

**TỔNG CÔNG TY CỔ PHẦN PHÁT TRIỂN NHÀ THỦ ĐỨC
(MCK: TDH)****NHẬN XÉT ĐẦU TƯ**

Lợi thế của TDH là sở hữu nhiều dự án đã và đang hoàn thiện đem lại nguồn thu khá ổn định cho công ty trong tương lai.

Ngoài ra, công ty còn mở rộng hoạt động đầu tư ra nước ngoài thông qua hoạt động góp vốn thành lập công ty liên doanh ở Mỹ và Uzbekistan.

Dự kiến doanh thu và lợi nhuận trong năm 2010 ngoài các dự án hiện hữu còn có thêm dự án Trường Thọ, Phước Bình, chợ C

Chúng tôi xác định giá của TDH vào khoảng 55.000, khuyến nghị MUA đối với mã cổ phiếu này.

- Thuduc House là một trong những doanh nghiệp bất động sản có nhiều kinh nghiệm ở thị trường TP. HCM với quỹ đất tập trung chủ yếu ở quận Thủ Đức, quận 2, quận 9. Sở hữu nhiều dự án đã và đang trong giai đoạn hoàn thiện như Chung cư TDH- Trường Thọ, khách sạn La Sapinette, chợ C, dự án Bình Chiểu...kết hợp với tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình trên 25%, cơ cấu tài chính ít rủi ro khi vốn chủ chiếm ưu thế so với nguồn vốn vay, tạo nên lợi thế của TDH so với các doanh nghiệp cùng ngành.
- Ngoài các dự án đầu tư trong nước, TDH còn là doanh nghiệp tiên phong trong lĩnh vực hợp tác với các ngoài nước có kinh nghiệm trong lĩnh vực bất động sản như Daewon với số vốn góp hơn 40% trong công ty cổ phần liên doanh phát triển nhà Daewon – Thủ Đức nhằm thực hiện các dự án như Cantival An Phú, Cantival Premier, dự án Minh Khai – Hà Nội...Bên cạnh đó, công ty còn thực hiện mở rộng hoạt động đầu tư bất động sản sang thị trường nước ngoài như Mỹ và Uzbekistan..
- Ngoài doanh thu từ dự án Bình Chiểu, Bình An, An Phú, khu chợ B và C, TDH còn gia tăng doanh thu từ dự án TDH – Trường Thọ với giá bán trung bình khoảng 15 triệu/ m2 dự kiến đem lại khoản 225 tỷ đồng LNTT và một phần doanh thu từ dự án TDH Phước Bình, khu chợ C, Trung tâm thương mại Sapinatte Đà Lạt, dự kiến doanh thu trong năm 2010 của TDH vào khoản 709 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế đạt 290 tỷ đồng tương đương EPS đạt khoảng 7.650 đồng/CP, tương đương P/E forward đạt 6.14x. Mức giá kỳ vọng đạt 55.000 đồng/CP.
- Sử dụng các phương pháp định giá khác nhau chúng tôi xác định giá của TDH vào khoảng 55.000 đồng/cổ phiếu, mức giá này cao hơn 27% so với giá trên thị trường của TDH tại ngày 5/8/2010. Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với mã cổ phiếu này.

THÔNG TIN CƠ BẢN

THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

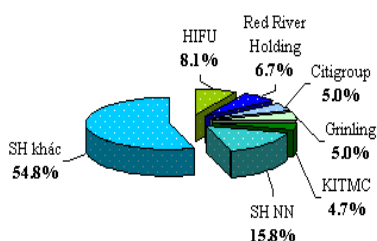
- Trụ sở chính: 384 Võ Văn Ngân, Quận Thủ Đức, Tp.HCM
- Điện thoại: (84.8) 896 6676
- Fax: (84.8) 896 1123
- Website: www.thuduchouse.com

CÁC MỐC PHÁT TRIỂN CHÍNH

- Thành lập năm 1990 với tên gọi Công ty quản lý và Phát triển nhà Thủ Đức.
- 1996: Đổi tên thành công ty phát triển nhà và khu công nghiệp Thủ Đức.
- 24/11/2000: chính thức thành lập công ty cổ phần phát triển nhà Thủ Đức (Thuduc House)
- 04/05/2001: Đại hội cổ đông chính thức thành lập công ty cổ phần phát triển nhà Thủ Đức
- 14/12/2006: Chính thức niêm yết chứng khoán trên HOSE, mã chứng khoán TDH.

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Nhà nước: 8.87%
 NĐT nước ngoài: 40.1%
 Sở hữu khác: 51.03%



Cổ đông lớn

Tên cổ đông	Số CP sở hữu (CP)	Tỷ lệ sở hữu (%)
HIFU	2.040.000	8.87%
Red River Holding	1.689.060	6.69%
Citigroup	1.191.973	4.97%
KITMC	1.183.153	4.69%
Grinling International Limited	1.142.562	4.97%

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Ngành nghề kinh doanh:

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

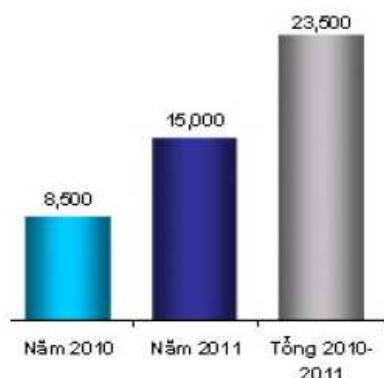
KẾT QUẢ KINH DOANH

DVT: triệu đồng

Báo cáo lãi lỗ (Triệu VND)	2007	2008	2009	Q1/2010
Doanh thu thuần	188,512	599,528	481,340	93,997
Lợi nhuận gộp	80,166	311,845	264,699	28,235
Lợi nhuận trước thuế	187,004	282,185	357,072	62,030
Lợi nhuận sau thuế	163,449	198,377	294,382	46,305
Cân đối kế toán (Triệu VND)				
Tài sản ngắn hạn	605,984	703,520	890,439	854,835
Tài sản dài hạn	503,899	729,461	943,005	953,548
Tổng tài sản	1,109,883	1,432,981	1,833,444	1,808,383
Nợ ngắn hạn	192,393	200,874	285,270	266,408
Nợ dài hạn	146,158	210,814	250,058	213,125
Vốn chủ sở hữu	755,811	1,001,009	1,247,654	1,271,059
Phân bổ thiếu số	15,522	20,283	50,462	57,791
Số cổ phiếu (triệu CP)	17,000	25,250	37,875	37,875
Các chỉ số tài chính				
Tăng trưởng				
Doanh thu thuần	33.6%	218.0%	-19.7%	-24.3%
Lợi nhuận gộp	81.4%	289.0%	-15.1%	-54.5%
LN trước thuế	101.5%	50.9%	26.5%	0.5%
Lợi nhuận ròng biến	104.7%	21.4%	48.4%	-8.4%
ROA	14.7%	13.8%	16.1%	2.6%
ROE	21.6%	19.8%	23.6%	3.6%
EPS	9,615	7,857	7,772	1,223
Tổng nợ /Vốn chủ sở hữu	46.85%	43.15%	46.95%	42.27%

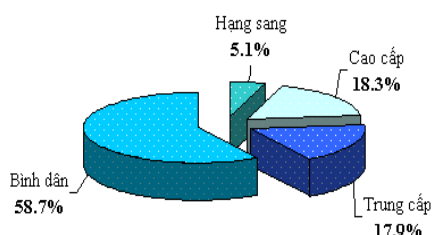
TIỀM NĂNG PHÁT TRIỂN NGÀNH

Cung căn hộ tại thị trường TP HCM ước tính 2010 – 2011



Nguồn: VietRees

Cơ cấu căn hộ chào bán 2009



Nguồn: CBRE

Kết quả khảo sát của PWC về thị trường bất động sản tại TP HCM

	Prospects	Rating	Ranking
Investment Prospects	Fair	5.24	13th
Development Prospects	Fair	5.49	3rd

Investment Recommendation of Survey Respondents		
	Buy	Hold
Office	32.9%	45.7%
Retail	41.8%	44.8%
Industrial/Distribution	36.7%	41.7%
Hotels	33.3%	49.1%
Apartment Residential (Rental)	36.2%	44.8%

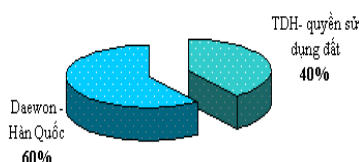
Nguồn: Báo cáo PWC

- Theo quyết định phê duyệt định hướng phát triển nhà ở đến hết năm 2020 của Thủ tướng chính phủ, diện tích nhà bình quân đầu người phải đạt 15m² sàn vào năm 2010 và 20 m² sàn vào năm 2020, chất lượng nhà phải đạt tiêu chuẩn quốc gia. Giai đoạn từ 2010 đến 2020 chúng ta cần có thêm 364 triệu m² nhà ở mới tại thành thị và 304,6 triệu m2 nhà ở tại khu vực nông thôn. Chính căn cứ quan trọng này tạo điều kiện cho thị trường bất động sản trong nước phát triển và thu hút thêm sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài. Bên cạnh đó, theo Theo thống kê CBRE, trong năm 2012 thành phố Hồ Chí Minh cần 450.000 căn hộ để đáp ứng nhu cầu. Tuy nhiên, chỉ có khoảng 60.000 căn hộ được hoàn thành trong năm 2012. Do đó, thị trường nhà ở vẫn là một tiềm năng lớn cho các doanh nghiệp bất động sản.
- Theo dự báo của VietRees, sự gia tăng nguồn cung trong năm 2010 sẽ tạo sự cạnh tranh về giá, chất lượng và thương hiệu. Vì thế, phân khúc cao cấp sẽ ít có sự thay đổi về giá bán, cũng như ở phân khúc có giá trung bình và thấp cũng không tăng mạnh, nhưng tính thanh khoản được đẩy cao hơn. Theo thống kê, tổng cầu về căn hộ tại TP HCM trong giai đoạn 2010 – 2011 vào khoảng 75.000 căn, trong khi tổng cung chỉ vào khoảng 23.500 căn. Mức giá có khả năng thanh toán trong giai đoạn này vào khoảng 14,6 triệu đồng – 17,4 triệu đồng/m2.
- Bên cạnh đó, theo PriceWaterHousesCoopers trong báo cáo về “Xu hướng mới nổi trong thị trường bất động sản tại khu vực Châu Á Thái Bình Dương trong năm 2010” xếp loại Thành phố Hồ Chí Minh là một trong những thị trường bất động sản hấp dẫn nhất khu vực Châu Á chỉ đứng sau Thượng Hải và Mumbai. Thành phố được xem là có tiềm năng cao thứ nhì ở 2 trong 5 hạng mục phát triển: bất động sản để bán lẻ và làm khách sạn. Xét về bất động sản phục vụ ngành công nghiệp/phân phối hàng hóa, thành phố Hồ Chí Minh đứng thứ 4, ở hạng hạng mục bất động sản làm văn phòng đứng thứ 6 và hạng mục căn hộ chung cư (cho thuê) đứng thứ 7. Đây được xem là thị trường tiềm năng cho các doanh nghiệp bất động sản trong nước khai thác.

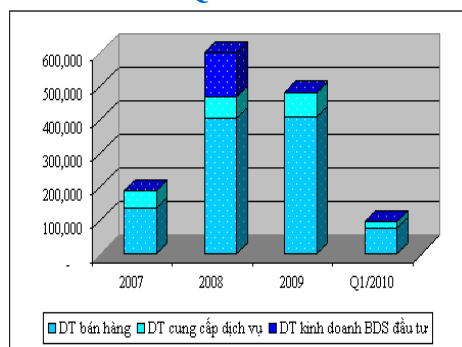
Dự án TDH- Trường Thọ



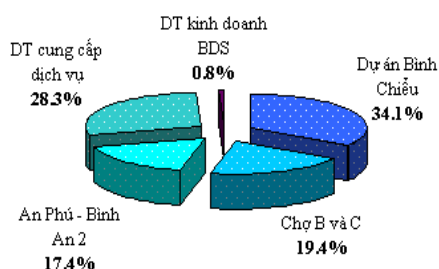
Cơ cấu vốn góp trong công ty cổ phần phát triển nhà Daewon – Thủ Đức



Doanh thu TDH qua các năm 2007-Q1/2010



Cơ cấu doanh thu trong Q1/2010



VỊ THẾ CÔNG TY TRONG NGÀNH

- Sau 19 năm hoạt động, với các dự án chủ yếu tập trung ở quận Thủ Đức, quận 2 và quận 9, công ty tạo được một thương hiệu vững chắc trên thị trường bất động sản ở thành phố Hồ Chí Minh với lợi thế về giá đất đầu tư khá thấp và đội ngũ quản lý giàu kinh nghiệm giúp công ty có hiệu quả hoạt động khá tốt so với các doanh nghiệp cùng ngành.
- Là công ty đi đầu trong việc hợp tác đầu tư liên doanh với doanh nghiệp nước ngoài có kinh nghiệm trong việc xây dựng các chung cư cao cấp, trong đó điển hình là dự án Cantavil hợp tác giữa TDH và Daewon của Hàn Quốc với căn hộ 16 tầng và trung tâm thương mại 30 tầng.
- Trong năm 2009, TDH là một trong những doanh nghiệp đầu tiên thực hiện liên doanh thành lập công ty Thuduchouse Property Ventures với số vốn góp 26,6 tỷ đồng đầu tư vào thị trường bất động sản Mỹ.
- Ngoài ra trong tháng 7/2010 công ty vừa thông qua việc tiến hành triển khai đầu tư kinh doanh bất động sản ở Uzbekistan với tổng vốn góp 32.5 tỷ đồng, chiếm 40% tổng giá trị vốn góp.

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

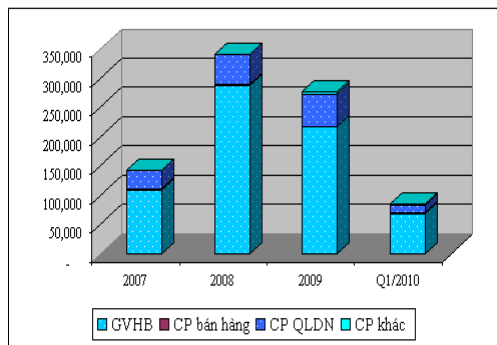
- Doanh thu tăng trưởng ổn định qua các năm chủ yếu từ bán các dự án bất động sản:**

Lợi thế về quỹ đất giá thấp thuộc khu vực ngoại thành, TDH tập trung chủ yếu vào phân khúc thu nhập trung bình, bên cạnh việc mở rộng hợp tác kinh doanh với liên doanh Daewon trong các dự án cao cấp đã đem lại cho TDH nguồn doanh thu tương đối ổn định qua các năm với tốc độ tăng trưởng CAGR đạt 18.5%.

Doanh thu chủ yếu của TDH là doanh thu bán hàng từ các dự án, chiếm hơn 80% tổng doanh thu. Trong năm 2009, doanh thu từ bán hàng của công ty đạt 407 tỷ đồng chiếm 84.71% tổng doanh thu trong đó doanh thu từ dự án Bình Chiểu, Bình An 2, chung cư Trường Thọ và khu chợ B. Đồng thời trong quý 1/2010 doanh thu từ dự án Bình Chiểu đem lại là 22.27 tỷ đồng, doanh thu từ việc cho thuê ô vữa ở khu chợ B và C là 12.7 tỷ đồng, doanh thu từ dự án An Bình và An Phú 2 là 11.4 tỷ đồng.

Ngoài ra, trong năm 2010 dự kiến các dự án của công ty tiếp tục đem lại nguồn thu ổn định cho công ty như dự án chung cư Trường Thọ, Phước Long, Phước Bình, dự án khu chợ C, Trung tâm thương mại Sapinatte Đà Lạt.

Cơ cấu chi phí qua các năm 2007 – Q1/2010



- Chi phí giảm dần qua các năm, trong đó chủ yếu là giá vốn hàng bán chiếm hơn 80%

Giá vốn hàng bán giảm dần qua các năm: Khả năng kiểm soát chi phí của công ty khá tốt. Giá vốn hàng bán/ DTT giảm đều qua các năm từ mức 67.87% trong năm 2006 xuống mức 45.01% trong năm 2009, nhờ tận dụng được quỹ đất giá thấp từ những năm trước, đồng thời được giá nguyên vật liệu đầu vào cũng có xu hướng giảm dần. Trong đó giá vốn thành phẩm và hàng hoá đã bán chiếm 72% tổng giá vốn hàng bán chủ yếu từ xây dựng các dự án.

Chi phí quản lý giảm mạnh qua các năm: chi phí quản lý doanh nghiệp diễn biến khá tích cực qua các năm khi giảm dần từ mức chiếm hơn 22.8% tổng chi phí trong năm 2007 xuống còn 20.5% trong năm 2009.

Khoản hoà nhập dự phòng đầu tư tài chính góp phần đáng kể làm giảm chi phí từ hoạt động tài chính: Thị trường chứng khoán phục hồi trở lại trong năm 2009 giúp TDH hoà nhập hơn 9.1 tỷ đồng từ các khoản đầu tư vào STB, EIB, CII, HCM, PRUBF1....

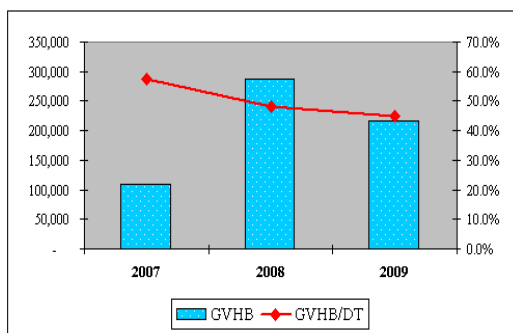
- Tăng trưởng lợi nhuận CAGR 2006-2009 đạt 64.2%:** TDH duy trì được tốc độ tăng trưởng lợi nhuận khá cao và ổn định với mức tăng trưởng trung bình hàng năm đạt hơn 20% (2006-2009).

Trong năm 2009 lợi nhuận tăng mạnh so với 2008 chủ yếu là do doanh thu từ hoạt động tài chính sau khi thị trường chứng khoán phục hồi, TDH bán đi một phần danh mục đầu tư thu được khoản tiền lãi hơn 48 tỷ đồng, bên cạnh khoản lãi vay và cổ tức tương đối ổn định với hơn 28 tỷ đồng tiền lãi đem lại. Ngoài ra, trong năm 2009 qua việc đánh giá lại giá trị quyền sử dụng đất cũng đem lại cho công ty khoản thu nhập hơn 36 tỷ đồng.

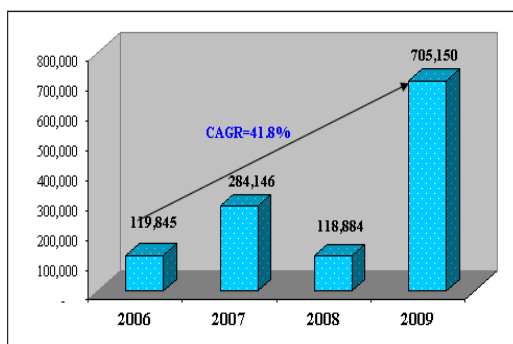
Năm 2010, khoản thu nhập từ hoạt động tài chính sẽ không còn nhiều thuận lợi như năm 2009 khi thị trường chứng khoán không giao động mạnh. Bên cạnh đó, chi phí tài chính của công ty sẽ gia tăng sau khi công ty phát hành 600 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi trong vòng 3 năm với lãi suất là 7%/ năm. Đồng thời, công ty cũng hết được ưu đãi về thuế 30%, do đó lợi nhuận sau thuế dự kiến đạt 262 tỷ đồng.

- Tỷ suất sinh lợi:** Các tỷ số sinh lợi của TDH đều đạt mức cao hơn so với các doanh nghiệp trong ngành cho thấy hiệu quả hoạt động của TDH là khá tốt đặc biệt là lĩnh vực kinh doanh bất động sản với lợi thế về quỹ đất giá thấp tập trung ở khu vực quận 2, quận 9 và quận Thủ Đức, được xem là một trong những khu vực tiềm năng trong tương lai khi hệ thống giao thông được cải thiện.

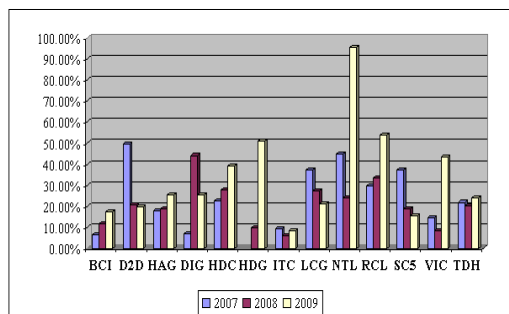
Giá vốn hàng bán qua các năm 2007-2009



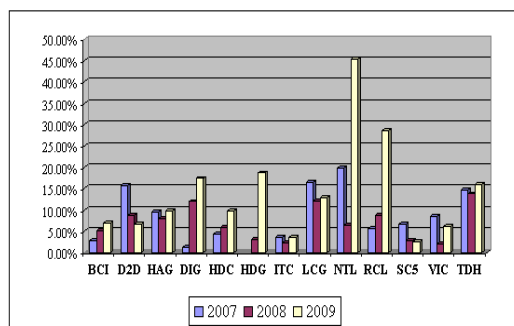
LNST qua các năm 2006-2009



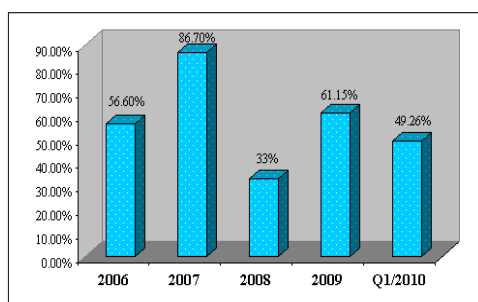
ROE của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết 2007-2009



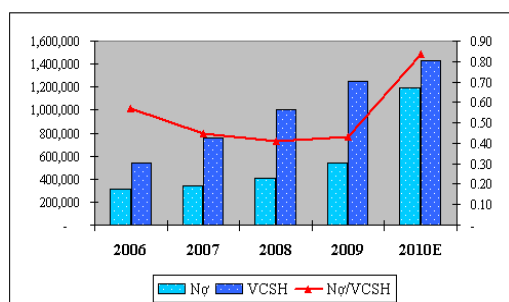
ROA của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết 2007-2009



Lợi nhuận biên (profit margin) qua các năm 2006- Q1/2010



Cơ cấu nguồn vốn qua các năm 2006-2010E



Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ (ROE) cao hơn so với mức trung bình ngành:

So với các doanh nghiệp có nguồn vốn trung bình thì TDH là một trong những doanh nghiệp sử dụng hiệu quả nguồn vốn chủ sau các doanh nghiệp hàng đầu như DIG, HAG, DHG. Ngoài nguồn thu ổn định từ các dự án đã và đang triển khai, TDH còn có các khoản thu từ đầu tư tài chính và góp vốn vào các doanh nghiệp cũng đem lại khoản lợi nhuận khác cho công ty ngoài hoạt động truyền thống. Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu trung bình qua các năm đạt trên 21.97% - cao hơn so với mức trung bình ngành 20.1%, cho thấy việc sử dụng nguồn vốn của TDH khá hiệu quả mặc dù thị trường bất động sản vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi.

Tỷ suất sinh lợi trên tổng tài sản (ROA) trung bình đạt 14.87%:

TDH là một trong những doanh nghiệp có tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ cao nhất trong các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành sau DIG, NTL, HDG. Với nguồn vốn chủ chiếm ưu thế hơn so với nguồn vốn vay là một lợi thế của TDH so với các doanh nghiệp trong ngành.

Lợi nhuận ròng biên (profit margin) duy trì mức cao với mức trung bình trên 33%:

TDH duy trì tỷ lệ lợi nhuận ròng biên ở mức khá cao, trung bình hơn 33% qua các năm, chủ yếu do các nguồn thu ổn định từ các dự án với quỹ đất giá thấp tạo nên nguồn thu ổn định. Bên cạnh hoạt động đầu tư tài chính và tham gia góp vốn vào các công ty con cũng giúp TDH đạt được mức lợi nhuận ròng biên ở mức khá cao so với các doanh nghiệp trong ngành. Đặc biệt trong năm 2009, lợi nhuận biên đạt 61.2% trong đó lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh đạt 58.5%, lợi nhuận từ đầu tư tài chính đạt 29.3% và lợi nhuận bất thường đạt 12%.

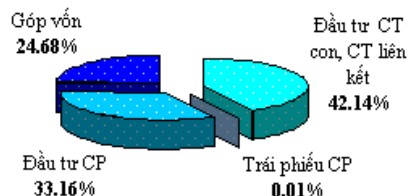
Cơ cấu nguồn vốn:

Trong giai đoạn 2006-2009, công ty duy trì cơ cấu vốn khá ổn định trong đó tăng dần nguồn vốn chủ và giảm vốn vay. Tỷ lệ vốn vay/ VCSH giảm dần qua các năm từ mức 0.57% trong năm 2006 xuống còn mức 0.43 trong năm 2009, làm giảm đi rủi ro trong việc sử dụng đòn bẩy tài chính. Trong cơ cấu vốn chủ sở hữu có hơn 30% nguồn thặng dư vốn từ các đợt phát hành trước, do đó công ty có thể tận dụng nguồn vốn này để tài trợ cho các dự án mới nếu có phương án sử dụng nguồn vốn hiệu quả được đại hội cổ đông thông qua.

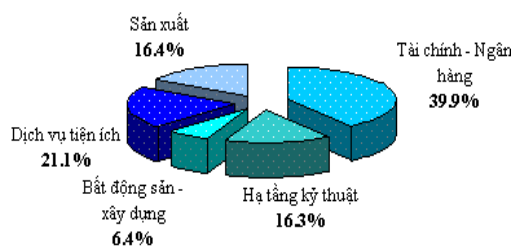
Tuy nhiên, trong năm 2010 cùng với việc triển khai tiếp tục 6 dự án: Dự án khu tái định cư Bình Khánh, dự án căn hộ chung cư Cantivil Thủ Thiêm, dự án chung cư TDH- Phước Long, TDH- Phước Bình, dự án chung cư Phúc Thịnh Đức và dự án Phố Minh Khai- Hà Nội, đòi hỏi cần thêm nguồn vốn hơn 600 tỷ đồng. Do đó, trong năm này công ty sẽ phát hành trái phiếu chuyển đổi để đủ nguồn vốn tài trợ cho các dự án này, vì vậy cơ cấu nguồn vốn trong năm 2010 sẽ có sự dịch chuyển khá mạnh với tỷ lệ vốn vay/ VCSH dự kiến là 0.84.

ĐẦU TƯ TÀI CHÍNH

Cơ cấu đầu tư tài chính của TDH trong năm 2009



Cơ cấu đầu tư cổ phiếu của TDH



Danh mục đầu tư chứng khoán niêm yết của TDH (Q1/2010)

MCK	Số lượng nắm giữ	Giá mua (đồng/CP)	Tổng giá trị đầu tư (tr.đồng)
CII	962,181	10,546	10,147
HCM	479,035	20,393	8,769
PRUBF1	1,250,000	10,300	12,875
PVI	81,000	102,500	8,310
NNC	75,222	13,534	1,018
SC5	71,724	131,671	9,443

Đầu tư tài chính dài hạn chiếm 35% tổng tài sản của công ty, trong đó đầu tư vào cổ phiếu OTC chiếm 33.16% tổng giá trị đầu tư tài chính với giá mua chủ yếu bằng mệnh giá dưới hình thức cổ đông chiến lược, trong đó khoản đầu tư vào Ngân hàng thương mại cổ phần Phương Đông, Tổng công ty cổ phần Phong Phú, công ty xây dựng 135, công ty cổ phần B.O.O nhà máy nước Thủ Đức, là những khoản đầu tư lớn chiếm 35% tổng giá trị đầu tư trong năm 2009.

Trong danh mục đầu tư vào cổ phiếu niêm yết, TDH đã thực hiện đầu tư 641.454 cổ phiếu CII với giá vốn 15.820 đồng/CP; 803.445 cổ phiếu HCM giá vốn 25.594 đồng/CP, 37.611 cổ phiếu của NNC với giá 27.000 đồng/CP. Nếu hiện thực hoá lợi nhuận có thể thu được hơn 40 tỷ đồng lợi nhuận.

Tuy nhiên, trong danh mục đầu tư của TDH phải trích lập dự phòng đầu tư dài hạn chứng khoán niêm yết đối với các khoản đầu tư vào 1.250.000 chứng chỉ PRUBF1 giá 10.300 đồng/CCQ, 81.000 cổ phiếu PVI giá vốn 102.500 đồng/CP và 71.724 cổ phiếu SC5 với giá mua là 131.654. Nếu so với mức giá hiện tại công ty phải trích lập khoản hơn 17 tỷ đồng đối với khoản đầu tư này.

Bên cạnh danh mục đầu tư cổ phiếu, công ty còn thực hiện góp vốn vào công ty liên doanh, liên kết chiếm 42.14% tổng giá trị đầu tư tài chính dài hạn. Các công ty liên doanh, liên kết thuộc lĩnh vực bất động sản trong đó TDH góp 40% tổng vốn trong liên doanh Daewon- TDH bằng quyền sử dụng đất, góp 100 tỷ đồng vào công ty Phong Phú, 55 tỷ đồng vào liên doanh TDH Property Ventures đầu tư vào thị trường bất động sản ở Mỹ. Ngoài ra, TDH còn đầu tư mở rộng sang lĩnh vực tài chính với khoản đầu tư hơn 26 tỷ vào công ty chứng khoán Sen Vàng.

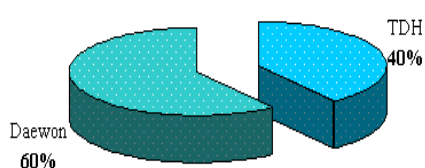
Ngoài ra, công ty còn thực hiện góp vốn vào một số công ty cùng ngành bất động sản như khu công nghiệp Đồng Mai, khu tái định cư Tam Tân – Củ Chi, khu dân cư Bến Lức- Long An, với tổng số vốn góp chiếm 24.68% tổng giá trị đầu tư dài hạn của công ty.

Tóm lại, với các khoản đầu tư góp vốn và đầu tư dưới hình thức cổ đông chiến lược vào các công ty cùng ngành, TDH tăng cường năng lực của công ty trong lĩnh vực bất động sản cả trong và ngoài nước. Việc thực hiện liên doanh với đối tác Daewon giúp công ty nâng cao kinh nghiệm trong lĩnh vực quản lý cũng như tiếp cận một phần phân khúc thị trường bất động sản cao cấp. Tuy nhiên, rủi ro trong các khoản đầu tư chứng khoán niêm yết một phần được hạn chế khi 58% tổng giá trị đầu tư vào những cổ phiếu có giá khá thấp.

DỰ ÁN BẤT ĐỘNG SẢN

Hiện tại công ty đang có 7 dự án đang triển khai tập trung chủ yếu ở khu vực thành phố Hồ Chí Minh. Trong đó dự án chung cư TDH- Trường Thọ dự kiến sẽ bàn giao nhà cho khách hàng vào quý 2/2010, với mức giá bán 15 triệu đồng/m², dự kiến doanh thu của dự án này là 550 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 225 tỷ đồng. Ngoài ra, dự án khu chợ C đã được đưa vào khai thác trong quý 1/2010 với doanh thu đem lại khoảng hơn 3 tỷ đồng.

Cơ cấu đầu tư dự án Cantavil Premier



Bên cạnh đó, TDH còn đang triển khai 2 dự án chung cư với 100% vốn góp là dự án chung cư TDH- Phước Long và TDH- Phước Bình, trong đó công ty huy động nguồn vốn vay từ việc phát hành trái phiếu chuyển đổi để tài trợ cho 2 dự án này là 200 tỷ đồng.

TDH còn cùng với đối tác Daewon thực hiện 2 dự án chung cư cao cấp là Cantavil Premier và Centum Wealth. Trong đó, dự án Cantavil Premier bao gồm 184 căn hộ cao cấp và 16 penthouse với tổng vốn đầu tư 60 triệu USD với phần vốn góp của TDH là 40%, dự án sẽ khởi công phần móng vào quý 2/2010. Dự án Centum Wealth dự kiến bao gồm 500 căn hộ cao cấp với tổng vốn đầu tư 500 tỷ đồng trong đó phần vốn góp của TDH chiếm 51%, dự kiến thời gian xây dựng từ 2009- 2011.

Dự án chung cư TDH- Phước Bình



Ngoài các dự án ở TP. Hồ Chí Minh công ty còn mở rộng hoạt động đầu tư ra các khu vực khác trong có có 2 dự án ở Hà Nội là dự án phức hợp 378 Minh Khai với phần vốn góp 14% và dự án khu công nghiệp Đồng Mai với giá trị phần vốn góp 250 tỷ đồng. Bên cạnh 2 dự án ở TP Huế là cao ốc phức hợp Lăng Cổ Huế và khu resort La Sapinette Huế, hầu hết đều trong giai đoạn đền bù.

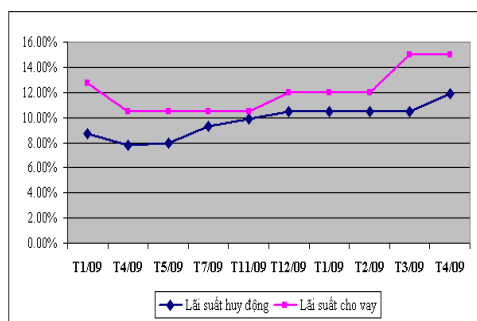
Các dự án đang triển khai của TDH

Dự án	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	% vốn góp	Diện tích (m ²)	Số căn hộ/ô vựa
Chung cư TDH - Trường Thọ	314 tỷ đồng	100%	6,994	262 căn hộ
Dự án Cantavil Premier	60 triệu USD	40%	11,170	184 căn hộ và 15 penthouse
Chợ C	30 tỷ đồng	100%	6,278	70 ô vựa
Chung cư TDH - Phước Bình	101.3 tỷ đồng	100%	2,314	86 căn hộ
Chung cư TDH - Phước Long	146 tỷ đồng	100%	3,573	
CC cao cấp Centum Wealth	60 triệu USD	51%	11,582	343 căn hộ
Chung cư TDH Bình Chiểu	422 tỷ đồng	51%	10,502	

Các dự án sắp triển khai của TDH

Dự án	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	% vốn góp	Diện tích (m2)
Dự án phức hợp tại 378 Minh Khai- Hà Nội	39.4 triệu USD	14%	28,726
Khu công nghiệp Đồng Mai- Hà Nội	1.265 tỷ đồng	20%	2,250,000
Khu nhà ở và TTTM Phước Long B	1.000 tỷ đồng	50%	37,140
Cao ốc phức hợp Lăng Cô Huế	150 triệu USD	100%	137,840
Dự án khu dân cư Bến Lức - Long An	234,4 tỷ đồng	49%	267,000
Dự án khu tái định cư Tam Tân - Củ Chi	1.012 tỷ đồng	40%	200,000
Dự án chung cư Phước Long A	105 tỷ đồng	70%	14,680
ĐA khu resort La Sapinette Huế	159 tỷ đồng		50,000
ĐA Bình Khánh - Thủ Thiêm			384,000

Biến động lãi suất



Nguồn: Tổng hợp DVSC

Diễn biến VN- index từ 2008-15/7/2010

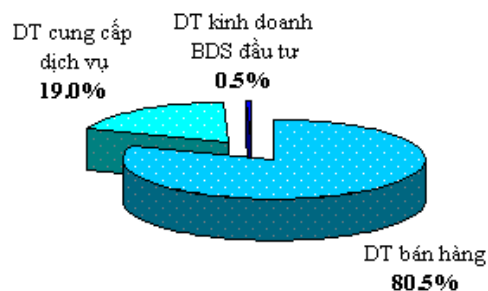


RỦI RO ĐẦU TƯ

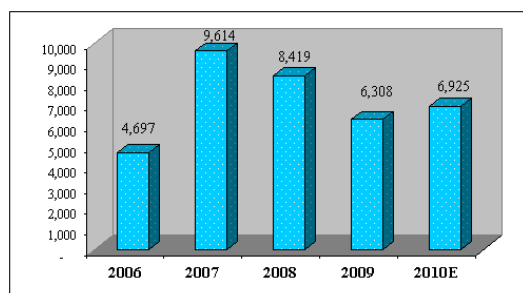
- Rủi ro chính sách:** với việc đánh thuế thu nhập trong việc chuyển nhượng bất động sản với thuế suất 20% làm cho giao dịch trên thị trường bất động sản đặt biệt là phân khúc căn hộ chung cư trở nên khó khăn.
- Rủi ro mang tính chu kỳ:** lĩnh vực kinh doanh bất động sản có mối quan hệ mật thiết với chu kỳ phát triển của nền kinh tế. Do đó, sức khỏe của nền kinh tế sẽ ảnh hưởng mạnh mẽ đối với sự phát triển của ngành.
- Rủi ro biến động thị trường tài chính:** Với danh mục đầu tư tài chính vào cổ phiếu chiếm hơn 33% tổng nguồn vốn đầu tư tài chính dài hạn nên rủi ro khi thị trường chứng khoán biến động có thể ảnh hưởng đến danh mục đầu tư của TDH. Tuy nhiên, rủi ro được hạ chế một phần khi phần lớn các khoản đầu tư chủ yếu dưới dạng cổ đông chiến lược được mua với giá ưu đãi.
- Rủi ro về quỹ đất:** Hiện tại, quỹ đất giá rẻ của công ty ở TP Hồ Chí Minh không còn nhiều sau khi đưa vào khai thác các dự án chung cư, đây là khó khăn cho TDH trong dài hạn khi muốn triển khai các dự án. Hiện tại, để giảm rủi ro này công ty đã mở rộng dần hoạt động sang các thành phố vệ tinh như Long An, đồng thời mở rộng hoạt động đầu tư bên ngoài TP HCM như Hà Nội, Huế, Đà Lạt.

DỰ BÁO 2010

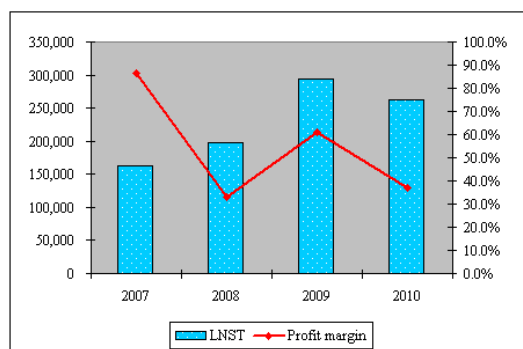
Cơ cấu doanh thu dự kiến 2010



EPS của TDH qua các năm 2006- 2010E



Lợi nhuận sau thuế qua các năm 2007- 2010E



- Doanh thu:** Theo thông tin từ TDH cho biết doanh thu dự kiến trong năm 2010 đạt khoảng 709 tỷ đồng. Trong đó doanh thu bán hàng từ các dự án TDH Trường Thọ, chợ B và C, dự án An Phú và Bình An dự kiến vào khoản 570 tỷ đồng, doanh thu cung cấp dịch vụ đạt 135 tỷ và 3 tỷ từ hoạt động đầu tư bất động sản.
- Giá vốn hàng bán:** tỷ lệ GVHB/DTT duy trì ở mức 50.16% không biến động nhiều so với năm 2009 do giá nguyên vật liệu đầu vào khá ổn định. Dự kiến giá vốn hàng bán vào khoản 329 tỷ đồng.
- Doanh thu từ hoạt động tài chính:** Lợi nhuận từ khoản tiền gửi ngân hàng và cho vay dự kiến đem lại khoản 14 tỷ doanh thu. Bên cạnh đó, công ty còn nhận được khoản tiền cổ tức khá ổn định từ khoản đầu tư tài chính vào khoản 15 tỷ đồng. Do đó, doanh thu từ hoạt động tài chính trong năm 2010 dự kiến khoảng 110 tỷ đồng.
- Chi phí hoạt động tài chính:** Chúng tôi cho rằng thị trường chứng khoán trong năm 2010 sẽ không còn nhiều thuận lợi so với năm 2009, do đó khoản đầu tư của TDH vào PVI, PRUBF1 và SC5 sẽ phải trích lập dự phòng vào khoản hơn 17 tỷ đồng. Bên cạnh đó, với việc phát hành 600 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi với lãi suất 7%/ năm làm chi phí lãi vay của TDH phải trả trong năm 2010 vào khoản 48 tỷ đồng.
- Thuế thu nhập doanh nghiệp:** Không còn thuận lợi trong việc miễn giảm 30% thuế thu nhập doanh nghiệp như trong năm 2009, nên mức thuế suất thuế TNDN của TDH trong năm 2010 sẽ là 25%.
- Lợi nhuận sau thuế:** Dựa vào mô hình phân tích của DVSC chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế của TDH vào khoản 262 tỷ đồng cao hơn 16% so với kế hoạch của công ty. EPS dự kiến đạt khoản 6.925 đồng/CP.

ĐỊNH GIÁ

• Phương pháp DCF:

Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng doanh thu dựa trên tính khả thi của các dự án.

Giai đoạn 2011-2013: Với việc đưa vào khai thác 2 dự án chung cư Phước Long, Phước Bình và 2 dự án liên doanh là Cantavil Premier và Centum Wealth, chúng tôi dự kiến doanh thu của TDH trong giai đoạn này tăng trưởng trung bình 15%.

Trong năm 2014: Tốc độ tăng trưởng doanh thu chậm lại sau khi các dự án chính của công ty đã đi vào khai thác và chỉ còn lại phần liên doanh và góp vốn, với tốc độ tăng trưởng doanh thu dự kiến vào khoảng 10%.

Tốc độ tăng trưởng dài hạn: 6.5%

Cơ cấu nguồn vốn: Cơ cấu nguồn vốn có nhiều thay đổi trong 3 năm 2010-2012 sau khi công ty phát hành trái phiếu chuyển đổi. Trong năm 2010, với việc huy động 600 tỷ đồng từ trái phiếu chuyển đổi thì cơ cấu nợ/ VCSH vào khoảng 0.84%. Lượng trái phiếu này sẽ được chuyển đổi 50% trong năm 2011 và 50% trong năm 2012, do đó cơ cấu nợ/VCSH trong 2 năm này sẽ giảm dần 80% và 77%.

Thuế suất: Thuế TNDN duy trì mức 25% qua các năm.

WACC: 15.15%

Bằng phương pháp định giá FCFE, chúng tôi xác định giá kỳ vọng của TDH ở mức 53.000 đồng/CP.

• Phương pháp so sánh (P/E, P/B):

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành bất động sản đang niêm yết dựa trên tương quan về vốn điều lệ. P/E trung bình ngành là 12x. P/B trung bình ngành là 1.5x.

EPS dự báo 2010 là 6.925 đồng/CP.

Book value 2010 là 37.654 đồng/CP.

Mức giá kỳ vọng theo phương pháp P/E là 55.402 đồng/CP.

Mức giá kỳ vọng theo phương pháp P/B vào khoảng 56.481 đồng/CP.

• Ma trận định giá:

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân giá quyền
FCFF	53,084	30%	15,925
FCFE	56,146	20%	11,229
P/E	55,402	25%	13,850
P/BV	56,481	25%	14,120
Giá bình quân		100%	55,125

P/E, P/B các doanh nghiệp ngành bất động sản niêm yết

Công ty	VDL	EPS	Book value	P/E	P/B
BCI	542,000	3,825	21,940	15.03	2.62
ASM	99,126	6,100	33,330	8.69	1.59
D2D	107,000	5,030	27,340	10.64	1.96
DLG	291,000	1,090	11,690	22.94	2.14
HAG	2,925,206	5,420	17,590	14.39	4.43
DIG	1,000,000	7,080	22,080	8.62	2.76
DXG	156,000	6,260	13,780	6.42	2.92
HDC	154,757	6,940	16,930	7.56	3.10
HDG	202,500	12,630	23,450	7.76	4.18
ITC	230,289	1,660	26,530	18.80	1.18
KDH	332,000	2,400	23,990	20.83	2.08
LCG	375,000	7,410	27,800	5.25	1.40
LGL	140,000	5,130	15,370	6.63	2.21
LHG	200,000	8,010	22,050	6.87	2.49
NTL	328,000	12,000	17,090	6.50	4.56
NVN	106,568	3,090	17,250	11.91	2.13
RCL	29,999	18,480	36,790	4.65	2.34
SCS	103,200	3,640	21,300	16.35	2.79
TKC	91,233	2,660	13,410	10.75	2.13
TIX	120,000	4,270	35,360	13.58	1.64
UDC	350,000	410	10,340	56.10	2.22
UIC	80,000	2,070	16,600	15.02	1.87
VIC	31,963	2,890	6,990	24.05	9.94
VNI	104,598	50	10,700	514.00	2.40
VPH	277,150	4,520	17,240	8.63	2.26
Trung bình	8,377,589			12.1	1.5

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 2010-2014

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (triệu đồng)	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	1,414,689	1,368,070	1,334,919	1,524,083	1,522,468
Tài sản cố định và đầu tư dài hạn	1,221,163	1,506,521	1,799,391	1,325,304	1,729,193
Tổng tài sản	2,635,853	2,874,591	3,134,311	2,849,387	3,251,662
Tổng nợ	1,193,580	1,279,382	1,360,510	843,166	940,054
Vốn chủ sở hữu	1,426,134	1,587,041	1,764,408	1,995,889	2,300,242
KẾT QUẢ KINH DOANH (triệu đồng)					
Doanh thu thuần	707,570	849,084	976,446	1,074,091	1,181,500
Lợi nhuận thuần từ Hoạt động kinh doanh	297,006	330,514	409,869	418,100	495,941
Lợi nhuận trước thuế	358,797	408,785	507,126	586,229	689,305
Lợi nhuận sau thuế	262,292	398,422	370,952	429,340	505,614
TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG					
Doanh thu	47.00%	20.00%	15.00%	10.00%	10.00%
Lợi nhuận sau thuế	-10.90%	32.50%	24.30%	15.74%	17.77%
Tăng trưởng tổng tài sản	43.77%	9.06%	9.04%	-9.09%	14.12%
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu	14.31%	11.28%	11.18%	13.12%	15.25%
KHẢ NĂNG THANH TOÁN					
Khả năng thanh toán hiện hành	4.26	3.43	2.91	3.02	2.74
Khả năng thanh toán nhanh	2.50	1.68	1.16	1.27	0.99
HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG					
Vòng quay các khoản phải thu	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
Vòng quay hàng tồn kho	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Vòng quay các khoản phải trả	11.5	13.4	13.1	12.9	12.9
KHẢ NĂNG SINH LỢI					
Lợi nhuận gộp / doanh thu	53.50%	53.50%	53.50%	53.50%	53.50%
Lợi nhuận sau thuế / doanh thu	37.07%	35.15%	37.99%	39.97%	42.79%
Lợi nhuận sau thuế trên tài sản	9.95%	10.38%	11.84%	15.07%	15.55%
Lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu	19.62%	19.81%	22.14%	22.84%	23.54%
CẤU TRÚC TÀI CHÍNH					
Tổng nợ / Tổng tài sản	0.45	0.45	0.43	0.30	0.29
Nợ vay/ vốn chủ sở hữu	0.61	0.56	0.52	0.18	0.17

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này được thực hiện với mục đích duy nhất là cung cấp thông tin tham khảo cho các nhà đầu tư, bản báo cáo này thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành và không nhất thiết đại diện cho quan điểm của DVSC, chúng tôi có quyền thay đổi một phần hay toàn bộ nội dung của bản báo cáo này mà không cần phải báo trước. Tất cả những thông tin trong bản báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau mà chúng tôi cho là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của tất cả các thông tin này. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này chỉ nên xem như một nguồn để tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi tuyệt đối không chịu bất kỳ trách nhiệm nào liên quan đến việc sử dụng một phần hay toàn bộ báo cáo này để kinh doanh.

Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của công ty cổ phần chứng khoán Đại Việt (DVSC). Mọi sự sao chép, sửa đổi, in ấn mà không được sự đồng ý của DVSC là trái luật. Bản quyền thuộc DVSC, tháng 5/2009.



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

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

Ngô Hữu Hùng
Chiến lược thị trường
Hung.nh@dvsc.com.vn

Ngô Thị Kim Thanh
Phân tích đầu tư
thanh.ntk@dvsc.com.vn

Phạm Đức Chính
Kinh tế vĩ mô
Chinh.pd@dvsc.com.vn

Nguyễn Minh Hưng
Phân tích đầu tư
hung.nm@dvsc.com.vn

Huỳnh Kim Quới
Phân tích đầu tư
quoi.hk@dvsc.com.vn