


<http://www.coteccons.vn/>

Công ty CP xây dựng Cotec-Coteccons

Số 236/6 Điện Biên Phủ,
P.17, Q.Bình Thạnh,
TP HCM

Mã chứng khoán: CTD

Sàn giao dịch: HOSE

Ngành: Xây dựng

Lĩnh vực: Xây dựng các công trình
công nghiệp, dân dụng

Khuyến nghị: MUA

Giá mục tiêu: 80,000 VND

Giá hiện tại (15/11/2010): 62,500 VND

Vn Index (15/11/2010): 433.5



EPS_2010(F): 7,805 VND

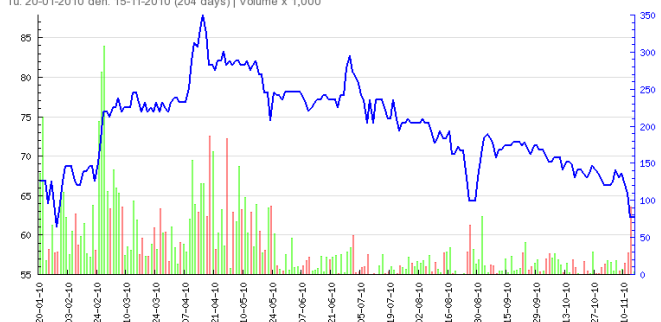
P/E : 8

BVPS (30/9/2010): 39,598 VND

P/B : 1.6

THÔNG TIN CƠ BẢN VỀ CÔNG TY

GIA
Tư: 20-01-2010 đến: 15-11-2010 (204 days) | Volume x 1,000



Số lượng cổ phiếu lưu hành	30,750,000
Số lượng cổ phiếu niêm yết hiện tại	30,750,000
Khối lượng giao dịch bình quân tháng	1,267,166
Giá cao nhất trong 52 tuần	90,000
Giá thấp nhất trong 52 tuần	60,400
Giá trị vốn hóa (triệu đồng)	2,060,000
Sở hữu nước ngoài hiện tại	39.9%
Tỷ lệ cổ tức/Giá hiện tại	2,000/62,500

Lĩnh vực kinh doanh chính:

- Xây lắp công trình dân dụng, công nghiệp, đô thị
- Tư vấn quản lý, thiết kế
- Kinh doanh bất động sản

Những điểm nổi bật

- Để thực hiện chiến lược kinh doanh hỗ trợ, CTD thành lập các công ty liên kết theo định hướng phát triển thành tập đoàn xây dựng khép kín.
- Công ty đang có chiến lược mở rộng địa bàn hoạt động ra phía Bắc, với nhiều dự án mới trúng thầu tại Hà Nội.
- Những khó khăn của thị trường bất động sản do các chính sách pháp lý-tín dụng có thể ảnh hưởng tiêu cực đến thị trường xây dựng, làm giảm doanh thu của CTD trong thời gian tới.
- Hiệu quả của việc liên kết đầu tư kinh doanh bất động sản chưa được thể hiện.
- So sánh trong ngành, CTD có ưu thế về trình độ quản lý- kĩ thuật, giá trị thương hiệu tốt, tiềm lực tài chính mạnh, khả năng sinh lời cao. Tuy nhiên, lợi nhuận biên gần đây có xu hướng giảm sút.
- Kết quả kinh doanh 3 quý đầu năm khá tốt, giá trị hợp đồng đã ký kết cho quý 4 và năm tới tương đối cao, nhiều khả năng CTD sẽ vượt chỉ tiêu kế hoạch trong năm nay.

Khoản mục	Đơn vị	2007	2008	2009
Tổng tài sản	Triệu đồng	969	1,156	1,772
Vốn chủ sở hữu	Triệu đồng	799	896	1,098
Doanh thu thuần	Triệu đồng	1,345	1,823	1,962
Lợi nhuận gộp	Triệu đồng	129	167	271
LN từ hoạt động chính	Triệu đồng	141	164	261
Lợi nhuận sau thuế	Triệu đồng	125	144	228
Biên lãi gộp	%	9.6	9.2	13.8
Biên LN sau thuế	%	9.3	7.9	11.6
ROA	%	12.9	12.4	12.9
ROE	%	15.6	16.1	20.8
EPS	đồng	14,442	12,016	12,516

Hệ thống số liệu của TVSI được áp dụng theo tiêu chuẩn của quốc tế

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Tổng quan về công ty

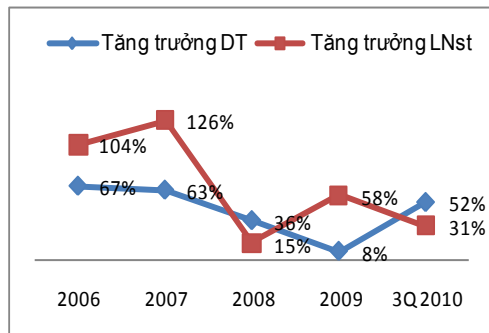
CTCP Xây dựng Cotec (Tên viết tắt là COTECCONS- Mã chứng khoán CTD) được thành lập năm 2004, dựa trên nền tảng Bộ phận Khối Xây lắp thuộc Công ty Kỹ thuật xây dựng và Vật liệu xây dựng- Bộ xây dựng. Sau khi cổ phần hóa, CTD đã phát triển trở thành một tập đoàn xây dựng mạnh, hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực xây lắp các công trình dân dụng và công nghiệp cũng như đang mở rộng sang đầu tư kinh doanh bất động sản. CTD hiện là công ty có quy mô tổng tài sản (1,714 tỷ) và vốn chủ sở hữu (1,169 tỷ) lớn nhất trong số các công ty xây dựng nhà các loại niêm yết trên sàn. Tương ứng với quy mô tài sản lớn, doanh thu của công ty cũng đứng đầu trong các công ty cùng ngành. Qua 6 năm kể từ khi thành lập, công ty đã vươn lên trở thành một trong những doanh nghiệp xây dựng hàng đầu trong khối tư nhân, được bình chọn bởi Vietnam Report và báo điện tử Vietnamnet trong 3 năm qua liên tiếp.

Biến động doanh thu và chi phí qua các năm

Trong 9 tháng đầu năm, doanh thu CTD đạt 2,206 tỷ đồng-hoàn thành 96% chỉ tiêu cả năm; lợi nhuận sau thuế cũng đạt 189 tỷ- tương ứng 90% chỉ tiêu. Tính đến cuối tháng 8 năm nay, tổng giá trị các hợp đồng thi công mà CTD ký kết là 5,735 tỷ đồng. Sau khi tách riêng doanh thu thực hiện 9 tháng đầu năm, triển vọng doanh thu cho quý 4 và năm tới là khả quan (khoảng 3,500 tỷ). **Chúng tôi tin rằng doanh thu và lợi nhuận cả năm nay nhiều khả năng sẽ vượt chỉ tiêu kế hoạch.**

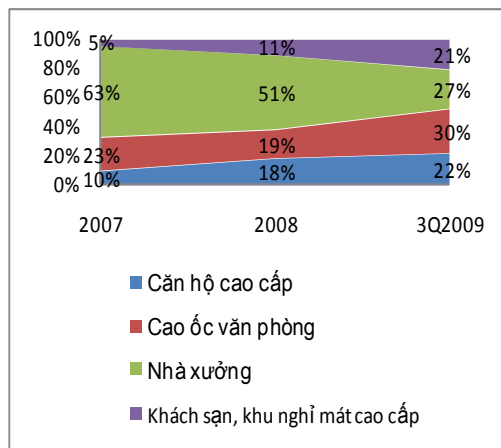
Sự biến động của doanh thu có quan hệ chặt chẽ với triển vọng phát triển của nền kinh tế và thị trường bất động sản. Doanh thu của công ty tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2006-2007, nhưng có sự chậm lại đáng kể trong giai đoạn 2007-2009 do ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính. Từ cuối năm 2009 đến nay, cùng với sự phục hồi chung của nền kinh tế, doanh thu bắt đầu phục hồi nhanh, trở lại mức tăng trưởng mạnh trước khủng hoảng.

Tăng trưởng doanh thu-lợi nhuận



(Nguồn: CTD)

Thay đổi trong cơ cấu doanh thu xây lắp

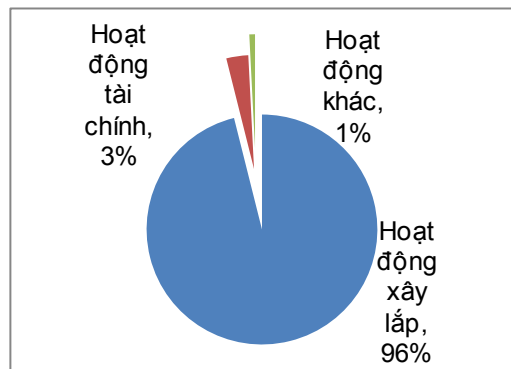


(Nguồn: CTD)

• **Hoạt động chủ yếu của CTD hiện nay vẫn là ở trong lĩnh vực xây lắp, với doanh thu xây lắp chiếm đến 96% tổng doanh thu.** Về cơ cấu doanh thu xây lắp trải đều ở cả bốn phân khúc: xây dựng nhà xưởng, cao ốc văn phòng, chung cư cao cấp và khách sạn, resort. Trước đây, xây dựng nhà xưởng chiếm tỉ trọng lớn trong hoạt động xây dựng. Tuy nhiên, trong năm 2008 và 2009, FDI vào Việt Nam giảm sút đã ảnh hưởng đến mảng hoạt động này. Hiện nay, việc xây dựng nhà xưởng ở quy mô nhỏ bị cạnh tranh bởi các đơn vị xây dựng địa phương có khả năng thi công với chi phí và giá thành thấp. Do đó, phân khúc xây dựng nhà xưởng có chiều hướng thu hẹp lại, công ty chỉ nhận thi công những công trình có quy mô lớn thì mới có thể thu được lợi nhuận. Nhằm thích ứng với tình hình mới, CTD chuyển hướng sang mở rộng phân khúc xây dựng cao ốc văn phòng và chung cư cao cấp - đây hiện là hai mảng hoạt động tạo doanh thu chính cho công ty.

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Cơ cấu doanh thu theo hoạt động



(Nguồn: CTD)

Do đặc điểm của ngành xây dựng, giá vốn hàng bán chiếm tỉ trọng rất lớn trong tổng chi phí. Trong đó chi phí nguyên vật liệu (nhất là sắt, xi măng) chiếm từ 60-80% có ảnh hưởng rất mạnh đến giá thành xây dựng. Giá cả nguyên vật liệu biến động chung theo giá thị trường, nhưng CTD thường đưa vào **điều khoản trượt giá khi ký kết hợp đồng nên chỉ phải chịu ảnh hưởng đến 3%**. Thông qua hệ thống các nhà cung cấp và nhà thầu phụ truyền thống, CTD cố gắng đàm phán để **đưa mọi khoản chiết khấu vào giá bán, làm giảm tối đa chi phí vật tư**. Tỉ trọng giá vốn hàng bán trên doanh thu thuần của CTD vì thế tương đối ổn định qua các năm, ở mức khoảng 90% và thấp hơn so với mức trung bình của các công ty xây dựng khác (94%). Riêng năm 2009, giá vốn hàng bán giảm còn có 86.2% là do một số hợp đồng có khoản trượt giá vật tư từ năm 2008 nhưng đến 2009 chủ đầu tư mới phê duyệt nên công ty được hưởng một khoản lợi chênh lệch.

Cập nhật tình hình các dự án góp vốn BĐS

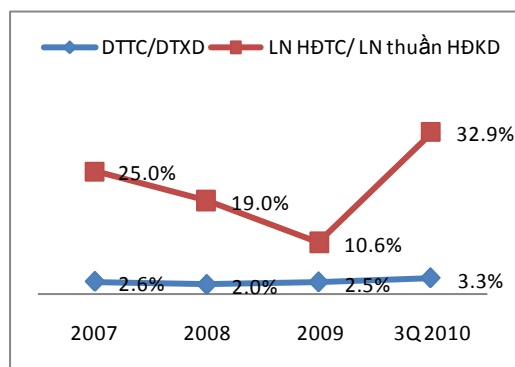
Tên dự án	Tình trạng
Khu căn hộ Botanic II- Quận 7	Đã chuyển nhượng
Khu phức hợp Sài Gòn Airport Plaza	Đã chuyển nhượng
Khu phức hợp- Quận 2	Đã chuyển nhượng
Khu căn hộ Cầu Đỏ- Quận Bình Thạnh	Đang làm thủ tục pháp lý
Khu du lịch Quảng Trọng- BRVT	Đang làm thủ tục pháp lý
Khu căn hộ Saigon Pavillon	Đang thi công

(Nguồn: CTD)

Do hoạt động tại nhiều tỉnh thành, nhất là từ đầu năm nay CTD mở rộng mạnh mẽ ra phía Bắc với nhiều công trình mới trúng thầu tại Hà Nội nên chi phí quản lí doanh nghiệp đã tăng từ 1.9% lên 2.4 %.

•**Lĩnh vực bất động sản:** Bên cạnh hoạt động xây lắp, CTD còn bắt đầu tham gia vào lĩnh vực kinh doanh BĐS. Tòa nhà Coteccons Office mới hoàn thành vào cuối tháng 10 vừa qua là dự án duy nhất do công ty trực tiếp đầu tư, với tầng 9-12 làm văn phòng công ty, còn lại để cho thuê. Dự kiến hàng năm, tòa nhà sẽ đem lại nguồn thu khoảng 14 tỉ, rất ít ỏi so với doanh thu từ xây dựng khoảng 2000 tỉ mỗi năm. Do hạn chế về quỹ đất, CTD có thực hiện góp vốn với các công ty liên kết để đầu tư vào một số dự án BĐS. Tuy vậy, đến nay mới chỉ có 1 dự án đang được thi công là Saigon Pavillon dự kiến sẽ hoàn thành cuối năm 2011, trong đó CTD chỉ góp vốn có 20%. **Như vậy có thể thấy trước mắt, lợi nhuận đem lại từ lĩnh vực bất động sản là không đáng kể.**

Tỉ trọng DT và LN từ hoạt động tài chính



(Nguồn: TVSI tổng hợp)

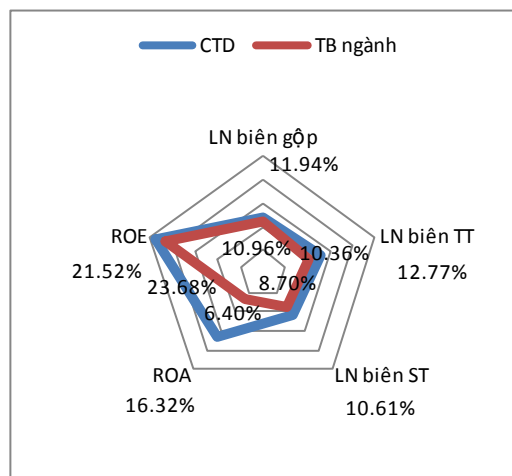
•**Lĩnh vực tài chính:** Doanh thu hoạt động tài chính chỉ bằng khoảng 3% doanh thu từ xây lắp, chủ yếu từ lãi tiền gửi ngân hàng và cổ tức được chia của công ty liên kết. Tuy nhiên, chi phí tài chính rất ít (do công ty hầu như không sử dụng nợ vay nên không phải trả lãi) nên lợi nhuận từ hoạt động tài chính chiếm tỷ trọng khá lớn, đến 20-25% lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh. Lợi nhuận tài chính năm 2009 giảm sút do phải trích lập dự phòng nhiều cho các khoản giảm giá đầu tư dài hạn. Trong khi đó, hoạt động tài chính năm 2010 tăng bất thường do khoản lãi chuyển nhượng cổ phần 43.7 tỷ và khoản hoàn nhập dự phòng giảm giá đầu tư 3.3 tỷ.

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Tính mùa vụ, đặc trưng trong hoạt động công ty

Do đặc điểm của công trình xây dựng được thi công ngoài trời nên chịu ảnh hưởng của thời tiết khí hậu, đã làm nên tính mùa vụ trong ngành xây dựng. Quý 1 thường vắng vẻ, trừ các công trình từ năm trước, hầu như các dự án mới ít được ký. Mùa xây dựng thường sôi động bắt đầu từ quý 2 hàng năm, bùng nổ vào tháng 6, đến quý 3 thường chậm lại do ảnh hưởng của mùa mưa bão và lại tiếp tục gấp rút trở lại vào quý 4. Ngoài ra, công nhân lao động không chuyên, thường bỏ về quê vào dịp Tết và vụ mùa (tháng 5, tháng 10) cũng làm chậm tiến độ xây dựng. **Tuy nhiên, do CTD có đội ngũ cán bộ quản lý tốt nên công ty luôn đảm bảo về quân số công nhân.** Khi thi công ở miền Bắc, để ứng phó với tình trạng công nhân bỏ về quê phụ giúp gia đình vào ngày mùa, công ty thường chủ động chạy trước tiến độ trong vài tuần. Cán bộ quản lý cũng có những hình thức hỗ trợ tiền tàu xe, thưởng cho công nhân nếu trở lại công trường đúng hạn (khoảng 2-3 ngày) nên tiến độ không bị gián đoạn nhiều.

So sánh hiệu quả hoạt động với TB ngành



Đánh giá hiệu quả hoạt động của CTD

So với nhiều công ty trong ngành xây dựng, hiệu quả hoạt động của CTD thể hiện ưu thế vượt trội. Các kết quả lợi nhuận (lợi nhuận biên gộp, lợi nhuận biên trước thuế và lợi nhuận biên sau thuế) đều cao hơn mức bình quân ngành. Có được mức lợi nhuận cao như vậy là do số dự án nhiều làm gia tăng doanh thu của công ty, hiệu suất sử dụng tài sản tốt làm cho ROA đạt mức khá cao (16.32%). Tuy nhiên, do chính sách không sử dụng nợ nên ROE chỉ cao hơn mức trung bình một chút (đạt 23.68%). Tình hình khả năng thanh toán của CTD nói chung là tốt, đảm bảo an toàn.

Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy rằng biên lợi nhuận gộp của CTD có xu hướng giảm sút trong 5 quý liên tiếp vừa qua (từ 14.41% xuống còn 8.49%). Sự giảm sút này chủ yếu là do từ năm 2010, CTD thay nhà đầu tư quản lý các nhà thầu phụ chỉ định – trong đó lợi nhuận biên gộp riêng của một số nhà thầu phụ thấp hơn làm kéo biên lợi nhuận gộp của CTD xuống. Tuy vậy, phần doanh thu đem về từ hoạt động quản lý này góp phần làm gia tăng số tuyệt đối của lợi nhuận sau thuế cho công ty.

Sự mở rộng chuỗi giá trị sản xuất

Nhằm sử dụng nguồn lực hiệu quả, CTD tập trung vào các công trình có giá trị lớn, trình độ hiện đại. Song để khai thác phân khúc thị trường của các công trình có quy mô nhỏ hơn, CTD đã thực hiện góp vốn thành lập nhiều công ty thành viên, trong đó nhiều vị trí chủ chốt do các lãnh đạo của CTD nắm giữ.

	CTD	TB ngành
KN thanh toán hiện hành (lần)	1.74	1.47
KN thanh toán nhanh (lần)	1.00	0.78
KN thanh toán bằng tiền (lần)	0.10	0.06
Kỳ thu tiền bình quân (ngày)	52.03	226.91
Vòng quay hàng tồn kho (lần)	2.31	0.98
Vòng quay tài sản cố định (lần)	4.01	2.78
Vòng quay tổng tài sản (lần)	0.39	0.20

(Nguồn: TVSI tổng hợp)

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY**Danh sách các công ty liên kết**

Tên Công ty	Vốn điều lệ (tỷ)	Tỉ lệ SHCP của CTD
CTCP ĐTXD Uy Nam (Unicons)	27.9	26.13%
CTCP ĐTXD Phú Hưng Gia	100	20.16%
CTCP Địa ốc Phú Gia An	28	39%
CTCP ĐTXD Triệu Hưng Gia	38	30%
CTCP TMại Quảng Trọng	100	50%

(Trong năm nay công ty đã thanh lý khoản đầu tư góp vốn vào công ty Việt Liên Á- Phú Hưng Gia và An Phố Đông)

Chỉ tiêu SXKD năm 2010-2011

đv: tỷ VNĐ	2009	2010F	2011F
Doanh thu thuần	1,962	2,300	2,400
Lợi nhuận sau thuế	228	210	225

(Nguồn: CTD)

Ba kịch bản lợi nhuận của năm 2010

đv: tỷ VNĐ	Tốt	TB	Xấu
Mức tăng trưởng	60%	40%	17%
Doanh thu thuần	3,139	2,747	2,300
GVHB	(2,844)	(2,489)	(2,084)
LN gộp	295	258	216
DT HĐTC	81	81	81
Chi phí TC	4	4	4
Chi phí QLDN	(75)	(66)	(55)
LN thuần HĐKD	305	277	246
Thu nhập khác	18	18	18
Chi phí khác	0	0	0
LN khác	18	18	18
LN trước thuế	323	295	264
Thuế TNDN	(81)	(74)	(66)
LN sau thuế	242	221	198
EPS	7,872	7,202	6,439

Việc thành lập các công ty liên kết này thể hiện chiến lược kinh doanh hỗ trợ của CTD. Một mặt, các công ty thành viên sẽ được củng cố được hưởng lợi từ uy tín, thương hiệu của CTD. Hơn nữa, họ sẽ được CTD chuyển giao những kinh nghiệm quản lý, bí quyết thi công cũng như chia sẻ các dự án. Mặt khác, đối với CTD là công ty mẹ, sẽ được ưu đãi về các dịch vụ cung cấp vật tư, thiết bị nhanh chóng, với giá cả hợp lý từ các công ty thành viên. Đây cũng là cách CTD tận dụng được hệ thống những khách hàng quen thuộc, thông qua việc đáp ứng các nhu cầu của khách hàng để giữ được mối quan hệ lâu dài, bền vững.

CTD hiện cũng đang chuẩn bị dự án **thành lập công ty tư vấn giám sát theo mô hình khép kín** như các tập đoàn xây dựng quốc tế đang thực hiện. Trước mắt, để thử sức công ty đã thực hiện thí điểm mô hình khép kín ở dự án chung cư cao cấp 18 tầng Botanic Towers, trong đó CTD làm chủ đầu tư. Công ty đồng thời vừa là tổng thầu, vừa thiết kế, thi công và vừa làm tư vấn giám sát. Việc mở rộng chuỗi giá trị sản xuất về phía sau (backward integration) cũng như phía trước (forward integration) chứng tỏ công ty đã phát triển đến một trình độ cao hơn. Mô hình này không chỉ mở ra một hướng kinh doanh mới mà còn giúp cho công ty tăng tính chủ động khi thi công, giúp cho dự án được tiến hành theo tiến độ nhanh chóng, đảm bảo giá thành hợp lý.

Phân tích độ nhạy các yếu tố ảnh hưởng tới lợi nhuận

Chúng tôi nhận thấy yếu tố chính tác động tới kết quả kinh doanh của công ty là giá trị các dự án ký kết được. Mỗi sự thay đổi trong giá trị dự án ký kết sẽ làm thay đổi doanh thu thuần tương ứng, từ đó kéo theo sự thay đổi của các loại chi phí, lợi nhuận. Trong năm 2010, công ty đặt kế hoạch doanh thu thuần tăng 17% (ứng với 2,300 tỷ). Đây là mức tăng thận trọng, do có tham chiếu mức tăng thấp trong năm 2009 (8%) và năm 2008 (36%) do ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế. Những năm trước đó (2005-2007), mức tăng doanh thu đều đạt trên 60%. Trong thực tế, 3 quý đầu năm nay doanh thu thuần đã tăng 52% so với cùng kỳ năm ngoái, đánh dấu sự phục hồi trở lại của nền kinh tế. Do đặc điểm ngành xây dựng thường sôi động vào quý 4, chúng tôi đặt ra giả định doanh thu thuần cả năm có thể tăng ở mức cao đến 60%. Trong trường hợp trung bình, doanh thu thuần cả năm tăng ở mức vừa phải là 40%.

•Chúng tôi sẽ ước tính giá vốn hàng bán và chi phí quản lý doanh nghiệp thay đổi theo doanh thu thuần tương ứng với tỉ lệ của 3 quý đầu năm (90.6% và 2.4%).

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

- Doanh thu hoạt động tài chính trong năm 2010 chủ yếu là lãi tiền gửi ngân hàng và cổ tức công ty góp vốn liên kết nên sẽ không có biến động nhiều, chúng tôi ước tính giá trị cả năm bằng 4/3 giá trị trong 3 quý đầu năm, sau khi loại trừ yếu tố bất thường từ gần 44 tỷ lãi chuyển nhượng cổ phần trong quý 3.
- Không có thêm dữ liệu về thu nhập khác và chi phí khác, đây lại là những khoản mục bất thường và tỉ lệ không đáng kể nên chúng tôi giả định giá trị cả năm bằng với giá trị 3 quý đầu năm.

Như vậy, khi phân tích độ nhạy của yếu tố doanh thu thuần đến lợi nhuận của doanh nghiệp, tùy theo từng trạng thái của nền kinh tế sẽ có các kết quả khác nhau. **Dựa vào bảng phân tích bên trên, chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của công ty sẽ vào khoảng 221-242 tỷ, EPS tương ứng là từ 7,200-7,900 đồng.**

Lợi thế cạnh tranh của công ty**Khả năng ký kết hợp đồng**

Khả năng ký kết hợp đồng quyết định trực tiếp đến việc tạo ra doanh thu lợi nhuận của công ty. CTD có những ưu thế nhất định là uy tín thương hiệu mạnh, khả năng thi công các công trình hiện đại với tiến độ nhanh, đảm bảo an toàn lao động tốt. Là công ty thuộc khối tư nhân, CTD nhắm vào phân khúc các công trình công nghiệp – dân dụng và thể hiện sự năng động nhạy bén trong việc xây dựng mối quan hệ tốt với các đối tác quen thuộc để khai thác phân khúc thị trường này. Đối tác của CTD đến 80% là công ty nước ngoài; ban lãnh đạo của công ty có mối quan hệ rộng, phần lớn có khả năng giao tiếp tiếng Anh tốt, trong đó có cả người nước ngoài, là một lợi thế. Công ty chủ trương “Chỉ cần làm tốt cho khách hàng này thì chính họ sẽ giới thiệu cho mình khách hàng khác”. Trong thực tế, rất nhiều hợp đồng của CTD có được là do được chỉ định thầu bởi những đối tác truyền thống như: Indochina, Vinacapital, CTCP. Thanh Yến ... Đây cũng là phương thức thuận lợi để CTD mở rộng thị trường ra khu vực miền Trung và miền Bắc, nhờ các dự án của khách hàng quen thuộc tại nhiều địa phương trong cả nước.

Khả năng thi công tiến độ nhanh, đem lại giá trị thặng dư cho chủ đầu tư

CTD có ưu thế hơn các đối thủ ở khả năng thi công với tiến độ nhanh, nhờ có hệ thống máy móc thi công hiện đại, phương pháp thi công tiên tiến, hình thức thanh toán kịp thời và mô hình tổ chức lao động ưu việt hơn các đối thủ khác. Nếu như trước đây, một công trình thi công một sàn hết 2 tuần lễ thì nay CTD có thể rút ngắn xuống còn 4-5 ngày mà vẫn đảm bảo chất lượng. Trong 2 năm qua, CTD đầu tư khoảng 260 tỷ mua sắm nhiều thiết bị thi công hiện đại như: cầu tháp, thang máy, bộ cần bơm bê tông di động, sàn treo, coffa trượt, máy phát điện, hệ thống chống đỡ tầng hầm, hệ thống giàn giáo... Công ty có thể thi công theo phương pháp Topdown giúp rút ngắn thời gian thi công. Đặc biệt, CTD luôn trực tiếp cử cán bộ công ty đến quản lý lao động để đảm bảo quân số, cùng với việc trả lương cho công nhân kịp thời và các hình thức thưởng vượt tiến độ góp phần động viên người lao động. Công ty cũng luôn thanh toán đúng cam kết với nhà cung cấp để nguồn vật tư được đảm bảo đầy đủ kịp thời cho nhu cầu của công trình. Bên cạnh đó, với kinh nghiệm am hiểu sâu sắc về xây dựng, nhiều trường hợp CTD đã tư vấn cho chủ đầu tư về các phương án thiết kế, thi công giúp họ tiết kiệm được hàng chục tỷ đồng. Chính vì khả năng đem lại giá trị thặng dư lớn, CTD đã chiếm được niềm tin của nhà đầu tư, là một lợi thế cho công ty khi đấu thầu, tìm dự án.

Tiềm lực tài chính mạnh

Với nguồn vốn chủ sở hữu tới 1,169 tỉ đồng, CTD là công ty có số vốn chủ lớn nhất trong số các công ty thuộc nhóm xây dựng đang niêm yết trên sàn hiện nay. Công ty hầu như không sử dụng nợ vay nên không phải chịu áp lực của sự thay đổi lãi suất. Yếu tố này vừa làm giảm bớt chi phí tài chính, đồng thời vừa tăng tính chủ động của CTD trong việc thực hiện các dự án để đảm bảo đúng tiến độ, không bị lệ thuộc nhiều vào tốc độ giải ngân của đối tác. Trong thực tế, có một vài lần trong năm CTD cũng phải vay ngắn hạn ngân hàng nhưng chỉ trong thời gian rất ngắn 1-2 tuần nên cuối kỳ không có số dư. Sở dĩ công ty vẫn có thể duy trì hoạt động sản xuất kinh doanh của mình mà hiếm khi phải vay nợ vì CTD thu được nguồn tiền thanh toán đúng hạn cam kết từ các nhà đầu tư và công ty vẫn còn tiền từ khoản thặng dư vốn cổ phần bán cho cổ đông chiến lược từ tháng 7/2007.

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY**Rủi ro gắn liền với hoạt động kinh doanh**

Rủi ro trong khâu cạnh tranh tìm kiếm dự án: Từ mối quan hệ chặt chẽ giữa thị trường xây dựng và thị trường BĐS, rủi ro kinh doanh của CTD trước hết phụ thuộc vào sự biến động của thị trường BĐS. Năm 2010 thực sự là một năm khó khăn với ngành BĐS, khi mà hàng loạt chính sách pháp luật mới như Nghị định 71 hạn chế hình thức huy động vốn thông qua hợp đồng góp vốn, Thông tư 13 nâng cao hệ số rủi ro cho vay BĐS, Nghị định 69 qui định tiền sử dụng đất căn cứ vào giá chuyển nhượng quyền sử dụng đất thực tế đẩy chi phí dự án lên cao – là những khó khăn rất lớn đối với chủ đầu tư. Thị trường trở nên trầm lắng suốt thời gian qua và đến giờ vẫn chưa có dấu hiệu khả quan nào cho sự phục hồi sắp tới. Những khó khăn này từ chỗ ảnh hưởng trực tiếp đến chủ đầu tư có thể dẫn đến làm giảm số lượng hoặc quy mô các dự án, dẫn đến những bất lợi cho CTD trong tìm kiếm, thực hiện các dự án. Ngoài yếu tố thị trường, việc có ký kết được các dự án hay không còn bao hàm rủi ro từ sự cạnh tranh quyết liệt với các đối thủ. Tại thị trường phía Nam, cạnh tranh với CTD không chỉ có các đối thủ nội địa như HBC, Cofico... mà còn có những nhà thầu nước ngoài có tiềm lực tài chính mạnh và trình độ quản lý, kỹ thuật cao như Kumho Asiana, Hyundai... Gần đây, khi hướng ra thị trường phía Bắc, CTD sẽ phải cạnh tranh với các đối thủ mạnh ở đây như Vinaconex, Sông Đà...

Rủi ro dòng tiền tồn tại ở sự lệch pha giữa các dòng tiền vào và tiền ra của công ty tại những thời điểm khác nhau trong suốt thời gian thi công. Nhiều trường hợp công ty phải ứng trước tiền cho nhà cung cấp rồi mới nhận được tạm ứng của chủ đầu tư. Ngay cả trong trường hợp đặc biệt như ở công trình Đào Kim Cương, công ty chỉ phải thanh toán cho nhà cung cấp sau khi nhận được tạm ứng của chủ đầu tư thì rủi ro dòng tiền cũng chỉ được hạn chế một phần chứ không thể hoàn toàn triệt tiêu được. Công ty vẫn phải ứng trước vốn ban đầu để thanh toán tiền lương và các chi phí quản lý, vận hành. Hơn nữa, trong thực tế, việc nghiệm thu, giải ngân của nhà đầu tư có thể chậm trễ, và chỉ được tạm ứng khoảng 85-90% chứ không phải toàn bộ nên vẫn có những thời điểm dòng tiền vào và dòng tiền ra mất cân xứng với nhau (dòng tiền kinh doanh âm trong năm 2007, 2008 và 3 quý đầu năm 2010).

Rủi ro từ phía chủ đầu tư và nhà cung cấp được hạn chế nhờ việc lựa chọn đối tác tin cậy và các điều khoản ký kết chặt chẽ. Công ty chỉ ký kết hợp đồng với những chủ đầu tư có uy tín, thanh toán đúng hạn, những chủ đầu tư xây dựng công trình cho chính mình sử dụng. CTD cũng cố gắng đàm phán để đưa vào những điều khoản chặt chẽ, đảm bảo cho công ty thu được hết tiền lúc công trình hoàn thành. Trong khâu mua nguyên vật liệu, rủi ro về giá được hạn chế bởi điều khoản trượt giá trong biên độ 3% trong khi rủi ro về chất lượng, số lượng vật liệu cung cấp cũng được giảm thiểu nhờ mạng lưới các nhà cung cấp và nhà thầu phụ truyền thống, trong đó có các công ty liên kết của CTD.

Đầu tư kinh doanh bất động sản trong điều kiện quỹ đất hạn chế là một bất lợi không nhỏ. Là một công ty xây dựng – với quỹ đất rất ít – nhưng gần đây CTD mở rộng sang lĩnh vực kinh doanh BĐS. Đây rõ ràng là điểm bất lợi nếu so sánh với các công ty BĐS hoạt động từ lâu đã có sẵn quỹ đất sạch lớn, do chi phí đền bù giải tỏa ngày càng cao. CTD phải thực hiện liên kết góp vốn với các đối tác khác, nhưng trên thực tế hiệu quả của việc liên kết đầu tư kinh doanh BĐS chưa được thể hiện. Công ty đã thanh lý nhiều dự án (khu căn hộ cao cấp Botanic II, khu phức hợp Saigon Airport Plaza và khu phức hợp tại quận 2) và tiến độ của các dự án còn lại cũng đều chậm (ngoại trừ dự án Saigon Pavillon, hai dự án khu căn hộ Cầu Đỏ và khu du lịch Quảng Trọng mới dừng ở giai đoạn thủ tục pháp lý).

Rủi ro khi đầu tư vào cổ phiếu

Ngoài rủi ro gắn liền với hoạt động sản xuất kinh doanh, cổ phiếu CTD cũng chịu ảnh hưởng của sự biến động giá chung của thị trường chứng khoán. Những diễn biến sôi động của thị trường vàng, thị trường ngoại hối thời gian qua rõ ràng là có ảnh hưởng tiêu cực đến xu hướng của thị trường chứng khoán, khiến cho dòng tiền chuyển dịch khỏi kênh đầu tư này. Do vậy, **trong thời gian tới cổ phiếu CTD có thể có nguy cơ giảm giá nếu các chỉ số thị trường chứng khoán tiếp tục đi xuống.**

Tuy nhiên, theo đánh giá của chúng tôi, **do nội lực hoạt động kinh doanh tốt, cổ phiếu CTD có mức độ giữ giá khá cao**. Hệ số β của CTD = 0.89, phản ánh mức biến động của giá chứng khoán thấp hơn mức biến động của thị trường. Cổ phiếu của ngành xây dựng nói chung có hệ số $\beta = 1.4$. Do vậy, có thể nói rủi ro thị trường của CTD thấp hơn tương đối so với các công ty trong ngành.

Tính từ khi bắt đầu được niêm yết trên thị trường, bình quân mỗi tháng có khoảng 1.2 triệu cổ phiếu CTD được giao dịch (tương ứng với 4% số lượng cổ phiếu lưu hành), giá trị giao dịch trung bình là 5,000 tỷ đồng/tháng. Với khối lượng cổ phiếu niêm yết là 30.75 triệu, giá trị vốn hóa của CTD rất lớn, tới 2,106 tỷ, đứng thứ 14 trong số các công ty xây dựng và bất động sản niêm yết, đứng đầu trong số các công ty xây dựng dân dụng. Nhìn chung, **tính thanh khoản của công cổ phiếu CTD là tốt**.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Định giá theo phương pháp FCFF

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu CTD sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp FCFF 2 giai đoạn dựa trên các giả định như sau:

Giai đoạn 1: Từ năm 2010-2015

- Theo dự báo của công ty, doanh thu thuần sẽ tăng gấp đôi trong vòng 5 năm tới, nghĩa là tốc độ tăng trưởng bằng 15% hằng năm. Dựa trên mối tương quan giữa EBITDA và doanh thu thuần, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng của EBITDA trong giai đoạn này cũng vào khoảng 15% một năm.
- Tốc độ tăng của khấu hao là 63% (số trung bình nhân của thời kỳ 2007-2009).
- Chi phí lãi vay tiếp tục bằng 0 như chính sách không sử dụng nợ vay của công ty.
- Thuế TNDN từ năm 2010 là 25% (Từ năm 2010 CTD không còn được hưởng ưu đãi thuế từ cổ phần hóa nữa).
- Thay đổi trong vốn luân chuyển mỗi năm bằng : -44,242 triệu đồng (trung bình cộng của số liệu 3 năm 2007-2009)
- Chi đầu tư mỗi năm bằng 250,000 triệu đồng (cao hơn một chút so với số liệu năm 2009, và cũng phù hợp với định hướng của CTD chú trọng đầu tư vào máy móc thiết bị để hiện đại hóa năng lực thi công)
- Với mức lãi suất phi rủi ro (k_{rf}) bằng lãi suất trái phiếu chính phủ (phát hành tháng 6 năm 2010, loại 3 năm) 10.5%, hệ số β của CTD = 0.89, Mức bù rủi ro ($k_{mkt}-k_{rf}$) bằng Mức bù rủi ro thị trường Mỹ (3%) cộng thêm Phần bù rủi ro quốc gia giữa Việt Nam và Mỹ (3.5%) là 6.5%, chúng tôi ước tính được chi phí sử dụng cổ phần thường $k_e \approx 16\%$. Do không sử dụng nợ và không có cổ phiếu ưu đãi, chi phí sử dụng vốn bình quân của CTD (WACC) là 16%.

Giai đoạn 2: Từ năm 2015 trở đi

- Tiếp theo, chúng tôi giả định rằng sau thời kì phát triển nhanh, từ năm 2015, CTD sẽ tăng trưởng ổn định ở mức $g_2 = 8\%$. Từ đó, giá trị kết thúc (terminal value) của CTD cuối năm 2015 được ước tính là 4,764,380 triệu đồng.
- Chiết khấu dòng tiền tự do và giá trị kết thúc của CTD với mức tỷ suất chiết khấu 16%, ta tính được giá trị doanh nghiệp như sau:

(đơn vị: triệu đồng)	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
FCFF	8,352	43,144	84,841	135,540	198,323	277,824
Terminal Value						4,764,380
Tổng cộng	8,352	43,144	84,841	135,540	198,323	5,042,204
Hiện giá dòng tiền	8,352	37,193	63,051	86,835	109,532	2,400,659
Giá trị doanh nghiệp						2,705,622

Với giả thiết công ty tiếp tục chính sách không sử dụng nợ vay trong một vài năm tới, sau khi chia giá trị doanh nghiệp cho 30.75 triệu cổ phiếu, chúng tôi có ước lượng giá trị 1 cổ phiếu của CTD là 88,000 đồng.

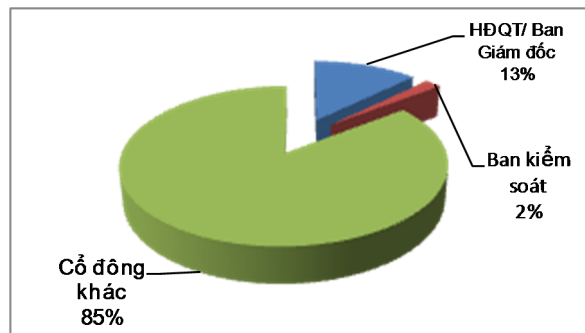
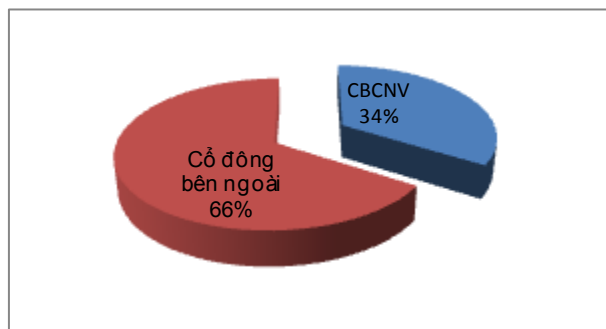
ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**Định giá theo phương pháp P/E và P/B**

	Số cổ phiếu (triệu)	LNst (triệu)	EPS	Giá (15/11)	P/E	BV (triệu)	BVPS	P/B
PVA	10	68,693	6,869	36,400	5.3	160,310	16,031	2.3
VC3	7.9602	32,562	4,091	50,800	12.4	200,487	25,186	2.0
SC5	11	44,919	3,957	32,100	8.1	278,870	24,566	1.3
VC9	8	22,938	2,867	16,300	5.7	148,001	18,500	0.9
UDC	35	23,136	661	13,200	20.0	358,820	10,252	1.3
Trung bình					10.3			1.6

- Để định giá cổ phiếu CTD theo phương pháp hệ số, chúng tôi chọn lọc ra những công ty cùng ngành xây dựng nhà các loại và có quy mô tài sản tương đương với CTD để so sánh. Từ đó chúng tôi tính ra hệ số P/E và P/B bình quân trong phân ngành xây dựng lần lượt là 10.3x và 1.6x.
- Dựa vào bảng phân tích độ nhạy ở trang 5, chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế năm 2010 của CTD có thể đạt mức 240 tỷ, theo đó EPS kì vọng là 7,805 đồng. Giá trị cổ phiếu tính theo phương pháp P/E là 80,390 đồng.
- Dự kiến giá trị sổ sách cuối năm không có nhiều thay đổi so với quý 3, chúng tôi ước tính BVPS cuối năm là 39,598 đồng. Theo đó, giá trị cổ phiếu tính theo phương pháp P/B là 63,357 đồng.

Nhận định đầu tư:

Như vậy theo phương pháp FCFF và phương pháp P/E thì giá trị cổ phiếu đều ở mức cao hơn khá nhiều so với thị giá CTD ở thời điểm hiện tại (15/11/2010) là 62,500 đồng. Chỉ có phương pháp P/B cho kết quả gần với mức giá hiện nay. **Lấy trọng số mỗi phương pháp theo tỉ lệ 50:25:25, chúng tôi có ước lượng giá trị của một cổ phiếu trung bình là 79,936 đồng \approx 80,000 đồng. Kết hợp với việc xem xét đến thực lực hoạt động và tiềm năng phát triển của công ty, chúng tôi khuyến nghị nên mua vào cổ phiếu CTD đối với nhà đầu tư dài hạn.**

PHỤ LỤC**Cơ cấu cổ đông****Tỉ lệ trả cổ tức**

Năm	Tiền mặt	Cổ phiếu thưởng
2004	10%	-
2005	24%	-
2006	24%	1:1
2007	18%	2:1; 5:2
2008	24%	-
2009	20%	2:1
2010 F	20%	3:2
2011 F	20%	-

Cổ đông lớn nắm trên 5% (23/7/2010)

Indochina Holdings Group., Ltd	9.76%
Công ty TNHH TM Ánh Sáng	6.86%
Việt Nam Property Fund Ltd	5.90%
Ô. Nguyễn Bá Dương	5.74%
Việt Nam Dragon Fund Ltd	5.63%
Red River Holdings	5.63%

Ban lãnh đạo

Ông Nguyễn Bá Dương	Tổng Giám đốc
Ông Trần Quang Quân	Phó Tổng Giám đốc
Ông Trần Quang Tuấn	Phó Tổng giám đốc
Ông Trần Văn Chính	Phó Tổng Giám đốc
Bà Hà Tiểu Anh	Kế toán trưởng
Ông Brian Davies	Giám đốc điều hành
Ông Lê Miên Thụy	Giám đốc Khối xây lắp
Ông Trần Kim Long	Giám đốc Khối xây lắp
Ông Hồ Văn Chí Thành	Giám đốc Khối xây lắp
Ông Vũ Văn Xiêm	Giám Đốc Khối M&E
Ông Hà Quang Giang	Giám đốc Khối kỹ thuật

Hội đồng quản trị

Ông Nguyễn Bá Dương	Chủ tịch HĐQT kiêm TGD
Ông Nguyễn Sỹ Công	Thành viên HĐQT
Ông Phan Huy Vĩnh	Thành viên HĐQT
Ông Trần Quang Quân	Thành viên HĐQT
Ông Lê Huy Phương	Thành viên HĐQT
Bà Hà Tiểu Anh	Thành viên HĐQT –kiêm KTT

Ban kiểm soát

Trần Quang Tuấn	Trưởng ban kiểm soát
Lê Miên Thụy	Thành viên
Huỳnh Hồng Mai	Thành viên

Chi tiêu tài chính

	Đơn vị	2007	2008	2009
1. Khả năng thanh toán				
Khả năng thanh toán ngắn hạn	lần	4.23	2.92	1.73
Khả năng thanh toán nhanh	lần	3.63	2.34	1.33
Khả năng thanh toán bằng tiền	lần	2.55	1.69	0.80
2. Khả năng hoạt động				
Vòng quay khoản phải thu	vòng	9.20	11.13	8.49
Kỳ thu tiền bình quân	ngày	39.12	32.34	42.41
Vòng quay hàng tồn kho	vòng	16.49	13.25	8.11
Số ngày lưu kho bình quân	ngày	21.84	27.17	44.40
Vòng quay khoản phải trả	vòng	25.43	28.81	13.85
Kỳ trả tiền bình quân	ngày	14.16	12.50	26.00
Vòng quay tổng tài sản	vòng	2.26	1.72	1.34
Vòng quay tài sản cố định	vòng	50.10	37.98	17.67
Vòng quay vốn lưu động	vòng	4.46	3.49	3.97
3. Khả năng cân đối vốn				
Nợ phải trả/Nguồn vốn chủ sở hữu	%	21.22	29.02	61.42
Nợ phải trả/ Tổng nguồn vốn	%	17.50	22.49	38.05
Vốn dài hạn/Tổng nguồn vốn	%	26.03	34.36	34.55
Nợ ngắn hạn/Tổng nguồn vốn	%	17.50	22.49	37.88
Hệ số nhân vốn chủ sở hữu	lần	0.21	0.29	0.61
4. Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	%	9.59	9.15	13.79
Biên lợi nhuận hoạt động	%	10.52	9.02	13.32
Biên lợi nhuận trước thuế	%	10.65	9.18	13.52
Biên lợi nhuận sau thuế	%	9.33	7.91	11.62
ROA	%	12.94	12.47	12.87
ROE	%	15.69	16.09	20.78
5. Tỷ số giá trị thị trường				
Book value (đồng)	đồng	66,592	74,670	59,496
EPS (đồng)	đồng	14,442	12,016	12,516
6. Phân tích Dupont (ROE) cơ bản				
Lợi nhuận sau thuế/ Doanh thu	%	9.33	7.91	11.62
Doanh thu/Tổng tài sản	%	138.81	157.70	110.74
Vòng quay tài sản cố định	vòng	50.10	37.98	17.67
Tài sản cố định/ Tài sản	%	4.31	8.58	13.54
Tổng tài sản/ VCSH	lần	1.21	1.29	1.61

Báo cáo tài chính

Đơn vị: Triệu đồng	2007	2008	2009
Tài sản	968,653	1,156,079	1,771,940
Tài sản ngắn hạn	716,513	758,853	1,159,727
Tiền và các khoản tương đương tiền	352,430	361,909	369,038
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	80,000	77,638	170,309
Các khoản phải thu ngắn hạn	173,190	154,408	307,944
Hàng tồn kho	100,476	149,512	267,786
Tài sản ngắn hạn khác	10,417	15,386	44,651
Tài sản dài hạn	252,122	397,225	612,212
Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-
Tài sản cố định	30,883	65,122	157,009
Bất động sản đầu tư	64,663	64,663	64,663
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	155,278	254,021	325,461
Tài sản dài hạn khác	1,298	13,420	65,080
Lợi thế thương mại	-	-	-
Nguồn vốn	968,635	1,156,079	1,771,940
Nợ phải trả	169,532	259,995	674,244
Nợ ngắn hạn	169,532	259,949	671,288
Nợ dài hạn	-	47	2,956
Vốn chủ sở hữu	799,103	896,043	1,097,695
Vốn chủ sở hữu	788,338	881,402	1,101,159
Nguồn kinh phí và quỹ khác	10,766	14,681	(3.464)
Báo cáo kết quả kinh doanh			
Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	1,344,701	1,823,189	1,962,328
Các khoản giảm trừ doanh thu	145	-	-
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	1,344,555	1,823,189	1,962,328
Giá vốn hàng bán	1,215,601	1,656,424	1,691,643
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	128,964	166,766	270,685
Doanh thu hoạt động tài chính	35,520	35,619	48,538
Chi phí tài chính	111	4,118	20,772
Trong đó: Chi phí lãi vay	89	81	-
Chi phí bán hàng	-	-	-
Chi phí quản lý doanh nghiệp	22,878	33,890	37,146
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	141,485	164,377	261,305
Thu nhập khác	1,755	3,125	4,218
Chi phí khác	37	98	282
Lợi nhuận khác	1,718	3,026	3,936
Phần lợi nhuận hoặc lỗ trong công ty liên kết liên doanh			
Lợi nhuận trước thuế	143,202	167,407	265,241
Chi phí thuế TNDN hiện hành	17,818	23,215	42,219
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	-	-	5,079
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	125,384	144,188	228,100
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông của công ty mẹ	14,442	12,016	12,516

Số liệu hỗ trợ khác

Một số dự án mới khởi công và đang thi công năm 2010

Tên dự án	Gói thầu	GTHĐ (tỷ VNĐ)	Thời gian hoàn thành
City Garden (2010)	2 block nhà, 1 tháp đơn và 1 tháp đôi	953	Q3/2010-2012
Tricon Towers (2010)	3 Tháp, 2 tầng hầm và 40 tầng lầu	250	Q1/2010-Q1/2011
Trường quốc tế Unis Hà Nội (2010)	2 block (Nhà thi đấu và khán phòng)	125	Q1/2010-Q1/2011
Indochina Plaza Hanoi (2010)	3 tháp (36, 31, 16 tầng) 1 lửng, 2 tầng hầm	417	Q3/2010-Q1/2011
Chung cư Thanh Yển (2010)	Kết cấu, móng, hầm, thân, hoàn thiện	135	Q3/2010-Q4/2011
Novotel Sài Gòn Centre	3 tầng hầm và 18 tầng lầu		Q1/2010-Q3/2011
H18 - Riverpark Residence (2009)	3 block (A: 13 tầng, B: 24 tầng, C: 16 tầng)	350	Q4/2009-2011
Diamond Island (2009)	Zone B - 6 Tháp (BTCT, Hoàn thiện, M&E)	240	20 tháng
Kenton Residence (2009)	Kết cấu móng, hầm và phần thân	475	Q2/2009-Q4/2010
Chung Cư Hùng Thanh (2009)	Phần móng và phần hầm	355	Q2/2009-Q4/2010
Marble Mountain Beach Resort		1.172	Q2/2009-Q2/2011
Nha Trang Plaza (2009)		250	24 tháng
The Everich II		200	Q3/2010-2011
Ngân hàng Nam Á	Kết cấu, hoàn thiện	97	Q4/2009-2011

So sánh các chỉ tiêu tài chính Quý 2 của CTD với một số công ty trong ngành

	CTD	PVA	VC3	SC5	Trung bình
Tổng TS (Q2/2010)	1,715	1,758	1,216	1,421	1,527
VCSH	1,169	118	193	259	435
Nợ phải trả/Tổng Tài sản	31.81%	84.96%	84.16%	81.33%	70.57%
Doanh thu thuần (trailing Q2)	2,477	345	325	1,117	1,066
Lợi nhuận gộp (trailing Q2)	296	30	53	77	114
Lợi nhuận trước thuế (trailing Q2)	316	33	44	63	114
Lợi nhuận sau thuế (trailing Q2)	263	28	33	47	93
KN thanh toán hiện hành (lần) (Q2)	1.74	0.92	1.85	1.37	1.47
KN thanh toán nhanh (lần) (Q2)	1	0.81	0.97	0.33	0.78
KN thanh toán bằng tiền (lần) (Q2)	0.1	0.1	0.03	0.03	0.06
Kỳ thu tiền bình quân (ngày) (Q2)	52.03	489.37	299.77	66.48	226.91
Vòng quay hàng tồn kho (lần) (Q2)	2.31	0.94	0.4	0.28	0.98
Vòng quay tài sản cố định (lần) (Q2)	4.01	0.56	0.53	6.05	2.78
Vòng quay tổng tài sản (lần) (Q2)	0.39	0.13	0.07	0.2	0.2
Lợi nhuận biên gộp (trailing Q2)	11.94%	8.59%	16.41%	6.92%	10.96%
Lợi nhuận biên trước thuế (trailing Q2)	12.77%	9.43%	13.65%	5.60%	10.36%
Lợi nhuận biên sau thuế (trailing Q2)	10.61%	8.09%	10.19%	4.20%	8.70%
ROA (trailing Q2)	16.32%	3.19%	2.76%	3.33%	6.40%
ROE (trailing Q2)	23.68%	25.98%	16.90%	19.51%	21.52%
EPS 2009 (nghìn đồng)	12.26	2.97	3.89	3.57	5.67



CHỨNG KHOÁN TÂN VIỆT

Sàn giao dịch của mọi nhà

Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Phó phòng Nghiên cứu và Tư vấn Đầu tư

ThS. Hoàng Thị Thanh Thùy

Chuyên viên phân tích:

Bùi Thu Hương

Email: huongbt@tvs.com.vn

Thang đo khuyến nghị (*)

	Dưới -30%	Bán với khối lượng lớn
	-10% đến 30%	Nên bán
	-10% đến 10%	Cầm giữ
	10% đến 30%	Nên mua
	Trên 30%	Mua với khối lượng lớn

Màu sắc của thang đo khuyến nghị được căn cứ vào tỷ suất sinh lợi giữa mức giá hiện tại của cổ phiếu và giá mục tiêu.

Sản phẩm phòng Nghiên cứu và Tư vấn Đầu tư:

• Báo cáo thường xuyên

Thông tin cập nhật website hàng ngày
Morning Briefing
Tổng kê giao dịch cuối ngày
Tổng kê giao dịch tuần
Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu
Lịch sự kiện theo tháng

• Báo cáo phân tích

Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng
Báo cáo phân tích ngành
Báo cáo phân tích công ty

• Báo cáo thông kê

EPS Flash Report
Investment Tool
Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất

• Sản phẩm giao dịch

I-trade Home
I-trade Pro

Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

ĐT: (04) 37280921

Fax: (04) 37280920

Website: www.tvs.com.vn

Email: contact@tvs.com.vn

Chi nhánh HCM	Chi nhánh Hoàn Kiếm	Chi nhánh An Đông, HCM	Chi nhánh Hải Phòng	Chi nhánh Đà Nẵng
193 Trần Hưng Đạo, Q. 1	26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm	95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5	19 Điện Biên Phủ	114 Quang Trung
ĐT: (08) 38386868	ĐT: (04) 39332233	ĐT: (08) 38306547	ĐT: (031) 3757556	ĐT: (0511) 3752282
Fax: (08) 39207542	Fax: (04) 39335120	Fax: (08) 38306547	Fax: (031) 3757560	Fax: (0511) 3752283