Năm	356 ha	1.500	100%	Đang điều tra thống kê lập phương án đền bù	2012

Nguồn: BCB của INTRESCO

Với tổng tài sản hiện tại là gần 3,000 tỉ đồng thì ITC có đủ khả năng thực hiện các dự án này trong vòng 5 năm tới.

Cơ cấu cổ đông ((*): % sở hữu trên vốn điều lệ)

TÊN CỔ ĐÔNG	Chức vụ	SỐ CỔ PHIẾU	TỶ LỆ % (*)	TÍNH ĐẾN
Tổng công ty địa ốc Sài Gòn	Chủ tịch HĐQT	3,719,531	16.15	04/09/2009
Vietnam Azalea Fund Limited (Mekong Capital)	TV HĐQT	1.400.000	6.08	08/01/2010
VOF Investment Limited (Vina Capital)	TV HĐQT	1,067,510	4.64	31/12/2009

➤ Kế hoạch lợi nhuận và cổ tức giai đoạn 2009-2011*ĐTV: triệu đồng*

Chỉ tiêu	Năm 2009		Năm 2010		Năm 2011	
	Triệu đồng	% tăng (giảm) so với 2008	Triệu đồng	% tăng (giảm) so với 2009	Triệu đồng	% tăng (giảm) so với 2010
Vốn điều lệ (*)	230.288	15,00%	230.288	0%	230.288	0%
Doanh thu thuần	748.245	17,37%	852.000	13,86%	1.035.137	21,49%
Lợi nhuận sau thuế	100.000	31,44%	112.000	12,00%	131.000	16,96%
Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần	13,36%	-	13,14%	-	12,65%	-
Lợi nhuận sau thuế/ Vốn điều lệ	43,42%	-	48,63%	-	56,88%	-
Cổ tức/ vốn điều lệ	20%		22%		22%	

Nguồn: Công ty cổ phần Đầu tư - Kinh doanh nhà

Giá mục tiêu của cổ phiếu được tính theo phương pháp P/E và P/B, dựa trên sự tham khảo các giá trị P/E và P/B của 1 số công ty trong cùng ngành, lĩnh vực đang hoạt động (ở Việt Nam và 1 số Quốc Gia khác trên thế giới) tại thời điểm lập báo cáo. Dữ liệu được thu thập theo kết quả kinh doanh gần nhất của công ty.

Tài liệu này được chuẩn bị để phát hành ra công chúng dựa trên những thông tin có được từ những nguồn cung cấp đáng tin cậy đã được xác thực, nhưng chúng tôi không có bất kỳ đề xuất nào về tính chính xác và hoàn chỉnh cho những thông tin được công bố. Bất kỳ thông tin nào được giới thiệu trong tài liệu này đều không nhằm hướng đến mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và những nhu cầu riêng biệt của bất kỳ người nào đọc tài liệu này. Dong Duong Securities JSC không chịu trách nhiệm trước bất kỳ quyết định đầu tư nào của người dùng tài liệu này. Dong Duong Securities JSC không sở hữu bất kỳ cổ phiếu nào của công ty nêu trên hay đối thủ cạnh tranh.

Công bố và phát hành bởi:

Phạm Văn Duy - Ext: 603 - DD: 0909228294 - Email: pvd Duy@dds.com.vn
 Công ty cổ phần chứng khoán Đông Dương
 Địa chỉ: 148-150-152 Nguyễn Công Trứ, P.Nguyễn Thái Bình, Q.1, TP.HCM
 Điện thoại: 84-83-9147769 Fax: 84-8-8217602 Website: www.dds.com.vn

Trưởng Phòng Phân tích**Phan Tiến Đức**