



## **CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC KẾT NỐI NHÀ ĐẦU TƯ**

### **PHÂN TÍCH BÁO CÁO TÀI CHÍNH MỘT SỐ DOANH NGHIỆP BẤT ĐỘNG SẢN NIÊM YẾT TRÊN SÀN HASE**

#### **KHOI PHÂN TÍCH & ĐẦU TƯ CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC**

##### **Giám đốc phân tích:**

TS. Nguyễn Thanh Bình  
[nguyen.binh@apec.com.vn](mailto:nguyen.binh@apec.com.vn)

##### **Chuyên viên phân tích:**

Nguyễn Ngọc Thắng  
[nguyen.thang@apec.com.vn](mailto:nguyen.thang@apec.com.vn)

Hà Nội, ngày 03/06/2010

#### **CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC**

Trụ sở: Toà nhà APEC Building- Số 14 Lê Đại  
Hành– Hai Bà Trưng - Hà Nội  
Điện thoại: 04.35730200  
Fax: 04.35771966

Từ đầu năm 2010 chứng kiến sự biến động giá của nhiều cổ phiếu có vốn hóa nhỏ, nhà đầu tư cá nhân đã đầu cơ mạnh vào nhiều cổ phiếu nhỏ khi các cổ phiếu này tăng mạnh. Tuy nhiên, khi thị trường điều chỉnh, nhiều cổ phiếu đã bị bán tháo và giảm giá mạnh.

Trong thời gian tới, quy luật biến động giá “tăng nhanh, giảm mạnh” của cổ phiếu nhỏ vẫn có thể diễn ra. Để giúp nhà đầu tư thích “cổ phiếu nhỏ” và tăng hiệu quả đầu tư chúng tôi xin giới thiệu bản phân tích nhanh một số cổ phiếu nhỏ trong ngành xây dựng, bất động sản tại sàn Hnx để làm cơ sở theo dõi, lựa chọn thời điểm đầu tư.

##### **Tiêu chí lựa chọn các doanh nghiệp phân tích:**

- 1- Các cổ phiếu có khối lượng lưu hành thấp (dưới 10 triệu cổ phiếu), có mức biến động giá lớn hơn thị trường.
- 2- Kinh doanh trong ngành xây dựng, bất động sản là những doanh nghiệp dự báo tiếp tục duy trì lợi nhuận ổn định, thậm chí đột phá trong những năm tới khi giá nhà, đất ở Hà nội tăng cao.
- 3- Doanh nghiệp có uy tín, thương hiệu trong lĩnh vực xây dựng, bất động sản.
- 4- Các doanh nghiệp có chỉ số cơ bản tốt, khi về vùng giá hợp lý có thể đầu tư giá trị với kỳ vọng lợi nhuận cao.

Chúng tôi đã lựa chọn những doanh nghiệp có cơ bản tốt và xác định vùng mua hợp lý (trung đương với Vn-Index 513 điểm) để làm cơ sở giao dịch. Tuy nhiên, đây là những doanh nghiệp có biến động giá rất mạnh, giá có thể thay đổi mạnh trong một vài phiên. Do vậy, nhà đầu tư nên chọn thời điểm mua hợp lý.

## Danh sách các doanh nghiệp thực hiện nghiên cứu:

STT	MÃ	TÊN CÔNG TY
1	SD6	CTCP Sông Đà 6
2	SD7	CTCP Sông Đà 7
3	SD9	CTCP Sông Đà 9
4	SJE	CTCP Sông Đà 11
5	STL	CTCP Sông Đà - Thăng Long
6	VC2	CtTCP Xây dựng số 2
7	VC3	CTCP Xây dựng số 3
8	VMC	CTCP Vimeco
9	XMC	CTCP Bê Tông & Xây Dựng VINACONEX Xuân Mai

### Ghi chú :

- Các mã cổ phiếu được sắp xếp theo thứ tự bảng chữ cái.
- Đây là bản phân tích so sánh ngành nên chúng tôi chưa đánh giá các danh mục dự án doanh nghiệp đang triển khai trong bản phân tích này. Để đánh giá sâu hơn trước khi giải ngân quỹ nhà đầu tư nên thực hiện đánh giá các dự án tiềm năng của doanh nghiệp trước khi có quyết định đầu tư có trọng điểm.

## 1- Phân tích kết cấu tài sản

### 1.1. Tài sản ngắn hạn

Kết cấu tài sản của doanh nghiệp phần nào phản ánh sức mạnh, tiềm năng các doanh nghiệp bất động sản. Nghiên cứu tổng tài sản có thể thấy chia thành hai nhóm:

#### Quy mô tài sản

Các mã STL, VC3, VMC, SD7 là nhóm những doanh nghiệp có tổng tài sản từ 700 – 1700 tỷ đồng. Tổng tài sản của nhóm này khá lớn nếu so sánh với 5 doanh nghiệp SJE, SD9, XMC và VC2, SD6 có tổng tài sản từ 400 – 500 tỷ đồng.

#### Tiền mặt và dòng tiền tiềm năng

Số liệu về dòng tiền trong ngắn hạn của các doanh nghiệp cho thấy, STL là doanh nghiệp có tổng tiền mặt và các khoản phải thu lớn nhất (hơn 825 tỷ đồng), tiếp theo là SD7 với giá trị trên 292 tỷ đồng; XMC 283 tỷ đồng, VC3 281 tỷ đồng, SJE 270 tỷ đồng,.. Với những yếu tố này cho thấy STL, SJE, SD7, VC3, XMC có tiềm năng có thể hạch toán doanh thu cao hơn các doanh nghiệp còn lại trong năm 2010. Tiền mặt của SD7 và VC3 là lớn nhất cho thấy hai doanh nghiệp này đã hạch toán lợi nhuận cao trong quý 1 năm 2010.

Phân tích hàng tồn kho cho thấy, STL, VMC, VC3 là ba doanh nghiệp có hàng tồn kho lớn nhất 580 tỷ đồng và 416 tỷ đồng, yếu tố này cũng phản ánh các dự án lớn, đòi hỏi vốn cao đang được hai công ty này triển khai (khu chung cư và khu căn hộ). Nếu xem xét dưới khía cạnh này, STL, VMC, XMC là ba doanh nghiệp hứa hẹn hạch toán doanh thu cao trong năm 2010.

Danh mục các dự án đang hạch toán vào khoản mục này của STL hầu hết là các dự án lớn đang triển khai ở khu vực ngoại thành TP.HN, chủ yếu tập trung ở khu vực Hà Đông. Những dự án này

sẽ mang lại doanh thu rất lớn cho STL kể từ năm 2010. VC3 cũng có danh mục và quỹ đất lớn trong nội thành và đang trong quá trình xây dựng và bán góp vốn, tuy nhiên, trong danh mục dở dang của VC3 có một tỷ trọng khá lớn đầu tư vào các dự án bất động sản và sẽ mang lại dòng tiền đều trong dài hạn.

**Bảng 1: Quy mô tài sản ngắn hạn của các Công ty**

STT	Mã CK	TS NGẮN HẠN	TIỀN VÀ CÁC KHOẢN TƯƠNG ĐƯƠNG TIỀN	ĐTTC NGẮNHẠN	CÁC KHOẢN PHẢI THU	HÀNG TỒN KHO
1	SD6	437,224,404,555	33,028,045,849	10,000,000,000	99,133,966,531	285,982,349,431
2	SD7	796,506,943,608	133,216,750,217	8,491,912,980	292,082,540,593	321,463,281,512
3	SD9	512,475,900,646	17,401,152,409		199,712,061,491	276,416,014,287
4	SJE	439,849,957,659	7,645,877,253	52,049,600,037	270,386,899,384	94,402,473,416
5	STL	1,734,234,817,821	112,264,364,372	36,501,927,695	825,948,247,660	580,742,612,458
6	VC2	551,583,105,215	102,746,161,760		235,446,218,191	202,726,449,917
7	VC3	1,088,641,248,919	163,413,512,325		281,185,661,590	527,006,666,472
8	VMC	796,629,848,987	114,139,982,873		266,056,355,069	416,433,511,045
9	XMC	753,816,179,206	33,296,869,979	4,964,294,000	283,583,999,640	373,879,467,264

STT	Mã CK	TÀI SẢN DÀI HẠN	TSCD	BẤT ĐỘNG SẢN ĐẦU TƯ	ĐTTC DÀI HẠN	TỔNG TS
1	SD6	212,259,434,078	150,641,727,162		94,047,400,000	649,483,838,633
2	SD7	532,175,440,340	327,161,300,896		108,291,098,620	1,328,682,383,948
3	SD9	343,293,871,862	205,672,641,636	14,935,736,529	122,635,492,211	855,769,772,508
4	SJE	166,029,549,827	107,908,358,104		47,600,000,000	605,879,507,486
5	STL	1,778,895,441,933	1,438,017,042,911		230,767,065,730	3,513,130,259,754
6	VC2	170,734,698,110	113,979,749,948	7,391,487,848	48,154,107,023	722,317,803,325
7	VC3	187,437,806,087	91,023,289,051	68,027,789,652	26,024,078,619	1,276,079,055,006
8	VMC	192,236,315,727	147,799,146,486		28,759,000,000	988,866,164,714
9	XMC	337,802,803,432	269,152,462,368		53,822,978,656	1,091,618,982,638

## 1.2. Tài sản dài hạn

Phân tích tài sản dài hạn cho thấy STL, SD7, XMC, SD9 là bốn công ty có tài sản dài hạn lớn nhất với số tiền tương ứng là 1,778 tỷ đồng, 532 tỷ đồng, 337 tỷ đồng, 343 tỷ đồng. Đặc biệt STL, SD7, XMC có tài sản cố định lớn cho thấy tiềm năng thu hồi vốn từ tài sản dài hạn của ba doanh nghiệp này là lớn nhất (tiền cho thuê BĐS). STL hạch toán các khoản đầu tư vào chi phí xây dựng dở dang nên tài sản dài hạn của công ty này rất lớn nhưng đây chính là chi phí của các dự án do STL đang tiến

hành triển khai. Ngược lại VC3 bên cạnh hoạt động truyền thống là xây lắp, sản xuất vật liệu xây dựng hiện doanh nghiệp còn sở hữu nhiều dự án BĐS lớn đã triển khai đến giai đoạn có thể hạch toán doanh thu và lợi nhuận trong năm 2010 và các năm tiếp sau.

Khoản đầu tư tài chính dài hạn của SD7, SD9 và STL dao động trong khoảng từ 108-230 tỷ đồng, khoản mục này chủ yếu đầu tư vào các công ty con, các doanh nghiệp còn lại đầu tư ít và giao động trong khoảng 26-53 tỷ đồng.

Tiềm năng lớn nhất trong kết cấu tài sản dài hạn thuộc về STL với những dự án lớn đặc biệt có dự án Khu đô thị Văn Khê- Hà Đông, Khu căn hộ cao cấp Usilk-City- Hà Nội, Tòa nhà chung cư cao cấp Bãi Dương- Nha Trang, Trung tâm siêu thị dịch vụ và giải trí Phong Phú Plaza, Khu đô thị Phú Lãm Hà Đông..

**Bảng 2 : Quy mô tài sản dài hạn của các doanh nghiệp**

STT	Mã CK	TÀI SẢN DÀI HẠN	TSCĐ	BẤT ĐỘNG SẢN ĐẦU TƯ	ĐTTC DÀI HẠN
1	SD6	212,259,434,078	150,641,727,162		94,047,400,000
2	SD7	532,175,440,340	327,161,300,896		108,291,098,620
3	SD9	343,293,871,862	205,672,641,636	14,935,736,529	122,635,492,211
4	SJE	166,029,549,827	107,908,358,104		47,600,000,000
5	STL	1,778,895,441,933	1,438,017,042,911		230,767,065,730
6	VC2	170,734,698,110	113,979,749,948	7,391,487,848	48,154,107,023
7	VC3	187,437,806,087	91,023,289,051	68,027,789,652	26,024,078,619
8	VMC	192,236,315,727	147,799,146,486		28,759,000,000
9	XMC	337,802,803,432	269,152,462,368		53,822,978,656

## 2- Đánh giá hiệu quả kinh doanh quý 1 năm 2010 và dự phóng cho cả năm 2010.

Doanh nghiệp kinh doanh bất động sản có chu kỳ kinh doanh dài, việc đánh giá các chỉ số chỉ cho thấy hiệu quả của doanh nghiệp trong thời hạn ngắn, chưa phản ánh hết tiềm năng của doanh nghiệp trong dài hạn. Để xác định tiềm năng trong dài hạn, nhà đầu tư phải quan tâm hơn đến danh mục dự án để định giá. Các chỉ số về hiệu quả được phân tích dưới đây chỉ là một trong những cơ sở để đánh giá hiệu quả dự án, chưa phải là yếu tố quyết định đến hiệu quả dài hạn, giá trị doanh nghiệp bất động sản. Tuy nhiên, do tính quan trọng và ảnh hưởng của các chỉ số với giá cổ phiếu trong ngắn hạn nên phân tích các chỉ số hiệu quả cần phải được thực hiện.

### Phân tích các chỉ tiêu hiệu quả và định giá

Chỉ tiêu ROE quý 1 năm 2010 của STL, VMC, XMC là cao nhất, tiếp theo đến các doanh nghiệp khác như VC2, VC3, SD6, SD7, SD9, SJE.

Giá trị sổ sách (BV) của SD 6 là cao nhất 40,58 ngàn đồng, tiếp theo đến SD7 39,32 ngàn đồng, VC2 28,42 ngàn đồng, VMC 27,22 ngàn đồng, SJE 26,71 ngàn đồng, VC3 25,19 ngàn đồng, SD9 22,52 ngàn đồng, STL 19,01 ngàn đồng. Chỉ số P/BV của SD6 là hấp dẫn nhất chỉ đạt 1,03 lần, tiếp theo là SD7 1,37 lần và cao nhất là STL 3,81 lần.

Chỉ số P/E (năm 2010) của SJE, SD7, SD9, SD6, STL, XMC thấp nhất đạt 7– 8 lần. cao nhất là VC3 18.1 lần và VC2 là 10.9 lần, VMC 10.5 lần.

**Bảng 3: Một số chỉ tiêu đánh giá hiệu quả của các doanh nghiệp quý 1 năm 2010**

STT	Mã CK	TÊN CÔNG TY	EPS dự phóng năm 2010	ROR	ROE	ROA	BV	Giá ngày 03/06/2010	P/E	P/BV
1	SD6	Công Ty Cổ Phần Sông Đà 6	5,500	4.76%	12.32%	4.31%	40,586	42.4	7.6	1.03
2	SD7	Công Ty Cổ Phần Sông Đà 7	5,481	2.79%	12.98%	4.20%	39,319	54.7	9.9	1.37
3	SD9	Công Ty Cổ Phần Sông Đà 9	7,800	12.26%	31.75%	9.05%	22,522	55	7.0	2.41
4	SJE	Công Ty Cổ Phần Sông Đà 11	4,818	8.16%	17.79%	3.19%	26,713	42.5	8.6	1.55
5	STL	Công Ty Cổ Phần Sông Đà Thăng Long	5,126	4.36%	46.13%	2.68%	19,013	72.2	8.3	3.81
6	VC2	Công Ty Cổ Phần Xây Dựng Số 2-Vinaconex 2	6,022	6.52%	18.46%	5.44%	28,428	67.7	10.9	2.31
7	VC3	Công Ty Cổ Phần Xây Dựng Số 3- Vinaconex 3	4,190	11.55%	15.80%	2.43%	25,190	75.9	18.1	3.01
8	VMC	Công Ty Cổ Phần Vimeco	6,497	3.77%	23.09%	3.92%	27,216	68.4	10.5	2.50
9	XMC	Công Ty Cổ Phần Bê Tông Và Xây Dựng Vinaconex Xuân Mai	5,913	9.45%	21.17%	4.45%	22,555	42	7.0	1.84

Tất cả số liệu đều được chúng tôi dự phóng cho cả năm thông qua kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh quý 1. EPS được chúng tôi điều chỉnh ngay theo vốn của doanh nghiệp tại thời điểm phân tích (điều chỉnh theo hệ số pha loãng).

### 3. Phân tích kết quả kinh doanh quý 1 đầu năm của DN- Đánh giá triển vọng doanh nghiệp trong năm 2010.

#### 3.1 SD7

So với 193,7 tỷ doanh thu trong quý I/2009 thì trong quý I/2010 doanh thu của công ty đã tăng hơn 2 lần đạt 396,8 tỷ đồng. Tuy nhiên các khoản chi phí trong quý I/2010 của công ty đều tăng khá mạnh đã làm lợi nhuận giảm xuống đáng kể. Kết thúc quý I/2010 công ty đạt 15,8 tỷ LNTT, tăng 30,5% so với cùng kỳ năm trước. LNST của công ty mẹ đạt hơn 11 tỷ đồng, tăng 10% so với cùng kỳ năm trước, Lãi cơ bản trên mỗi cổ phiếu trong quý I/2010 đạt 1.231 đồng.

Năm 2010 cả tổ hợp SD7 phấn đấu đạt chỉ tiêu doanh thu là 1.290 tỷ đồng, trong đó của riêng công ty mẹ là 635,6 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ ước đạt 48,2 tỷ đồng và 79,66 tỷ đồng cho cả tổ hợp. Tỷ lệ cổ tức dự kiến chi trả là 16%, đến hết quý I/2010 lợi nhuận sau thuế của công ty đã đạt 22,8% kế hoạch. Vừa qua SD7 có ý định nhận chuyển nhượng toàn bộ phần vốn mà Tổng công ty

Sông Đà sở hữu tại CTCP Sông Đà 8 (SD8), tương đương 51,38% vốn điều lệ của công ty này. Nhưng đã không thực hiện được vì chưa thể hoàn tất thủ tục chuyển nhượng. Dự kiến nếu thương vụ trên hoàn tất SD7 sẽ trở thành công ty mẹ của SD8.

Các dự án mới đang được Công ty triển khai như dự án: Khu đô thị Đồng Quang- Quốc Oai- Hà Nội với diện tích 59,56 ha, tổng mức đầu tư 726,538 tỷ đồng. Khu nhà vườn sinh thái –Quốc Oai-Hà Nội với diện tích 132,063 ha, tổng mức đầu tư 829,340 tỷ đồng, ... hứa hẹn sẽ góp phần tạo ra tăng trưởng đột phá cho Công ty trong năm 2010 và những năm tiếp theo.

### **3.2 SJE**

Doanh thu thuần bán hàng và cung cấp dịch vụ trong quý 1 năm 2010 của Công ty đạt 65,738 tỷ đồng, tăng 18% so với cùng kỳ năm trước. Lợi nhuận sau thuế quý 1 của công ty đạt 4,935 tỷ đồng tăng 9% so với cùng kỳ năm 2009.

Các dự án hiện đang được công ty triển khai như: Dự án thủy điện Sông Miện-Hà Giang. Dự án xây dựng, lắp đặt vật tư, thiết bị đường dây 110kV, 220kV ĐakMi 4 - Thanh Mỹ và ngăn lộ 220kV tại trạm 500kV Thanh Mỹ - Công trình nhà máy thủy điện Đak Mi 4 - tỉnh Quảng Nam. Dự án Hệ thống cấp nước Nhơn Trạch giai đoạn I, công suất 100.000 m<sup>3</sup>/ ngày. Dự án đầu tư xây dựng công trình: Hệ thống cấp điện các khu tái định cư thị xã Mường Lay. Dự án công trình thủy điện Mường Kim thuộc xã Hồ Bốn huyện Mù Cang Chải tỉnh Yên Bái.

Xây lắp đường dây và trạm biến áp đến 500kV cũng là một trong những lĩnh vực hoạt động kinh doanh truyền thống của Công ty Cổ phần Sông Đà 11. Hiện tại, đơn vị có một đội ngũ nhân lực giàu kinh nghiệm đã qua các công trình lớn, có lực lượng thiết bị thi công hiện đại đáp ứng tốt các hạng mục thi công khó khăn như vượt đồi núi hiểm trở, đầm lầy, thành phố, vượt sông... Đến nay đã thi công và đưa vào vận hành: Trạm biến áp 500kV : 01, Trạm biến áp 220kV : 14, Trạm biến áp 110kV : 05, Trạm biến áp 35kV và 65kV : 150, Đường dây tải điện 500kV : 214 km, Đường dây tải điện 220kV : 300 km, Đường dây tải điện 110kV : 264 km, Đường dây tải điện 35kV : 500 km

Dựa trên các chỉ tiêu phân tích trong 3 tháng đầu năm 2010 chúng tôi dự phóng doanh thu thuần trong năm 2010 của Công ty đạt 595,860 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế cả năm ước đạt 26,066 tỷ đồng, lãi cơ bản trên cổ phiếu đạt 4,818 đ/cp.

### **3.3 VC2**

Quý 1 năm 2010 doanh thu thuần của VC2 đạt hơn 161,047 tỷ đồng tăng 30% so với cùng kỳ năm trước. Lợi nhuận sau thuế Quý 1 năm 2010 VC2 đạt 10,496 tỷ đồng tăng 24% so với quý 1 năm 2009. Doanh thu và lợi nhuận quý này tăng so với cùng kỳ năm trước là do việc đánh giá lại tài sản để góp vốn thành lập công ty con (CTCP thiết bị và vật liệu xây dựng Vinaconex 2).

Một số dự án hiện đang được VC2 gấp rút triển khai như: Dự án khu nhà ở sinh thái Vinaconex 2-Mỏ đá 4B, phường Đồng Xuân, thị xã Phúc Yên, tỉnh Vĩnh Phúc. Tổng mức đầu tư 100 tỷ đồng, thời gian thực hiện là 2009-2011. Hiện VC2 đã hoàn thiện phương án bồi thường giải phóng mặt bằng dự án Khu đô thị mới Kim Văn - Kim Lũ và cố gắng thực hiện sớm để cuối năm 2010 có đất để khởi công dự án. Khu đô thị mới Kim Văn-Kim Lũ có tổng diện tích xấp xỉ 27 ha với tổng mức đầu tư hơn 3,000 tỷ đồng. Sau khi hoàn thành, khu đô thị mới Kim Văn-Kim Lũ sẽ cung cấp cho thị trường trên 300,000 m<sup>2</sup> nhà. Trong bản đồ quy hoạch, VC2 sẽ dành khoảng 28,400 m<sup>2</sup> đất tại đây để xây dựng 6 chung cư cao cấp và gần 8,200 m<sup>2</sup> xây dựng công trình nhà ở thấp tầng. Khu đô thị có 3 tòa nhà văn phòng - thương mại, 3 tòa nhà dành cho người thu nhập thấp, bãi đỗ xe công cộng. Khu đô thị cũng sẽ có hệ thống trường học gồm mẫu giáo, tiểu học, trung học, nhà văn hoá trung tâm, bể bơi, cây xanh... để phục vụ cư dân sinh sống tại đó và khu vực lân cận.

Năm 2010, kế hoạch kinh doanh mà ĐHĐCĐ thường niên thông qua, dự kiến đạt gần 881 tỷ đồng doanh thu tăng trưởng 9% và lợi nhuận sau thuế dự kiến 46 tỷ đồng tăng trưởng 2% so với năm 2009. Tỷ lệ chi trả cổ tức dự kiến là 18%.

### **3.4 VC3**

Quý 1 năm 2010 doanh thu thuần của VC3 đạt hơn 78,003 tỷ đồng tăng 2% so với cùng kỳ năm trước. Lợi nhuận sau thuế Quý 1 năm 2010 VC2 đạt 9,005 tỷ đồng tăng 20% so với quý 1 năm 2009.

Bên cạnh hoạt động truyền thống là xây lắp, sản xuất vật liệu xây dựng, VC3 còn sở hữu nhiều dự án BĐS lớn đã triển khai đến giai đoạn có thể hạch toán doanh thu, lợi nhuận như:

Dự án khu đô thị Trung Văn-Từ Liêm-Hà Nội với tổng diện tích 13 ha hiện đã hoàn thành được 80% các lô nhà biệt thự đang chuẩn bị được bàn giao cho khách hàng. Dự án khu nhà ở văn phòng và cho thuê 310 Minh Khai-Hà Nội với tổng diện tích 2,3 ha cơ bản đã hoàn thành thi công khối nhà 21 tầng, đã bàn giao một phần cho VTC và tiếp tục hoàn thiện bàn giao cả tòa nhà trong quý II/2010. Dự án khu đô thị Phan Đình Phùng - Thành phố Thái Nguyên với tổng diện tích hơn 20 ha hiện đã có 400 căn hộ thấp tầng đã được khách hàng đặt mua, phân hạ tầng vẫn đang tiếp tục được thi công,...

Hiện VC3 có khoản tiền trên 200 tỷ đồng tiền gửi tại ngân hàng từ cuối năm 2009 và khoản lợi nhuận chưa hạch toán từ các dự án đã và đang triển khai khá lớn nên hứa hẹn sẽ hạch toán doanh thu và lợi nhuận cao trong năm 2010.

Theo phương án sản xuất kinh doanh năm 2010 của VC3 đặt mục tiêu lợi nhuận trước thuế 44,2 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế 33,150 tỷ đồng. Đây là một con số khá khiêm tốn so với tiềm lực hiện tại của công ty.

### **3.5 VMC**

Theo báo cáo tài chính quý 1 năm 2010 của doanh nghiệp vừa công bố, doanh thu Quý I của VMC đạt 250,33 tỷ đồng, tăng 8,7 % so với cùng kỳ 2009. Lợi nhuận sau thuế đạt 9,427 tỷ đồng tăng 17,14% so với cùng kỳ năm 2009. Hiện VMC đã hoàn thành 25,65% kế hoạch lợi nhuận năm 2010 đề ra.

Hoạt động kinh doanh của VMC có thể chia làm 3 mảng chính gồm xây lắp và sản xuất vật liệu xây, BĐS. Riêng với 2 mảng hoạt động truyền thống là xây lắp và sản xuất vật liệu xây lần lượt có chiếm tỷ trọng 55% và 20% trong cơ cấu tổng doanh thu, còn lại là từ kinh doanh bất động sản. VMC là một trong số ít các đơn vị thành viên của Vinaconex có thế mạnh về thi công hạ tầng, xử lý gia cố nền móng. Một số dự án đang được thi công như: Thi công hạng mục cọc khoan nhồi dự án Đô thị Bắc An Khánh. Thi công hạng mục cọc khoan nhồi và tường vây-công trình Hội trường Ba Đình. Thi công hạng mục hầm chui đường sắt, dự án Láng Hòa Lạc. Thi công hạng mục khoan cọc nhồi Nhà chung cư 15 tầng kết hợp Văn phòng tại khối 13 – Phường Trường Thi - thành phố Vinh – Tỉnh Nghệ An,...

Các dự án BĐS VMC đang triển khai hứa hẹn tạo doanh thu và lợi nhuận ổn định trong các năm tiếp sau: Dự án khu văn phòng cho thuê liên doanh giữa Vimenco & Hanel với tổng mức đầu tư là 700 tỷ đồng. Trong đó Hanel góp quyền sử dụng đất, VMC đóng góp chi phí xây dựng. Dự án có vị trí thuận lợi, nằm trên trục đường Phạm Hùng, đối diện trung tâm hội nghị quốc gia với tổng diện tích đất là 4,184 m<sup>2</sup>, tổng diện tích sàn xây dựng 42,180 m<sup>2</sup>. Theo tiến độ kế hoạch, dự án sẽ hoàn thành vào cuối năm 2011. Dự án căn hộ cao cấp CT4 tại khu đất 5,672 m<sup>2</sup> tại Trung Hòa, Cầu Giấy, Hà Nội đang trong giai đoạn thiết kế và cũng sẽ khởi công trong quý I/2010. Hai dự án trung tâm thương mại, văn phòng cho thuê và nhà ở cao cấp đều nằm ở vị trí đẹp tại Trung Hòa- Cầu Giấy- Hà Nội hứa hẹn

sẽ tạo sự tăng trưởng bất phá về doanh thu và lợi nhuận kể từ năm 2011 về sau. Dự án 7.000 m2 Tây Mỗ-Từ Liêm. Hiện khu đất được sử dụng làm trạm trộn bê tông, VMC dự kiến sẽ xin chuyển từ đất sản xuất thành dự án chung cư. Tuy nhiên, khả năng mang lại doanh thu và lợi nhuận được dự tính là trong dài hạn. Bên cạnh các dự án trên, hiện VMC còn có dự án khu đô thị Cao Xanh – Hà Khánh D, dự án mở rộng trung tâm đào tạo dạy nghề Phú Minh...

Dựa trên các chỉ tiêu phân tích trong 3 tháng đầu năm 2010 chúng tôi dự phóng doanh thu thuần trong năm 2010 của Công ty đạt 1,326 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế cả năm ước đạt 44,938 tỷ đồng, lãi cơ bản trên cổ phiếu đạt 6,497 đ/cp.

### **3.6 XMC**

Tính đến hết quý I/2010 tổng tài sản của XMC tăng trưởng hơn 9% đạt 1,091 tỷ đồng. Với doanh thu thuần từ bán hàng và cung cấp dịch vụ trong quý I/2010 đạt 151,65 tỷ đồng, giảm 3,5% so với cùng kỳ năm 2009 và hoàn thành gần 16% kế hoạch năm 2010.

LNTT đạt 22,88 tỷ đồng và LNST của công ty mẹ đạt gần 16,5 tỷ đồng, tăng trưởng hơn 3 lần so với cùng kỳ năm 2009. Có thể thấy doanh thu thấp hơn cùng kỳ nhưng nhờ giá vốn bán hàng giảm mạnh nên LNST của công ty tăng mạnh. Với chỉ tiêu năm 2010 ước thực hiện 50 tỷ LNTT thì riêng trong quý I, XMC đã hoàn thành 45,7% kế hoạch.

Bên cạnh các mảng kinh doanh chính là thi công xây lắp, sản xuất công nghiệp và vật liệu xây dựng, lĩnh vực kinh doanh bất động sản cũng là 1 trong các thế mạnh của XMC. Một số dự án đã được XMC triển khai như: Dự án khu đô thị mới Xa La Hà Đông-Hemisco với 48,600 m2 sàn xây dựng. Dự án cụm nhà ở chung cư kết hợp văn phòng dịch vụ tại lô đất N05 KĐT Đông Nam Trần Duy Hưng, với 205,00 m2 sàn xây dựng, Tòa nhà 25 tầng CT5C Văn Khê Hà Đông với tổng diện tích 22,370 m2 sàn xây dựng. Dự án nhà chung cư 25 tầng CT1, CT2 - Ngõ Thị Nhậm-Hà Đông với tổng diện tích 81,000 m2 sàn xây dựng,...

Theo kế hoạch sản xuất kinh doanh đề ra trong năm 2010, XMC phấn đấu đạt chỉ tiêu 950 tỷ đồng doanh thu và 50 tỷ đồng LNTT. Cũng trong năm 2010, XMC sẽ tăng vốn điều lệ từ 100 tỷ đồng lên 200 tỷ đồng.



#### 4.5 Định giá cổ phiếu 1 số doanh nghiệp ngành bất động sản trên sàn HASE.

Dựa trên việc đánh giá triển vọng của DN ngành bất động sản và việc phân tích KQKD quý 1 của một số DN bất động sản trên sàn HASE. Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong năm 2010 như sau:

Công ty	SD6	SD7	SD9	SJE	STL	VC2	VC3	VMC	XMC
LNST( triệu đồng)	32,989	50,508	117,877	26,066	87,713	42,680	34,030	44,938	47,745
Số CP lưu hành bình quân( nghìn đồng)	6,000	9,000	15,000	5,000	10,000	7,834	8,000	6,500	10,000
EPS (đ/cp)	5,500	5,481	7,800	4,818	8,771	6,022	4,190	6,497	5,913
Giá CP theo phương pháp P/E	55	55	78	48	87	60	41	64	59
Giá CP theo phương pháp DCF	62	52	82	53	113	67	40	75	55
Giá bình quân	59	62	80	51	100	64	41	70	57

**Kết luận :** Các doanh nghiệp nghiên cứu đều là những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực kinh doanh bất động sản. Đây là những doanh nghiệp có uy tín, hiệu quả kinh doanh cao nhất trên sàn HASE. Kết hợp với các yếu tố hiệu quả, đặc biệt sau khi xem xét tiềm năng các dự án của các doanh nghiệp chúng tôi nhận định:

Trong thời điểm hiện tại nhà đầu tư nên quan tâm các mã STL, SD6, SD9, VMC chọn thời điểm hợp lý để mua và nắm giữ, đầu tư lâu dài cũng như giao dịch ngắn hạn. Các cổ phiếu khác được phân tích cũng đều là những cổ phiếu có nền tảng cơ bản tốt nên có thể là lựa chọn hợp lý cho đầu tư ngắn hạn.

## STL – CÔNG TY CỔ PHẦN SÔNG ĐÀ THĂNG LONG

- Tiền thân của Công ty Cổ phần Sông Đà – Thăng Long là chi nhánh của Công ty cổ phần Đầu tư – Phát triển Sông Đà được thành lập từ tháng 6/2005 hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực đầu tư, kinh doanh khai thác các dịch vụ về nhà ở, khu đô thị; các công trình thủy điện vừa và nhỏ; xây lắp các công trình dân dụng, công nghiệp...

### Lợi thế

- Tham gia vào thị trường bất động sản khá sớm nên công ty hiện đang sở hữu diện tích đất lớn. Hiện đang triển khai các dự án chung cư lớn như: (1) Trung tâm siêu thị, dịch vụ và giải trí Phong Phú Plaza – TP.Huế 20,000 m<sup>2</sup>, (2) Dự án chung cư cao cấp Bãi Dương Nha Trang-TP. Nha Trang 2,500 m<sup>2</sup> (3) Khu căn hộ cao cấp Usilk City, Hà Đông – Hà Nội (4) Dự án khu đô thị Văn Khê, Hà Đông – Hà Nội 23,9 ha (5) Dự án khu dân cư Cồn Tân Lập-Nha Trang-Khánh hoà 15ha (6) Dự án KĐT Phú Lãm Hà Đông 27ha (7) Dự án tổ hợp văn phòng chung cư tại lô D27- Trần Thái Tông- Cầu Giấy- Hà Nội 2ha,...
- STL là doanh nghiệp bất động sản có quỹ đất lớn ở khu vực Hà Đông, ngoại thành TP.HN. Ngoài các dự án STL tự triển khai, STL cũng đang hợp tác với nhiều đối tác trong các dự án khu công nghiệp, dự án bất động sản, khu thương mại, văn phòng cho thuê.

### Yếu điểm

- Mặc dù tiềm năng bất động sản rất lớn, nhưng năm 2009 công ty phải tập trung đầu tư nhiều dự án, nhiều dự án đang trong giai đoạn triển khai nên lợi nhuận chưa được hạch toán vào năm 2010. Toàn bộ lợi nhuận sẽ được hạch toán từ năm 2010 và các năm tiếp theo.

### Các chỉ số tài chính 3 tháng đầu năm 2010

- Công ty có EPS 3 tháng là 1,003 đồng/cp, khá khiêm tốn so với các doanh nghiệp hàng đầu ngành BĐS trên sàn HASE. ROE 3 tháng đạt 5,71 % dự kiến cả năm có thể đạt từ 18% - 20%. BV đạt 20 đồng/CP. P/E dự phóng năm 2010 khoảng 9 lần.

**Kết luận :** Mặc dù STL có lợi nhuận khá khiêm tốn so với các doanh nghiệp bất động sản trong cùng ngành trong năm 2009, nhưng chúng tôi đánh giá STL sẽ có lợi nhuận cao trong năm 2010 trở đi khi các sản phẩm của STL được tung ra thị trường. STL phù hợp với các nhà đầu tư trung và dài hạn. Nếu đầu tư dài hạn, nhà đầu tư nên chọn thời điểm hợp lý STL điều chỉnh để mua vào. Vùng giá hợp lý để mua vào theo chúng tôi nhận định sẽ trong khoảng từ 65-70 nghìn đồng/CP.

BC lãi/lỗ(triệu VND)	2008	2009	3T/2010
Doanh thu thuần	501,458	812,528	230,223
Lợi nhuận sau thuế	23,283	44,789	10,029
Vốn chủ sở hữu (VCSH)	147,831	190,128	175,639
Vốn điều lệ	100,000	100,000	100,000
Tổng tài sản	1,078,570	3,272,122	3,513,130
Các chỉ số tài chính	2008	2009	3T/2010
Tăng trưởng so với năm trước			
Doanh thu thuần	N/A	62,03%	N/A
Lợi nhuận sau thuế	N/A	92,37%	N/A
VCSH	N/A	28,61%	N/A
Tổng tài sản	N/A	203,38%	N/A
Chỉ số hiệu quả hoạt động			
ROA các năm	2,16%	1,37%	0,29%
ROE các năm	15,75%	23,56%	5,71%
EPS cơ bản (đ)	2,328	4,479	1,003
BV	14,78	19,013	17,564
Các số liệu thị trường tại ngày 03/06/2010			
GT vốn hoá TT (tỷ VND)	722	Giá hiện tại	72.2
KLGD bình quân 10 ngày	241,600	Giá cao nhất 52 tuần	95,6
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	10	Giá thấp nhất 52 tuần	31,6
EPS điều chỉnh (VND)	8,771	P/E 4 quý gần nhất	8,3
Sở hữu nước ngoài (%)	0	P/BV 4 quý gần nhất	3,81

### Biểu đồ kỹ thuật:



## SD9 – CÔNG TY CỔ PHẦN SÔNG ĐÀ 9

- Trải qua hơn 40 năm xây dựng và trưởng thành, với những nỗ lực vượt bậc trong lao động và sáng tạo, cùng các công trình tầm vóc thế kỷ: Thủy điện Thác Bà, Hoà Bình, Yaly, Vĩnh Sơn, Sông Hinh, đường dây 500KV Bắc – Nam... Công ty Sông Đà 9 đã sớm khẳng định sức vươn lên của một nhà thầu xây lắp có kinh nghiệm, đặc biệt trong lĩnh vực thi công bằng thiết bị cơ giới chuyên ngành. Lĩnh vực sản xuất kinh doanh chính của Công ty hiện tại gồm: Xây dựng các công trình thủy điện, thủy lợi, giao thông, bưu điện; quản lý, vận hành, phân phối điện nước cho các công trình, kinh doanh bất động sản.

### Lợi thế

- Với bề dày hơn 40 năm xây dựng và phát triển, vị thế của Công ty đã được khẳng định trên toàn quốc. Hiện Công ty là một trong những doanh nghiệp có sức cạnh tranh và đạt hiệu quả sản xuất kinh doanh cao trong ngành xây dựng.
- SD 9 đang tập trung đầu tư vào các dự án ở thành phố Hà Nội, HCM,... Dự án khu đô thị Trung Sơn Trầm – Hà Nội. Dự án khu dân cư Tân Tạo diện tích 612.000 m<sup>2</sup> tại phường Tân Tạo và Vĩnh Trị Đông A,... hiện đang được gấp rút triển khai.
- SD9 cũng đầu tư nhiều vào lĩnh vực Xây Lắp chiếm hơn 80% trong tổng giá trị sản xuất kinh doanh của Công ty. Các lĩnh vực sản xuất công nghiệp, kinh doanh điện và vật tư cũng chiếm một tỷ trọng đáng kể

### Yếu điểm

- Công ty có quá nhiều dự án rộng khắp cả nước đòi hỏi lượng vốn đầu tư lớn, dễ bị ảnh hưởng tiến độ trong trường hợp kinh tế vĩ mô bất ổn. BV của công ty hiện ở mức khá khiêm tốn so với các công ty khác trong cùng ngành BĐS trên sàn HASE.

### Các chỉ số tài chính 3 tháng đầu năm 2010

- Công ty có EPS 3 tháng là 758 đồng/cp, với kết quả kinh doanh khả quan chúng tôi dự phóng EPS cả năm là 7,800 đồng/cp
- ROE 3 tháng đạt 3,42 % dự kiến cả năm có thể đạt từ 16% - 18%. BV đạt 25 đồng/CP. P/E năm 2010 dự phóng khoảng 7 lần.

**Kết luận :** SD9 có nhiều dự án lớn trong lĩnh vực xây lắp tiềm năng lợi nhuận khá cao, lĩnh vực kinh doanh nhà và hạ tầng là lĩnh vực mới của Công ty nhằm thực hiện đa dạng hóa sản phẩm. Tuy nhiên đây cũng lĩnh vực hứa hẹn đem lại tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận của Công ty trong năm 2010. Vùng giá nhà đầu tư có thể mua vào để đầu tư giá trị chúng tôi khuyến nghị trong khoảng 48-50 nghìn đồng/CP.

BC lãi/lỗ(triệu VND)	2008	2009	3T/2010
Doanh thu thuần	622,580	592,338	92,786
Lợi nhuận sau thuế	51,679	107,161	11,373
Vốn chủ sở hữu (VCSH)	320,022	337,542	332,579
Vốn điều lệ	150,000	150,000	150,000
Tổng tài sản	1,077,629	1,184,189	855,769

Các chỉ số tài chính	2008	2009	3T/2010
Tăng trưởng so với năm trước			
Doanh thu thuần	N/A	-4.86%	N/A
Lợi nhuận sau thuế	N/A	107,36%	N/A
VCSH	N/A	5,47%	N/A
Tổng tài sản	N/A	9,89%	N/A

Chỉ số hiệu quả hoạt động	2008	2009	3T/2010
ROA các năm	4,80%	9,05%	1,33%
ROE các năm	16,15%	31,75%	3,42%
EPS cơ bản (đ)	3,448	7,150	758
BV	21,353	22,522	22,172

Các số liệu thị trường tại ngày 03/06/2010			
GT vốn hoá TT (tỷ VND)	825	Giá hiện tại	55
KLGD bình quân 10 ngày	178,550	Giá cao nhất 52 tuần	75,9
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	15	Giá thấp nhất 52 tuần	25,4
EPS điều chỉnh (VND)	7,800	P/E 4 quý gần nhất	7
Sở hữu nước ngoài (%)	2	P/BV 4 quý gần nhất	2.41

### Biểu đồ kỹ thuật:



## SD6 – CÔNG TY CỔ PHẦN SÔNG ĐÀ 6

- Công ty cổ phần Sông Đà 6, tiền thân là Công ty xây dựng Thủy Công. Đơn vị thành viên của Tổng Công ty Sông Đà, thành lập ngày 01/05/1983. Lĩnh vực kinh doanh chính của Công ty là: Xây dựng, sản xuất công nghiệp, vận tải, đầu tư.

### Lợi thế

- Từ ngày thành lập, Công ty không ngừng đa dạng hoá sản phẩm, dịch vụ, nâng cao chất lượng kỹ thuật công trình nhằm đáp ứng nhu cầu ngày càng cao của khách hàng. Một số dự án lớn đã và đang được Công ty triển khai như : Thủy Điện Hòa Bình, Cần Đơn, YaLy, SeSan3, SeSan4, Hủa Na, Huội Quảng, Nậm Chiến,..
- Bên cạnh các dự án xây dựng công trình thủy điện, thủy lợi. SD6 cũng đang tập trung nguồn lực cho các dự án bất động sản như: dự án nhà ở chung cư Văn Khê - Hà Đông cùng với STL (SD6 đầu tư 290 tỷ đồng ). Dự án nhà ở thương mại CT3, Dự án khu đô thị USILK City - cùng với STL SD6 có 26%),...
- Công ty có kinh nghiệm và uy tín trong lĩnh vực kinh doanh BĐS ở TP HN.

### Yếu điểm

- Mặc dù tiềm năng bất động sản rất lớn, nhưng năm 2010 công ty phải tập trung đầu tư nhiều dự án, nhiều dự án đang trong giai đoạn triển khai nên lợi nhuận chưa được hạch toán vào năm 2010.

### Các chỉ số tài chính 3 tháng đầu năm 2010

- Công ty có EPS 3 tháng là 1,015 đồng/Cp, với kết quả kinh doanh khả quan chúng tôi dự phóng EPS cả năm 2010 là 5,500 đồng/cp.
- ROE 3 tháng đạt 3,33 % dự kiến cả năm có thể đạt từ 13% - 15%. BV đạt 40đồng/CP. P/E dự phóng năm 2010 khoảng 7,6 lần.

**Kết luận :** Mặc dù SD6 chưa có lợi nhuận đột phá so với ngành bất động sản trong năm 2009, nhưng chúng tôi đánh giá SD6 sẽ có lợi nhuận cao trong năm 2010 trở đi khi các sản phẩm của SD6 được tung ra thị trường. SD6 phù hợp với các nhà đầu tư trung và dài hạn. Vùng giá dao động trong khoảng 37-40 nghìn đồng/CP, các nhà đầu tư nên cân nhắc giải ngân trong khoảng thời gian trung và dài hạn.

BC lãi/lỗ(triệu VND)	2008	2009	3T/2010
Doanh thu thuần	578,964	591,506	127,975
Lợi nhuận sau thuế	24,236	29,990	6,087
Vốn chủ sở hữu (VCSH)	255,474	243,517	182,849
Vốn điều lệ	60,000	60,000	60,000
Tổng tài sản	632,832	695,448	649,483
Các chỉ số tài chính	2008	2009	3T/2010
Tăng trưởng so với năm trước			
Doanh thu thuần	N/A	2,17	N/A
Lợi nhuận sau thuế	N/A	23,74	N/A
VCSH	N/A	-4,680	N/A
Tổng tài sản	N/A	9,89	N/A
Chỉ số hiệu quả hoạt động			
ROA các năm	3,83%	4,31%	0,94%
ROE các năm	10,75%	12,32%	3,33%
EPS cơ bản (đ)	4,039	4,998	1,015
BV	37,57	40,586	30,475
Các số liệu thị trường tại ngày 03/06/2010			
GT vốn hoá TT (tỷ VND)	254.4	Giá hiện tại	42.4
KLGD bình quân 10 ngày	53,170	Giá cao nhất 52 tuần	65,3
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	6	Giá thấp nhất 52 tuần	24.2
EPS điều chỉnh (VND)	5,500	P/E 4 quý gần nhất	7,6
Sở hữu nước ngoài (%)	1,7	P/BV 4 quý gần nhất	1,03

### Biểu đồ kỹ thuật:



**Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.**



**Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC**

**Hội Sở Chính:**

**Address: Tòa nhà APEC Building, số 14 Lê Đại Hành, Q.Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội**

**Tel: (84- 4) 3573 0200**

**Fax: (84- 4) 35771966**

**Email: [research@apex.com.vn](mailto:research@apex.com.vn); Website: <http://www.apex.com.vn>**