

## MCK: DTA (HSX)

## CTCP ĐỆ TAM

## NĂM GIỮ

**ĐỊNH GIÁ 37.700 VND****Chuyên viên : Vũ Hoàng Việt****Email: viet.vh@vdsc.com.vn****ĐT: 08 6299 2006 – Ext 348****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (ngày 16/07/10) (VND)	30.000
Số CP đang lưu hành	10.000.000
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	300
Trailing P/E (2009) (x)	66,4
Forward P/E (2010) (x)	8,8
P/BV (BV 31/03/10) (x)	2,8

Nguồn: HSX

**Các chỉ tiêu tài chính cơ bản**

Đv: Tỷ đồng	2009	Q1/10	2010 KH	2010F
DT	5	11	109	126
LNTT	3	4	40	48
LNST	2	3	30	36
VĐL	100	100	200	100
TTS	209	212		214
VCSH	103	105		118
ROA (%)	1,2%			16,7%
ROE (%)	2,4%			29,9%
EPS (VND)	998			3.589
GTSS (VND)	10.256			11.831
Tỷ lệ cổ tức (%)	-	-	15%	15%

Nguồn: BCTC DTA

**BẤT ĐỘNG SẢN**

Trên cơ sở những giả định và ước tính thận trọng, EPS 2010 của DTA được dự báo sẽ vào khoảng 3.589 đồng/CP tương đương mức P/E forward 8,4 lần (sử dụng giá tham chiếu ngày chào sàn – 30.000 đồng/CP). Chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý của DTA tại thời điểm này xoay quanh mức 37.700 đồng/cp (tương đương giá trị vốn hóa 377 tỷ đồng).

DTA là một doanh nghiệp trẻ với đội ngũ lãnh đạo là những người lâu năm trong ngành. Đồng thời, DTA có đối tác kinh doanh là những doanh nghiệp BĐS lớn như SC5, INVESCO, SAIGONRES,...DTA có nhiều cơ hội tiếp cận những dự án quy mô và tiềm năng lớn hơn trong tương lai. Nhà đầu tư có thể cân nhắc tỷ suất sinh lời mong muốn để lựa chọn thời điểm đầu tư hợp lý.

**Tiềm năng tăng trưởng của DTA trước hết đến từ triển vọng của thị trường**

**BĐS tại Đồng Nai.** Theo Quy hoạch phát triển vùng Tp. HCM đến 2020 và tầm nhìn đến 2050, khu vực Đồng Nai có vai trò quan trọng, hỗ trợ cho sự phát triển của khu vực hạt nhân là Tp. HCM với cơ sở hạ tầng (CSHT) và khả năng kết nối giao thông với Tp. HCM sẽ được quy hoạch và phát triển mạnh. Cụ thể, hiện nay đang có khoảng 257 dự án khu dân cư, khu đô thị đang được quy hoạch tập trung tại các khu vực Biên Hòa, Long Thành, Nhơn Trạch,....

Bên cạnh đó, hàng loạt dự án giao thông trọng điểm ở Đồng Nai đã được khởi công: (1) Cầu Đồng Nai 2, dự kiến thông xe trong năm 2010; (2) Dự án mở rộng quốc lộ 51 thành 6 làn xe; (3) Gói thầu số 1 dự án đường cao tốc TP.HCM - Long Thành - Dầu Giây; cảng Phước An; (4) Sân bay quốc tế Long Thành,...

Lợi thế của BĐS khu vực này không chỉ nằm ở vị trí địa lý và sự hấp dẫn về giá bán mà còn ở triển vọng tăng giá nhanh khi CSHT được hoàn thiện. Tiềm năng phát triển trong tương lai sẽ triển vọng hơn nữa khi Đồng Nai là một trong những khu vực có nền kinh tế năng động và phát triển cao nhất nước (GDP 2009 tăng 9,3% so với 5,3% của cả nước). Mục tiêu tăng trưởng trong 2010 của Đồng Nai được đặt ra là 12%.

**Năm 2010 là năm đánh dấu sự bắt đầu của quá trình ghi nhận nguồn thu của DTA sau thời gian dài tích lũy quỹ đất.**

DTA sở hữu dự án khu đô thị Detaco đầy tiềm năng tại khu vực Nhơn Trạch – Đồng Nai với vị trí nằm gần trung tâm thành phố mới. Theo kế hoạch, dự án được đầu tư làm 5 giai đoạn. Trong đó giai đoạn 1 (2008 – 2012) DTA sẽ tiến hành kinh doanh giai đoạn 1 với khoảng 1.200 đất nền (khoảng 112 nghìn m<sup>2</sup>). Doanh thu (DT) và lợi nhuận trước thuế (LNTT) ước tính của giai đoạn 1 đạt khoảng 332 tỷ và 116 tỷ đồng.

Giai đoạn 1 của dự án trên sẽ là nguồn thu chủ yếu của DTA trong 2010. Trên những cơ sở về khả năng tiêu thụ, giá bán cũng như tiến độ thu tiền, DT và LNTT ước tính trong năm 2010 vào khoảng 111 tỷ và 38 tỷ. Dự án này tiếp tục sẽ đóng góp nguồn thu những năm sau đó khi các giai đoạn tiếp theo được triển khai như chung cư, trung tâm thương mại... Ngoài ra, một dự án tiềm năng khác là dự án làng biệt thự tại Phú Quốc cũng đang được DTA lập quy hoạch 1/500, dự kiến sẽ bắt đầu khởi công từ 2011.

**Bên cạnh việc phát triển dự án, DTA đang trong quá trình nỗ lực tìm kiếm quỹ đất mới.**

Bằng cách tăng cường hoạt động góp vốn, liên kết liên doanh với các đơn vị cùng ngành, Công ty đang từng bước nỗ lực mở rộng hoạt động kinh doanh cũng như kinh nghiệm của mình. Mối quan hệ giữa DTA với các đơn vị như đã có uy tín từ lâu như SC5, SaigonRes, Cty TNHH Công Minh phần nào sẽ là lợi thế lớn cho DTA trong việc mở rộng quỹ đất cũng như tiếp cận những dự án quy mô hơn về sau.

**Rủi ro:** Bên cạnh rủi ro đặc thù của ngành BĐS, nhạy cảm với tình hình chung của nền kinh tế, rủi ro khác của DTA còn ở chỗ Công ty không có nguồn thu gối đầu từ các năm trước và phần lớn nguồn thu trong năm 2010 chỉ đến từ một dự án duy nhất. Đồng thời, các năm trước đó là khoảng thời gian DTA thực hiện đầu tư, do đó, KQKD quá khứ không có giá trị tham chiếu.

**Công ty cổ phần Đệ Tam**

2/6-2/8 Núi Thành

Phường 13, Quận Tân Bình

Thành phố Hồ Chí Minh

Tel: 84.8 3810 8452

Fax: 84.8 3812 1344

Website: www.detamland.com

**Thành lập:** Năm 2003

**Cổ phần hóa:** Năm 2003

**Quản trị - Điều hành**

Tên	Chức vụ	Chức vụ tại các tổ chức khác
Trần Đức Lợi	CT.HĐQT	(1)
Phạm Thị Kim Xuân	TV. HĐQT	(2)
Hoàng Hải Bình	TV. HĐQT	
Nguyễn Chí Thành	TV. HĐQT	
Trần Quang Mỹ	TV. HĐQT	(3)

(1) CT HĐQT Cty TNHH Công Minh.

(2) TV HĐQT SC5.

(3) CT HĐQT kiêm TGD SC5.

Công ty cổ phần Đệ Tam (DTA) được thành lập từ 2003 với số vốn điều lệ ban đầu là 2,5 tỷ đồng. Trong gần 8 năm hoạt động với hoạt động ban đầu là kinh doanh vật liệu xây dựng và mới đây mạnh đầu tư BĐS những năm gần đây. DTA đã 4 lần tăng vốn và hiện tại đang hoạt động với 100 tỷ đồng vốn điều lệ và trong lần tăng vốn thứ 4 (22/09/2009), DTA đã chính thức trở thành công ty đại chúng.

Công ty đã được Sở Giao dịch Chứng khoán Tp. HCM chấp thuận về mặt nguyên tắc về việc niêm yết 10 triệu cổ phiếu trên HSX vào ngày 16/07/2010.

**Hoạt động sản xuất kinh doanh**

Hoạt động kinh doanh của DTA hiện nay có thể chia làm bốn mảng lớn. Đó là (1) Đầu tư kinh doanh BĐS; (2) Môi giới bất động sản; (3) Sản xuất vật liệu xây dựng và (4) Các hoạt động góp vốn liên doanh, liên kết hoặc đầu tư chiến lược.

**Đầu tư kinh doanh BĐS:** Hoạt động này được Công ty xác định là hoạt động chính, sẽ mang lại nguồn thu chủ yếu cho DTA trong những năm tới. Có thể nói 2009 là mốc thời gian đánh dấu sự chuyển mình của DTA từ giai đoạn đầu tư sang giai đoạn ghi nhận nguồn thu. Do đó, chúng tôi cho rằng kế hoạch doanh thu 2010 đột biến so với giai đoạn trước là khả thi đối với DTA, dựa trên cơ sở nguồn thu từ dự án khu đô thị Detaco tại Nhơn Trạch, Đồng Nai.

**Dự án khu đô thị Detaco tại Nhơn Trạch:** đây là dự án do DTA làm chủ đầu tư, thuộc địa phận Xã Phước An, huyện Nhơn Trạch, tỉnh Đồng Nai, nằm trong quy hoạch tổng thể Thành phố Nhơn Trạch được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt theo quyết định số 323/TTg ngày 17/5/1996. DTA là chủ đầu tư với tổng vốn dự kiến khoảng 1.651 tỷ, tổng diện tích 473.000m<sup>2</sup>. Đây là dự án khá dài hạn từ 2008 đến 2030 với kế hoạch 5 giai đoạn:

Gđ	Thời gian	Kế hoạch đầu tư	Diện tích (ha)
1	2008 – 2012	Đền bù, xây dựng và kinh doanh 1.200 nền nhà liên kế.	13,15
2	2013 – 2017	31 blocks nhà chung cư 5 tầng (1.040 căn hộ), dự kiến điều chỉnh thành 7 – 15 tầng (2.480 căn).	13,3
3	2018 – 2020	Trung tâm thương mại (TTTM) Detaco.	1,4
4	2021 – 2025	TTTM Detaco Building – Detaco Diamond.	
5	2025 – 2030	Triển khai bệnh viện Quốc tế Detaco.	5,6

Giai đoạn 1 đã được thực hiện đền bù được 80% tổng diện tích, tương đương 100% diện tích khu đất xây dựng nhà liên kế và chung cư. Theo kế hoạch giai đoạn 1, Công ty sẽ tiến hành xây dựng cơ sở hạ tầng và đưa vào kinh doanh theo hình thức cuốn chiếu 1.200 nhà liên kế. Mỗi căn từ 2 – 4 tầng, diện tích khoảng 100m<sup>2</sup> – 180m<sup>2</sup>.

Đầu 2010 đến nay, DTA đã bán được 200 nền với giá từ 2,3 triệu đồng – 3 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Dự kiến trong 2010, DTA sẽ tiêu thụ được khoảng 35% diện tích, thu được khoảng 111 tỷ DT trong 2010, LNTT có thể được hạch toán trong 2010 vào khoảng 32,8 tỷ.

Bên cạnh khu dân cư Detaco tại Nhơn Trạch, DTA còn là chủ đầu tư một dự án BĐS tiềm năng khác là dự án làng biệt thự tại Phú Quốc. Tổng diện tích xây dựng hơn 91 nghìn m<sup>2</sup> thuộc khu du lịch – dân cư Bắc và Nam Bãi Trường, xã Dương Tơ, huyện

Phú Quốc. Tổng vốn đầu tư kiến khoảng 288 tỷ đồng.

Hiện dự án đang được UBND huyện đảo Phú Quốc xem xét và lập kế hoạch đền bù giải tỏa. DTA đang tìm kiếm thuê đơn vị lập quy hoạch 1/500, dự kiến sẽ bắt đầu triển khai trong 2011.

Ngoài những dự án do chính Công ty làm chủ đầu tư, DTA còn tham gia hợp tác góp vốn vào một số dự án BĐS khác:

Dự án	Vị trí	Diện tích kinh doanh (m <sup>2</sup> )	Tổng VĐT dự kiến (tỷ đồng)	% góp vốn của DTA	Đối tác	Tiến độ
Cụm Cao ốc và Khu TTTM DETACO Tân Phú	Tân Phú, TP.HCM	Căn hộ: 83.226 m <sup>2</sup> TTTM: 15.092 m <sup>2</sup>	827	80%	CTCP XNK Thủy sản Tân Phú	Khởi công Q1/2011
Cụm Chung cư Đại lộ Đồng Tây	Quận 8, TP.HCM	Căn hộ: 72.160 m <sup>2</sup> TTTM: 11.035 m <sup>2</sup>	843	25%	- SC5 - CTPCP ĐT & XD XNK Mỹ Phước - CNT	Khởi công Q4/2010
Khu phức hợp TTTM và căn hộ cao cấp Tân Phước	Quận 11, TP.HCM	Căn hộ: 63.633 m <sup>2</sup> TTTM: 6.942 m <sup>2</sup>	1.240	10%	CTCP BĐS Tân Phước	Khởi công Q4/2010
Khu Biệt thự ECOVILAS	Bình Dương	Biệt thự: 29.754 m <sup>2</sup> Dịch vụ: 3.942 m <sup>2</sup> Siêu thị: 1.852 m <sup>2</sup>	118	20%	CTCP Indeco	Khởi công Q2/2010

**Môi giới BĐS:** Bên cạnh tự đầu tư và kinh doanh các dự án, DTA còn chú trọng đến mảng hoạt động môi giới BĐS. Mảng hoạt động này tuy không đóng góp nhiều vào doanh thu nhưng thông qua các hoạt động này, Công ty sẽ có cơ hội tiếp thị tên tuổi và hình ảnh của mình và qua đó giúp hoạt động kinh doanh các dự án tự đầu tư được thuận lợi hơn.

**Dự án cao ốc Mỹ Đức:** Dự án này do CTCP xây dựng số 05 (SC5) làm chủ đầu tư, nằm tại P. 21, Q. Bình Thạnh, Tp. HCM. Dự án này có diện tích khuôn viên rộng 32,8 nghìn m<sup>2</sup> với mật độ xây dựng 26%, gồm 4 block cao 22 tầng với diện tích căn hộ từ 40m<sup>2</sup> – 103m<sup>2</sup>, tổng cộng khoảng 600 căn hộ.

Dự án hiện đã xây dựng trong phần thô, dự kiến giao nhà trong tháng 10/2010. DTA sẽ thực hiện phân phối khoảng 130 căn hộ. Dự kiến giá bán bình quân từ 24 triệu/m<sup>2</sup>. Hoạt động này có thể được DTA thực hiện theo hai hướng tùy thuộc vào tình hình thị trường. Hoặc (1) DTA môi giới chuyển nhượng và hưởng 2% trên doanh số bán, hoặc (2) trong điều kiện thị trường tốt hơn, DTA có thể đầu tư, tự khai thác và tìm kiếm một tỷ suất lợi nhuận cao hơn.

Ngoài dự án Mỹ Đức, DTA còn tham gia phân phối các dự án khác như *dự án Cao ốc Lakeside* (chủ đầu tư: DIC Group) tại khu đô thị mới Chí Linh – Vũng Tàu. Giá bán trung bình của dự án này khoảng 12,5 – 13 triệu đồng/m<sup>2</sup>.

**Dự án Saigonres Tower** (chủ đầu tư: CTCP địa ốc Sài Gòn – Saigonres) tại Vũng Tàu với tổng cộng 238 căn hộ được khởi công từ đầu 2009, dự kiến sẽ hoàn thành và đưa vào sử dụng vào giữa 2010. Giá bán từ 15 – 20 triệu đồng/m<sup>2</sup>.

**Kinh doanh vật liệu xây dựng:** hoạt động này là nguồn thu chủ yếu của DTA trong giai đoạn các dự án BĐS chưa thể được triển khai. Trong 2009, khoảng 27% trong cơ cấu doanh thu được đóng góp từ hoạt động này. Trong thời gian tới, mảng này hứa hẹn sẽ mang lại một nguồn thu tuy không lớn nhưng ổn định khi DTA tham gia phân phối vật liệu xây dựng cho các dự án của các đối tác quen thuộc như SC5,

**Khả năng sinh lời**

	2008	2009	Q1/10
LN Gộp/DT	8,3%	86,5%	37,3%
LN HĐKD/DT	8,3%	63,8%	33,8%
LNST/DT	0,1%	55,1%	25,3%
ROA	0,0%	1,2%	-
ROE	0,0%	2,4%	-

Nguồn: BCTC DTA

**Cấu trúc tài chính**

	2008	2009	Q1/10
<b>Cấu trúc tài sản</b>			
Phải thu/TTS	71,5%	64,5%	61,9%
HTK/TTS	3,2%	2,4%	6,3%
TSCĐ/TTS	8,8%	17,8%	19,0%
<b>Cấu trúc vốn</b>			
Tổng nợ/TTS	61,2%	50,9%	50,4%
Nợ vay/TTS	13,0%	14,3%	16,9%

Nguồn: BCTC DTA

CTCP Địa Ốc Sài Gòn, INVESCO,...

**Thị trường – Vị thế công ty**

Dự án chính hiện nay của DTA là tại Đồng Nai, Nhơn Trạch (dự án khu đô thị Detaco 47,3ha gần trung tâm thành phố mới Nhơn Trạch). Ngoài ra, một số dự án sắp được triển khai tại Tp. Hồ Chí Minh, Bình Dương, Phú Quốc.

Xét trên tiêu chí vốn điều lệ và tổng tài sản, DTA đang là một tên tuổi khá khiêm tốn so với các công ty trong ngành. Sự khác biệt sẽ đến từ 2010 khi một số dự án tiềm năng đã và đang được triển khai như khu đô thị Detaco (Nhơn Trạch), dự án khu biệt thự Phú Quốc,... sẽ giúp khẳng định hơn nữa vị thế của Detaco trong ngành. Ngoài ra, một thuận lợi của DTA là mối quan hệ tốt với SC5 sẽ giúp Công ty có khả năng tiếp cận những dự án quy mô và tiềm năng lớn hơn trong tương lai.

**Rủi ro kinh doanh**

Nguồn thu chủ yếu trong 2010 của DTA đến từ dự án đất nền tại khu vực Nhơn Trạch, Đồng Nai. Bên cạnh những tiềm năng không thể phủ nhận, vẫn có đó rủi ro về lượng cung dự án lớn hơn cầu do sự “bùng” lên quá nóng của thị trường BĐS khu vực này trong thời gian qua.

Ngoài ra, chủ yếu sức hút của thị trường bất động sản tại đây đến từ những kỳ vọng về các dự án hạ tầng như đường cao tốc Tp. HCM – Long Thành – Dầu Giây; cảng Phước An, sân bay Long Thành,... Vì vậy, độ nóng của những dự án ở đây sẽ phụ thuộc vào tiến độ của các cơ sở hạ tầng này.

**Đầu tư tài chính**

Tính đến cuối 2009, tổng giá trị đầu tư tài chính của DTA là 46,9 tỷ đồng, tương đương 22,5% tổng tài sản. Trong đó, 79% là các khoản đầu tư vào các công ty liên kết, liên doanh có hoạt động gắn liền với hoạt động chính của Công ty.

Công ty	Giá trị vốn góp (triệu đồng)	Mục đích góp vốn
CTCP SC5	23.025	Khai thác kinh doanh CC An Phúc
CT TNHH Công Minh	3.170	Khai thác kinh doanh CC Tân Phước
CTCP đầu tư và khoáng sản VICO	1.063	Mua cổ phần ở mệnh giá (10.000 đồng)
<b>Tổng</b>	<b>27.258</b>	

Trong Q1/2010, DTA đã ký thỏa thuận với CTCP Đầu tư và Phát triển Tài Nguyên về việc trở thành cổ đông sáng lập với 10% vốn điều lệ. Chúng tôi đánh giá đây là khoản đầu tư có tiềm năng khá lớn với 30 nghìn ha đất rừng và ven biển tại tỉnh Quảng Ninh.

**Tình hình tài chính**

**Chỉ tiêu tăng trưởng:** Doanh thu 2009 chỉ bằng ½ so với doanh thu 2008. Sự sụt giảm trong DT 2009 chủ yếu do sự sụt giảm của hoạt động kinh doanh VLXD – 8 tỷ đồng (2008) và 1,2 tỷ đồng (2009). Tuy nhiên, LNST lại ghi nhận mức tăng đầy ấn tượng, gấp 250 lần từ 10 triệu (2008) lên gần 2,5 tỷ (2009). Trong 2009, hoạt động môi giới BĐS tỏ ra rất có hiệu quả với tỷ suất lợi nhuận cao là nguồn thu chủ yếu của DTA, đây cũng là lý do dẫn đến LNST 2009 tăng mạnh.

**Khả năng sinh lời:** Trong 2009, Công ty đã cho thấy sự cải thiện rất đáng kể trong tỷ suất lợi nhuận gộp (LNG). Cụ thể, DTA đạt được mức 86,5% tỷ suất LNG trong 2009; so với 8,3% của 2009. Thành quả này đến từ chiến lược đẩy mạnh hoạt động môi

giới vốn có tỷ suất lợi nhuận rất cao trong 2009. Trong 2010, hoạt động môi giới tiếp tục được thực hiện với các dự án có tham gia được đưa vào khai thác như cao ốc Mỹ Đức, Lakeside, Saigonres Tower. Cũng trong 2009, tỷ suất sinh lợi ROE, ROA bắt đầu cho thấy những diễn biến tích cực hơn.

**Cấu trúc tài chính:** Trong 2009, DTA cũng đã gia tăng sử dụng vốn vay, tổng vốn vay ngân hàng của Công ty tăng hơn 2 lần nhằm triển khai dự án khu dân cư Detaco tại Nhơn Trạch. Tháng 09/2009, vốn điều lệ của DTA được tăng từ 40 tỷ lên mức 100 tỷ hiện tại và DTA chính thức trở thành công ty đại chúng. Nhờ vậy, nợ vay NH có tăng từ 13% trên tổng tài sản (2008) lên 14,3% (2009) nhưng tỷ lệ nợ/tổng tài sản lại giảm (từ 61,2% còn 50,9%).

Hàng tồn kho trong 2009 tăng đến 82,7%, chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản - 65,4%. Khoản mục này chủ yếu là chi phí đền bù, giải tỏa của dự án KDC Detaco tại Nhơn Trạch.

### **Dự phóng – Định giá**

#### **Dự phóng**

**Doanh thu & lợi nhuận:** Tỷ trọng lớn trong nguồn thu 2010 của DTA sẽ đến từ dự án KĐT Detaco tại Nhơn Trạch. Trong 2010, DTA dự tính đưa vào khai thác 112,6 nghìn m<sup>2</sup> đất nền. Chúng tôi dự phóng doanh thu của dự án này dựa trên tính khả thi về giá bán cũng như tiến độ bán hàng và thu tiền của Công ty.

Trên cơ sở xem xét sức tiêu thụ từ các dự án xung quanh như dự án Phước An, Long Thọ có vị trí và những đặc điểm tương ứng với dự án của Detaco tại đây. Chúng tôi ước tính trong 2010, DTA có khả năng chuyển nhượng được khoảng 35% tổng diện tích kinh doanh với mức giá gốc từ 2,5 triệu/m<sup>2</sup> trở lên tùy vị trí khu đất. Doanh thu từ dự án này ước tính trong 2010 khoảng gần 111 tỷ đồng, tương ứng khoảng 35,5 tỷ đồng lợi nhuận gộp. Với giả định phần diện tích đất nền còn lại sẽ tiếp tục được chuyển nhượng với tỷ lệ 45% và 20% trong 2011 và 2012; doanh thu tương ứng từ 2011 đến 2014 sẽ lần lượt khoảng 85 tỷ, 107 tỷ, 11 tỷ và 17 tỷ đồng.

Xin lưu ý những ước tính trên chưa bao gồm nguồn thu từ các phần khác như nhà phố, biệt thự, trung tâm thương mại, thuộc các giai đoạn sau của dự án.

Bên cạnh dự án trên, DTA còn có nguồn thu khá ổn định từ hoạt động kinh doanh VLXD và môi giới BĐS. Chúng tôi ước tính DT từ môi giới sẽ từ 11 tỷ - 13 tỷ đồng từ kinh doanh một phần căn hộ Mỹ Đức do SC5 làm chủ đầu tư. Do bản chất hoạt động này là đầu tư và tự khai thác sản phẩm của SC5 và DTA. Sau khi trừ các khoản chi phí liên quan như hoa hồng, bán hàng,... Lợi nhuận gộp gần như không đổi, khoảng 11 tỷ - 13 tỷ đồng.

Doanh thu từ kinh doanh VLXD khoảng 2 tỷ với các hợp đồng cung cấp vật tư cho các dự án của các đối tác quen thuộc. Với tỷ suất lợi nhuận gộp giả định khoảng 8%, lợi nhuận gộp sẽ khoảng 160 triệu.

Trên cơ sở những ước tính trên, chúng tôi dự báo DTA sẽ đạt khoảng vào khoảng 125,9 tỷ đồng doanh thu, vượt 15,9% so với kế hoạch 108,6 tỷ. Lợi nhuận gộp ước tính khoảng 50,8 tỷ. Sau khi trừ các khoản chi phí bán hàng, quản lý, lợi nhuận sau thuế 2010 khoảng 35,9 tỷ, tương đương mức EPS 3.589 đồng/cổ phiếu..

#### **Bảng cân đối kế toán**

Chúng tôi cho rằng sẽ không có biến động mạnh về cơ cấu nguồn vốn. Trong quá trình triển khai các dự án tiếp theo, DTA sẽ lên kế hoạch tăng vốn điều lệ lên 200 tỷ vào cuối 2010 nhằm đáp ứng cho nhu cầu đầu tư các dự án.

**Tổng hợp P/E và P/B ngành**

Mã CK	Vốn hóa TT (tỷ VND)	Trailing P/E	P/BV 31/03/09
SJS	7.900	9,1	4,0
DIG	6.200	10,5	2,8
NTL	2.640	3,4	4,8
TDH	1.894	6,4	1,5
BCI	3.144	15,2	2,6
NBB	1.465	16,0	2,4
TIX	684	9,8	1,6
HDG	2.025	10,6	3,2
<b>Bình quân</b>		<b>10,0</b>	<b>3,1</b>

Theo kế hoạch sơ bộ, DTA sẽ phát hành 5 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, 500.000 cổ phiếu cho CBCNV với giá bằng mệnh giá, còn lại là phát hành cho NGT bên ngoài với giá 15.000 đồng/cp. Số tiền thu được khoảng 112,5 tỷ đồng để đầu tư Dự án khu biệt thự Detaco Phú Quốc (50 tỷ đồng) và Dự án Cụm cao ốc và Khu TTMT DETACO Tân Phú (62,5 tỷ đồng).

**Định giá**

Chúng tôi kết hợp sử dụng phương pháp tính giá trị tài sản ròng (NAV), P/E và P/B để định giá cổ phiếu DTA.

Đối với phương pháp NAV, chúng tôi tiến hành ước tính lại giá trị sản xuất kinh doanh dở dang của dự án khu đô thị Detaco tại Nhơn Trạch do tính khả thi cao của dự án này. Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi sử dụng hệ số chiết khấu trung bình khoảng 15%.

Đối với phương pháp P/E và P/B, chúng tôi tham khảo mức P/E và P/B từ trung bình thị trường – hiện đang khoảng 10 và 3,1. Nhìn nhận một cách khiêm tốn về quy mô vốn cũng như những gì đã làm được của Công ty trong quá khứ, chúng tôi cho rằng sử dụng một tỷ lệ chiết khấu 15% trên P/E và P/B ngành là hợp lý.

**Phương pháp định giá NAV**

	31/03/2010	Định giá lại
Hàng tồn kho	131.683	444.371
+ Nguyên liệu & vật liệu	251	251
+ Chi phí sản xuất kinh doanh dở dang	131.293	443.981
- DA khu đô thị Detaco	<b>129.874</b>	<b>442.562</b>
- Khác	1.419	1.419
+ Thành phẩm tồn kho	139	139
Tài sản ngắn hạn (- hàng tồn kho)	26.455	26.455
Tài sản dài hạn	54.338	54.338
<b>Tổng tài sản</b>	<b>212.476</b>	<b>525.164</b>
Nợ ngắn hạn	64.241	64.241
Nợ dài hạn	42.896	42.896
<b>Tổng nợ</b>	<b>107.137</b>	<b>107.137</b>
Tài sản ròng	105.339	418.027
<b>NAV trên mỗi cp</b>	<b>10.534</b>	<b>41.803</b>

**Ma trận định giá**

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
P/E	31.219	20%	6.244
P/BV	31.672	20%	6.334
NAV	41.803	60%	25.082
<b>Giá bình quân</b>		<b>100%</b>	<b>37.660</b>

**SƠ LƯỢC NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN**

Tốc độ đô thị hóa và sự gia tăng dân số nhanh chóng khiến cho cầu về nhà ở Việt Nam cũng đang tăng rất nhanh. Theo số liệu của Vietnam Report, năm 2010 dự kiến dân số ở khu vực thành thị khoảng 29,2 triệu người và cần khoảng 438 triệu m<sup>2</sup> nhà ở để đáp ứng nhu cầu nhà theo chuẩn diện tích nhà ở bình quân 15m<sup>2</sup>/người. Đến năm 2020 dự kiến dân số sống tại thành thị sẽ là 35,1 triệu người và sẽ cần 702 triệu m<sup>2</sup> nhà ở. Như vậy, giai đoạn từ 2010 đến 2020 Việt Nam sẽ cần có thêm 264 triệu m<sup>2</sup> nhà ở mới tại thành thị. Đây sẽ là căn cứ rất quan trọng cho các doanh nghiệp trong ngành tiếp tục mạnh dạn đầu tư vào các dự án địa ốc có tiềm năng vừa được sự khuyến khích của chính phủ vừa đảm bảo nguồn thu lợi nhuận cho công ty.

Phân khúc nhà ở giá trung bình và thấp vẫn được chọn lựa nhiều. Mặc dù nguồn cung được dự báo sẽ khá dồi dào trong các năm sắp tới, tuy nhiên các phân khúc nhà giá thấp và trung bình vẫn có khả năng thu hút được nhiều sự quan tâm do phù hợp túi tiền của số lượng đông người. Hơn nữa, 70% trên 80 triệu dân dưới 30 tuổi là lượng khách hàng dồi dào, lớp trẻ Việt Nam ngày càng có xu hướng thích sống riêng khi lập gia đình mới. Cho nên, thị trường căn hộ nói chung vẫn được đánh giá còn tiềm năng lớn.

Bên cạnh đó, sự hoàn thiện cơ sở hạ tầng sẽ khiến cho nhiều nhà đầu tư quan tâm đến bất động sản khu vực vùng ven, ngoại thành. Đồng Nai là một trong số đó, với quy hoạch vùng Tp. HCM (gồm Tp. HCM và bảy tỉnh lân cận là Bình Dương, Bình Phước, Tây Ninh Long An, Đồng Nai, Bà Rịa – Vũng Tàu, Tiền Giang) đến 2020 và tầm nhìn đến 2050, dự báo dân số Vùng vào 2020 khoảng 20 – 22 triệu người với tỷ lệ đô thị hóa 80%. Đến 2020, hai con số này là 30 triệu và 90%.

Nằm trong quy hoạch trên, Đồng Nai sẽ là cực đối trọng phía Đông Tp. HCM, được xác định là địa bàn quan trọng với diện tích đất tự nhiên 58.948 km<sup>2</sup>. Dân số hiện nay là 2,1 triệu người và đến 2020 dự báo khoảng 3,8 triệu người. Cả tỉnh hiện đang 257 dự án khu dân cư đang được quy hoạch tập trung. Như vậy, có thể nói tiềm năng của ngành BĐS tại khu vực này còn rất nhiều.

Tuy nhiên, ngành bất động sản vẫn còn một số khó khăn trước mắt. Thị trường nhà đất hiện nay vẫn đang trong giai đoạn trầm lắng và phát triển chưa thực sự ổn định. Những vấn đề như nhà đầu cơ thao túng đẩy giá cả lên cao, thủ tục hành chính rườm rà, phức tạp vẫn còn tồn tại và làm hạn chế những người có nhu cầu thực sự. Tuy vậy, nhìn tổng thể thị trường bất động sản Việt Nam hiện vẫn còn non trẻ và đang trong giai đoạn trưởng thành, cho nên những doanh nghiệp có năng lực thực sự và có chiến lược đúng đắn vẫn có khả năng tăng trưởng vì về dài hạn triển vọng phát triển của thị trường bất động sản là không thể phủ nhận.

**Bảng thống kê tóm tắt số liệu kinh doanh các doanh nghiệp tiêu biểu**

Đv: tỷ đồng

Mã CK	Market Cap 19/05/10 (tỷ VND)	DT 2009 (tỷ VND)	LNST 2009 (tỷ VND)	EPS 4 quý (VND/cp)	BV 31/03/09 (VND/cp)	Trailing P/E (x)	P/BV 31/03/09 (x)	Quý 1/2010			
								Doanh thu (tỷ VND)	%KH	LNST (tỷ VND)	%KH
SJS	7.900	1.100	730	8.635	19.868	9,1	4,0	81,0	3,50%	38,4	5,09%
DIG	6.200	1.631	607	5.897	22.523	10,5	2,8	135,6	6,78%	51,6	10,31%
NTL	2.640	1.374	408	23.961	16.850	3,4	4,8	27,2	1,65%	4,0	0,79%
TDH	1.894	482	280	7.824	32.753	6,4	1,5	58,6	9,30%	47,3	17,80%
HDG	2.025	758	181	9.405	31.431	10,6	3,2	130,3	16,92%	62,0	24,82%
KDH	1.710	123	44	1.379	23.990	37,3	2,1	84,2	13,95%	32,0	17,62%
SJS	7.900	1.100	730	8.635	19.868	9,1	4,0	81,0	3,50%	38,4	5,09%

Nguồn: Stox, VDSC

**PHỤ LỤC**

	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh (Đv: tỷ đồng)</b>			
Doanh thu	9	5	126
Lợi nhuận HĐKD	1	3	49
Lợi nhuận trước thuế	0	3	48
Lợi nhuận sau thuế	0	2	36
EBIT	0	3	47
EBITDA	-	4	48
<b>Bảng cân đối kế toán (Đv: tỷ đồng)</b>			
Tiền mặt	1	1	32
Tài sản ngắn hạn	79	156	131
Tài sản cố định	12	13	13
Tổng tài sản	103	209	214
Tổng nợ vay	13	30	55
Tổng nợ	63	106	94
Vốn chủ sở hữu	40	103	118
<b>Tốc độ tăng trưởng (%)</b>			
Doanh thu	-	-50%	2676%
Lợi nhuận trước thuế	-	25125%	1481%
Lợi nhuận sau thuế	-	24870%	1337%
Tổng tài sản	-	102%	3%
Vốn chủ sở hữu	-	156%	15%
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>			
Lợi nhuận gộp / Doanh thu	8,3%	86,5%	40,4%
Lợi nhuận trước thuế / Doanh thu	0,1%	66,7%	38,0%
Lợi nhuận sau thuế / Doanh thu	0,1%	55,1%	28,5%
ROA	0,0%	1,2%	16,7%
ROE	0,0%	2,4%	29,9%
<b>Hiệu quả hoạt động (lần)</b>			
Vòng quay Tổng tài sản	0,1	0,0	0,6
Vòng quay Vốn chủ sở hữu	0,2	0,0	1,0
Vòng quay các khoản phải thu	27,1	0,6	25,0
Vòng quay hàng tồn kho	0,1	0,0	0,7
Vòng quay các khoản phải trả	0,4	0,0	6,3
<b>Khả năng thanh toán (lần)</b>			
Khả năng thanh toán hiện hành	2,95	2,49	4,40
Khả năng thanh toán nhanh	0,20	0,36	1,37
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,02	0,17	0,86
<b>Cấu trúc vốn (%)</b>			
Tổng nợ/ Vốn chủ sở hữu	157,8%	103,7%	79,7%
Nợ vay / Tổng tài sản	13,0%	14,3%	25,7%
Tổng nợ / Tổng tài sản	61,2%	50,9%	44,0%

**LỊCH SỬ PHÂN TÍCH**

Ngày phát hành      Loại báo cáo      Khuyến nghị      Giá tại ngày phát hành      Giá định giá

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

**Các loại khuyến cáo**

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.
- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.
- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.
- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**Hệ thống mạng lưới****Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: [www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

**Chi nhánh Sài Gòn**

147-149 Võ Văn Tần – Quận 3 – TP.HCM

**Chi nhánh Đà Nẵng**

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

**Chi nhánh Hà Nội**

74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm – Hà Nội

**Chi nhánh Cần Thơ**

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

**Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

**TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ**

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VDSC tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VDSC thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. **Bản quyền thuộc VDSC, 2010.**