

Ngày 11 tháng 1 năm 2011

GIỮ

Giá mục tiêu 37.000đ

TL giảm giá % 3,0%

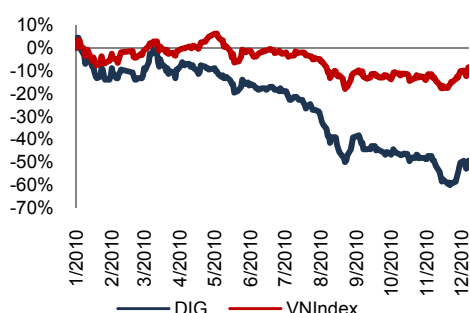
Bất động sản

Các chỉ số chính

Giá @ 11/1/2011	38.100
Giá thấp nhất 52 tuần	84.000
Giá cao nhất 52 tuần	31.400
KLGD bình quân 10 ngày	384.818
SLCP đang lưu hành (triệu)	97,8
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	3.894
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	200
Room nước ngoài (triệu cp)	23,5

Định giá	2008	2009	2010F
EPS (đồng)	7.054	8.671	5.030
EPS (tăng trưởng) %	na	23	-42
P/E x	na	8,2	6,2
P/B x	na	3,2	1,6
ROE (%)	na	43	21
ROA (%)	na	19	13
ROIC (%)	na	34	18
Nợ / Vốn CSH (%)	44	20	21
Suất sinh lợi cổ tức (%)	na	2,8	na

Diễn biến giá	3M	6M	12M
GT tuyệt đối %	-9,3	-36,8	-51,8
GT tương đối %	-14,0	-33,1	-42,0



Ownership structure

	%
Nhà nước %	65,1
NĐT nước ngoài %	24,8
NĐT cá nhân %	10,1

Tu Vu, **Chuyên viên phân tích**
tu.vu@vcsc.com.vn
 T: +84 8 39153588 ext 105

Cập nhật công ty, định giá NAV

Chúng tôi vừa đến thăm Tổng CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng (HOSE: DIG) tại Vũng Tàu. Căn cứ vào tình hình thị trường hiện tại, giá cổ phiếu cùng với hiện trạng các dự án, chúng tôi ước tính giá trị tài sản ròng (NAV) của DIG khoảng 3.584 tỷ đồng. Tại giá đóng cửa 38.100 đồng/CP (ngày 11/1/2011), DIG đang được giao dịch cao hơn 3% so với NAV chúng tôi ước tính và P/BV 2010 là 1.6x. Do đó, chúng tôi khuyến nghị GIỮ cổ phiếu này với giá mục tiêu 37.000 đồng/cổ phiếu.

Kết quả NAV trên của chúng tôi phản ánh tình hình thị trường trầm lắng hiện đang ảnh hưởng đến toàn ngành bất động sản. Tuy nhiên, với DIG, chúng tôi nhận thấy nhiều khả năng kết quả định giá sẽ tăng hơn là giảm nhờ lợi thế quỹ đất lớn, nhiều dự án và thanh khoản khá tốt giúp DIG đẩy nhanh tiến độ các dự án.

Tận dụng lợi thế quỹ đất giá rẻ. Chúng tôi ước tính DIG hiện có khoảng 260.361m² SFA (diện tích sử dụng) đang triển khai xây dựng và quỹ đất dự trữ khoảng 102ha MLA (diện tích đất nền). DIG có lợi thế về quỹ đất được Nhà nước cấp với giá thấp, hầu hết đã được đền bù trước khi có Nghị định 69. Chúng tôi ước tính chi phí đầu tư trung bình trên mỗi m² diện tích sử dụng là 9 triệu đồng/m² và giá bán là 13 triệu đồng/m², tương đương biên lợi nhuận gộp khoảng 31%. Chi phí trung bình trên mỗi m² đất nền là 1,8 triệu đồng/m² bao gồm chi phí cơ sở hạ tầng kỹ thuật cơ bản, trong khi giá trị thị trường ước tính trung bình hiện nay là 5,3 triệu đồng/m², tương đương biên lợi nhuận gộp có thể đạt khoảng 66%. Chúng tôi ước tính giá trị hiện tại thuần (NPV) cho tổng diện tích sử dụng của DIG là 649 tỷ đồng (thời hạn 2 năm với WACC 20%) và giá trị tài sản ròng (NAV) cho quỹ đất nền dự trữ là 2.588 tỷ đồng.

Vũng Tàu, Đại Phước và Vĩnh Yên là những dự án có giá trị quan trọng. DIG đầu tư phát triển diện tích thương mại để nhắm đến phân khúc nhà ở bình dân tại Vũng Tàu trong khi quỹ đất nền của công ty chủ yếu tập trung tại dự án khu du lịch sinh thái Đại Phước (cách TP.HCM khoảng 15km về phía Đông nam) và Vĩnh Yên (cách Hà Nội khoảng 55km về phía Tây bắc). Giá trị diện tích thương mại của ba khu vực này chiếm tổng cộng 84% giá trị NAV ước tính của chúng tôi

Công ty đã khá thành công với phân khúc nhà ở bình dân tại Vũng Tàu khi hoàn thành và bán hết các căn hộ tại dự án chung cư Seaview và đang chuẩn bị hoàn tất dự án tiếp theo là chung cư Lakeside trong năm 2011.

Tuy nhiên, 2011 cũng là năm đầu tiên DIG chào bán quỹ đất nền tại dự án Đại Phước và Vĩnh Yên ra thị trường nhưng chưa thể chắc chắn liệu hai điểm nhấn chính của các khu đất này là cảnh quan bờ sông và tiện ích sân golf có đủ hấp dẫn để thu hút khách hàng đến với DIG sau một năm đầy thử thách trên thị trường chứng khoán và bất động sản. Do đó, nhu cầu của khách hàng đối với phân khúc nghỉ dưỡng resort tại hai thành phố mới phát triển này cũng là một rủi ro có thể làm giảm kết quả định giá của chúng tôi.

EPS năm 2010 ước đạt 5.000 đồng/CP. DIG hiện đang tiến dần đến mục tiêu 500 tỷ đồng lợi nhuận ròng sau thuế cho năm 2010, tương đương EPS 5.000 đồng. Tính đến thời điểm cuối tháng 11/2010, lợi nhuận ròng sau thuế của công ty đã đạt 487 tỷ đồng. Trong đó, chúng tôi ước tính khoảng 318 tỷ là từ việc định giá lại quyền sử dụng quỹ đất 228ha tại dự án Đại Phước. Con số này đã bao gồm khoản điều chỉnh kế toán 146 tỷ đồng trong giá vốn của dự án Đại Phước, theo đó, giá vốn của quyền sử dụng đất Đại Phước tăng 14 tỷ đồng so với mức chi phí ghi nhận ban đầu là 132 tỷ đồng. Các khoản đóng góp còn lại vào lợi nhuận ròng sau thuế bao gồm: đầu tư tài chính 104 tỷ, 30% lợi nhuận của dự án Lakeside là 68 tỷ đồng và 10 tỷ đồng từ hoạt động kinh doanh vật liệu xây dựng.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết cuối báo cáo này

Cập nhật công ty

Tin tưởng vào triển vọng của thị trường Bà Rịa-Vũng Tàu (BRVT), các công ty bất động sản trong nước phát triển nhiều sản phẩm cho tất cả các phân khúc.

Trong chuyến đi Vũng Tàu, ngoài DIG chúng tôi còn gặp gỡ hai công ty bất động sản đã niêm yết khác để cập nhật tình hình thị trường trong khu vực. Theo các công ty này nhận định, BRVT vẫn là thị trường quan trọng và đầy tiềm năng. BRVT được đánh giá cao với GDP bình quân đầu người cao nhất cả nước và đông đảo các doanh nghiệp hoạt động trong các ngành công nghiệp lớn như phân bón, dầu khí, sắt thép và cảng biển.

Theo các công ty bất động sản, các ngân hàng tại Vũng Tàu áp dụng chính sách cho vay chặt chẽ hơn với tỷ lệ đồng ý cho vay tối đa khoảng 50% so với 70 - 80% tại TP.HCM và Hà Nội. Các công ty này cũng cho biết giới đầu cơ vẫn có vai trò đáng chú ý tại thành phố trung tâm du lịch này nhưng ít ra là trong phạm vi hẹp hơn. Kể từ khi Nghị định 71 được áp dụng, việc chuyển nhượng các hợp đồng góp vốn, các công cụ đầu tư ưu đãi cho giới đầu cơ trước đây đã được hạn chế. Trong bối cảnh đó, việc các dự án đang xây dựng như dự án Lakeside của DIG và chung cư 199 NTMK của Hodeco (HSX: HDC) vẫn bán được khoảng 75% căn hộ dù điều kiện cho vay không thuận lợi và xu hướng đầu cơ giảm đã cho thấy sự phục hồi của thị trường bất động sản Vũng Tàu và nhu cầu đối với phân khúc bình dân thực tế vẫn tồn tại. Nhờ vậy, phần lớn diện tích thương mại đang được xây dựng trong khu vực vẫn tiếp tục nhắm vào phân khúc này với giá từ 10 – 14 triệu đồng/m².

Với những thành công tương đối trong phân khúc bình dân, các công ty bất động sản đang bắt đầu thử nghiệm các sản phẩm trung và cao cấp. UDEC (HSX: UDC), công ty bất động sản tại Vũng Tàu vừa được niêm yết, đang xây dựng cao ốc Bàu Sen, dự kiến sẽ cung cấp khoảng 59.000m² sàn xây dựng trung cấp với giá ban đầu là 16 triệu đồng/m². Ngoài ra, dự án khu chung cư Thủy Tiên của DIG cũng sẽ bổ sung cho thị trường 16.000m² sàn xây dựng loại này. Cotecland (HSX: CLG) cũng vừa giới thiệu dự án Blue Sapphire Resort và đã chào bán thành công hơn 80% trong số 75 căn hộ ban đầu của dự án này với giá trên 25 triệu đồng/m² cho thấy nhu cầu tiềm năng đối với phân khúc cao cấp trong khu vực là rất lớn.

Tiêu điểm đầu tư

Kết quả NAV ước tính của chúng tôi phản ánh tình hình thị trường trầm lắng hiện đang ảnh hưởng đến toàn ngành bất động sản. Tuy nhiên, với DIG, chúng tôi nhận thấy nhiều khả năng kết quả định giá sẽ tăng hơn giảm nhờ lợi thế quỹ đất lớn, nhiều dự án và thanh khoản khá tốt giúp DIG đẩy nhanh tiến độ các dự án.

Các dự án của DIG

DIG đã động thổ xây dựng 75.840m² sàn xây dựng tại dự án Phoenix và chung cư Thủy Tiên trong năm 2010, ước tính tăng 33% về diện tích sàn xây dựng và 50% về tổng giá trị dự án so với diện tích sàn xây dựng và giá trị hiện tại của dự án Lakeside sẽ hoàn tất vào đầu 2011. Cũng trong năm 2011, quỹ đất dự trữ của DIG sẽ đạt 102ha, bao gồm 36.6ha tại dự án DIG Đại Phước, Đại Phước JV 31ha, khu đô thị (KĐT) Nam Vĩnh Yên 26ha, Hiệp Phước, khu dân cư (KDC) Đồng Nai 3,5ha, khu biệt thự An Sơn Đà Lạt 2,9ha và KDC Phú Mỹ 2ha. Như vậy, quỹ đất dự trữ của năm 2011 tăng đáng kể so với năm 2010, thời điểm công ty sử dụng lợi nhuận đánh giá lại quyền sử dụng đất Đại Phước để đẩy nhanh tiến độ thực hiện các dự án. Trong số 102ha quỹ đất dự trữ, công ty đã bán khoảng 9ha nhưng chưa bàn giao vì chờ hoàn tất cơ sở hạ tầng (khu biệt thự An Sơn Đà Lạt 2.9ha và DIG Đại Phước 5.9ha).

Trong năm 2011, DIG có thể bổ sung thêm diện tích đất nền từ quỹ đất tại Vĩnh Yên và Hậu Giang, tương ứng với 382ha trong 447ha và 157ha trong 203ha cần được đền bù. Hai quỹ đất này có thể bổ

sung thêm 215ha, gấp đôi quỹ đất hiện nay. Chúng tôi ước tính DIG sẽ cần khoảng 800 tỷ đồng để đền bù cho tổng diện tích đất còn lại tại Vĩnh Yên và Hậu Giang với giá đền bù khoảng 150.000 đồng/m². Chúng tôi cũng nhận thấy rằng DIG có thanh khoản khá mạnh với tổng lượng tiền mặt và đầu tư ngắn hạn khoảng 743 tỷ đồng và tỷ lệ thanh toán hiện hành là 2,75x tính đến quý 3/2010. Đây sẽ là lợi thế giúp DIG xúc tiến nhanh việc đền bù.

Tuy nhiên, giá đất đền bù hiện đã tăng mạnh, đặc biệt là tại KĐT Vĩnh Yên đã trên 150.000 đồng/m² so với 38.000 đồng/m² trong năm 2008, tăng 200%/năm. Chúng tôi ước tính giá đất đền bù tại Vĩnh Yên sẽ tiếp tục tăng do sự xuất hiện của các dự án cách đó khoảng 2km như dự án sân golf Heron Lake Golf vừa ra mắt trong tháng 11/2010 và dự án KĐT Nam Heron Lake chào bán các khu đất với giá 7-8,5 triệu đồng/m² trong nửa sau năm 2010. Tuy nhiên, ở góc độ khác, sự xuất hiện của nhiều dự án cũng sẽ khiến giá đất của các khu vực xung quanh tăng.

DIG có hơn ba dự án dự kiến triển khai với tổng diện tích lên đến 720ha là KĐT Cửa Lập 94ha, thành phố du lịch Phương Nam 295ha và khu du lịch sinh thái Long Tân 331ha nhưng hiện chưa có dự án nào được đền bù nên chúng tôi sẽ không đưa các dự án này vào tính NAV. Tuy nhiên, sau khi giải phóng mặt bằng, những khu vực này sẽ là nguồn bổ sung đáng kể cho quỹ đất dự trữ của DIG. Chúng tôi ước tính mỗi ha đất nền có thể tạo thêm 25 tỷ lợi nhuận ròng cho công ty.

Hình 1: Các dự án của DIG

Dự án – (tỷ lệ sở hữu %)	Địa điểm	Tổng DT đất	sfa / mla	Tiến độ dự án
Dự án (diện tích sử dụng)				
Chung cư Lakeside	BRVT	11.601 sqm	57.021 sqm	Đang triển khai
Dự án Gateway	BRVT	17.000 sqm	127.500 sqm	Chưa khởi công
Khu phức hợp Phoenix	BRVT	15.071 sqm	59.689 sqm	Đang triển khai
Chung cư Thủy Tiên	BRVT	3.589 sqm	16.151 sqm	Đang triển khai
Quỹ đất (diện tích đất nền)				
Đại Phước – DIG (100%)	Đồng Nai	98,3 ha	36,6 ha	Đang triển khai
Đại Phước – VinaCap, Lotus (28%)	Đồng Nai	22,4 ha	3,1 ha	Đang triển khai
Đại Phước – VinaCap, khác (28%)	Đồng Nai	178,2 ha	20,0 ha	Đang triển khai
Đại Phước – JVs (22%)	Đồng Nai	8,8 ha	77,6 ha	Chưa khởi công
Khu biệt thự An Sơn Đà Lạt	Đà Lạt	3,6 ha	2,9 ha	Đang triển khai
KDC Hiệp Phước (38%)	Đồng Nai	21,5 ha	3,5 ha	Đang triển khai
KĐT nam Vĩnh Yên	Vĩnh Phúc	446,9 ha	26,0 ha	65ha/447ha*
KĐT Phú Mỹ (80%)	BRVT	28,0 ha	2,0 ha	6ha/28ha*
KDC phường 4 Hậu Giang	Hậu Giang	203,0 ha	na	46ha/203ha*
KDC số 1 phía đông đường 3/2	BRVT	5,0 ha	na	Chưa khởi công
Các dự án/quỹ đất dự kiến đầu tư				
KĐT Cửa Lập	BRVT	94,0 ha	na	Chưa khởi công
Thành phố du lịch Phương Nam	BRVT	295,0 ha	na	Chưa khởi công
Khu du lịch sinh thái Long Tân	Đồng Nai	331,0 ha	na	Chưa khởi công

Nguồn: DIG, (*) diện tích đã đền bù

Định giá

Chúng tôi định giá phần diện tích sàn đang xây dựng/phát triển bằng phương pháp DCF để xác định NPV tổng của tất cả các dự án. Chúng tôi định giá quỹ đất nền theo giá thị trường ước tính dựa vào phương pháp so sánh. Chúng tôi định giá các dự án dự định đầu tư theo giá trị sổ sách bao gồm chi phí mua lại hoặc đền bù.

Hình 2: Tóm tắt kết quả định giá DIG

	VND bn	Ghi chú
NPV của SFA (diện tích sử dụng)	649	Lakeside, Phoenix, Gateway, Thủy Tiên
NAV của MLA (diện tích đất nền)	2.588	An Sơn, Đại Phước, Hiệp Phước, Vĩnh Yên
Giá trị sổ sách của các dự án dự kiến đầu tư	150	Hậu Giang và đường 3/2
Giá trị các dự án	3.387	
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	475	BCĐKT 3Q2010
+ Đầu tư ngắn hạn	258	BCĐKT 3Q2010
Giá trị doanh nghiệp	4.130	
- Nợ ngắn và dài hạn	546	BCĐKT 3Q2010
Giá trị vốn CSH	3.584	
NAV/cổ phiếu	36,7	97,8 triệu cổ phiếu đang lưu hành
P/BV tương ứng (x)	1,5	

Nguồn: VCSC dự phóng, BCĐKT 3Q2010 của DIG

Định giá diện tích sử dụng

DIG có tổng cộng 260.321m² diện tích sử dụng trong đó 132.861m² đang xây dựng và 127.500m² có thể được đầu tư. Chúng tôi ước tính chi phí đầu tư trung bình trên mỗi diện tích sử dụng là 9 triệu đồng/m² và giá bán là 13 triệu đồng/m², tương đương biên lợi nhuận gộp khoảng 31%. DIG có lợi thế là tiền sử dụng đất thấp đã được chấp thuận trước khi có Nghị định 69 và do đó sẽ không bị ảnh hưởng khi chỉ thị này được áp dụng.

Khu vực Chí Linh, Vũng Tàu

Khu vực Chí Linh (xem chi tiết phần phụ lục) có diện tích 99.7ha do chính phủ cấp cho DIG vào năm 2003 với điều kiện công ty phải nộp tiền sử dụng đất khi khu đất chính thức được xây dựng. Cho đến nay, hơn 75ha diện tích quỹ đất này đã được đầu tư phát triển dự án. Ngoài dự án chung cư Lakeside đang triển khai vẫn còn hai dự án khác có thể được xây dựng trên quỹ đất Chí Linh là Phoenix và Gateway. 20ha còn lại chưa được đền bù và trước mắt công ty cũng chưa có kế hoạch đền bù phần đất này.

Dự án chung cư Lakeside

Dự án Lakeside khởi công vào năm 2008 và dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2011. Theo ban lãnh đạo DIG cho biết, công ty đã bán được 75% trên tổng số căn hộ tại dự án này và sẽ ghi nhận khoảng 30% lợi nhuận vào quý 4/2010, 70% lợi nhuận còn lại sẽ ghi nhận trong năm 2011. Chúng tôi được biết công ty đã trao Giấy chuyển nhượng quyền sử dụng đất của hơn 410 căn hộ trong tổng số 756 căn (55%) cho khách hàng vào cuối tháng 11/2010. Dự án Lakeside cung cấp 57.021 m² SFA với giá bán trung bình 13 triệu đồng/m². Chúng tôi ước tính tổng giá trị của dự án là 457 tỷ đồng, NPV là 149 tỷ đồng với biên lợi nhuận ròng là 29%.

Khu phức hợp Phoenix

Là một trong hai khu đất có thể triển khai dự án của quỹ đất Chí Linh ngoài dự án Lakeside, dự án khu phức hợp Phoenix (gồm một khách sạn, một trung tâm thương mại và hai cao ốc căn hộ) được DIG khởi công trên diện tích 26.745m². Hai cao ốc căn hộ sẽ cung cấp 59.869 m² diện tích sử dụng

với giá bán trung bình 14 triệu đồng/m². Giai đoạn xây dựng cơ bản của dự án đã bắt đầu từ tháng 12/2010. Chúng tôi ước tính giá trị dự án là 479 tỷ đồng, NPV là 195 tỷ và biên lợi nhuận ròng 32%. Lưu ý rằng chúng tôi không định giá diện tích sàn của khách sạn và khu trung tâm thương mại của dự án vì công ty dự định sẽ tự quản lý và khai thác công trình này.

Dự án Gateway

Trong số 23.933m² còn lại của quỹ đất Chí Linh, DIG sử dụng 17.000m² để xây dựng theo phê duyệt ban đầu là một cao ốc phức hợp 34 tầng. DIG dự định chuyển nhượng dự án Gateway với giá 500USD/m² nhưng theo chúng tôi được biết thì công ty sẽ tự phát triển dự án.

Chúng tôi ước tính với giá bán hiện tại khoảng 12 triệu đồng/m² đối với diện tích sàn nhà ở dân cư trong khu vực này thì các công ty bất động sản khác cũng không lời nếu mua theo giá đất của DIG. Biên lợi nhuận ròng trung bình của các công ty bất động sản là 34% (Bloomberg) trong khi một dự án tại khu vực này có biên lợi nhuận ròng dưới 20%. Hơn nữa, tiền sử dụng đất của dự án Gateway đã được chấp thuận trước khi có Nghị định 69 nên DIG sẽ có ưu thế hơn.

Do không có giá thị trường tương đối chính xác nên chúng tôi đã định giá dự án Gateway theo phương pháp DCF. DIG chưa công bố kế hoạch đối với dự án Gateway nhưng chúng tôi đưa ra các giả định hợp lý cho dự án này dựa trên các dự án khác tương tự. Chúng tôi ước tính NPV của dự án Gateway là 218 tỷ đồng, giả sử dự án có thể cung cấp 127.500m² diện tích sử dụng (hệ số sử dụng đất 10x) với giá bán ước tính 12 triệu đồng/m².

Dự án chung cư Thủy Tiên

Dự án chung cư Thủy Tiên tọa lạc tại số 84 Trần Phú, nằm sát bờ biển phía tây Vũng Tàu. Dự án có diện tích 3.589m² này trước đây là vị trí của khách sạn Thủy Tiên do DIG quản lý. DIG đã phá bỏ khách sạn và đang xây dựng một cao ốc căn hộ 16 tầng, dự kiến sẽ cung cấp khoảng 16.161m² diện tích sử dụng. Giai đoạn nền móng của dự án đã hoàn thành, do đó, chúng tôi dự báo công ty có thể mở bán trong năm 2011. Với vị trí bờ biển lý tưởng, chúng tôi ước tính giá trị dự án là 167 tỷ đồng, NPV là 87 tỷ và biên lợi nhuận ròng là 36%. Chúng tôi giả định giá bán căn hộ của dự án là 20 triệu/m², tương đương với giá của dự án Bàu Sen đang được xây dựng tại phía đông nhưng cách bờ biển khá xa. Dự án Bàu Sen hiện đang được UDC bán với giá từ 16 – 20 triệu đồng/m².

Hình 3: NPV của SFA tại các dự án của khu vực Chí Linh và Thủy Tiên

	Gateway	Lakeside	Phoenix	Thủy Tiên
	Chưa khởi công	Đã bán 75%	Hoàn tất nền móng	Hoàn tất nền móng
Tiến độ dự án (12/2010)				
Giá bán SFA ước tính (triệu đồng/m ²)	12,0	13,0	14,0	20,0
Diện tích đất m ²	17.000	11.601	15.071	3.589
GFA m ²	170.000	72.158	70.225	21.534
SFA m ² (ước tính chiếm 75% GFA)	127.500	57.021	59.689	16.151
Giá trị dự án (tỷ đồng)	1.530	741	836	323
Chi phí đầu tư (tỷ đồng)	1.131	457	479	167
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	400	284	357	156
LNST (thuế suất 25%)	300	213	267	117
NPV (thời hạn 2 năm, WACC 20%)	218	149	195	87
Tổng SFA nhà ở (m²)	260.361			
Tổng NPV của SFA nhà ở (tỷ đồng)	649			

Nguồn: VCSC dự báo

Định giá diện tích đất nền

Các công ty bất động sản có quỹ đất giá rẻ như DIG và Sudico (HSX: SJS) thường không bán tất cả quỹ đất dự trữ hiện có cùng một lúc mà sẽ bán từng phần khi thị trường thuận lợi. Tuy nhiên, phương pháp của chúng tôi là định giá giá trị đất nền theo giá thị trường tại bất kỳ thời điểm nào khu đất đó được chào bán. Với phương pháp này chúng tôi không cần phải suy đoán khi nào các công ty bất động sản bán đất và cũng không cần phải chiết khấu cho tính thanh khoản và thời giá tiền tệ. Trong quá trình định giá đất, chúng tôi giả định như sau:

1. Giá bán dự kiến sẽ dựa trên giá thị trường hiện tại tốt nhất của các dự án so sánh với biên độ tăng/giảm giá tùy thuộc vào vị trí, cảnh quan, tiến độ dự án v.v...
2. Chi phí cơ sở hạ tầng kỹ thuật trung bình là 1 triệu đồng/m².
3. Bình quân 40% tổng diện tích dự án sẽ được xem xét khi tính toán diện tích đất nền tiềm năng.
4. Chỉ phần đất thuộc quyền sở hữu công ty đã được đền bù và dự kiến sẽ giải phóng mặt bằng và hoàn chỉnh cơ sở hạ tầng trong vòng một năm mới được tính vào quỹ đất nền dự trữ.
5. Giá trị tài sản ước tính cuối cùng phải chịu thuế thu nhập doanh nghiệp 25%.

Chúng tôi ước tính trị tài sản ròng của quỹ đất dự trữ 102ha của DIG là 2.588 tỷ đồng, tương đương 2,6 triệu đồng/m². Giá trị đất nền tại dự án Đại Phước, Vĩnh Yên chiếm 2/3 giá trị NAV ước tính.

Hình 4: NAV của 102ha MLA của DIG

Dự án – (tỷ lệ sở hữu %)	NAV (tỷ đồng)	mla (ha)	Diện tích dự án (ha)	Diện tích đất sạch (ha)
Đại Phước – DIG (100%)	776	36,6	98,3	98,3
Đại Phước – VinaCap, Lotus (28 %)	163	3,1	22,4	22,4
Đại Phước – VinaCap, khác (28%)	295	20,0	178,2	178,2
Đại Phước – JVs (22%)	12	7,7	87,8	87,8
Khu biệt thự An Sơn Đà Lạt	50	2,9	37,0	37,0
KDC Hiệp Phước (38%)	39	3,5	21,5	19,1
KĐT Nam Vĩnh Yên	1.205	26,0	447,0	65,0
KĐT Phú Mỹ (80%)	47	2,0	27,9	6,0
Tổng diện tích MLA (ha)		101,8		
Tổng NAV của MLA (tỷ đồng)	2.588			

Nguồn: VCSC dự báo

Hình 5: Tóm tắt các giả định về giá bán của các dự án

Dự án	Triệu đồng/m ²	Cơ sở tính giá/ dự án so sánh
Đại Phước – DIG	4,2	Giá thị trường từ 2.8 – 3.8 triệu đồng/m ² tại Đồng Nai
Đại Phước – VinaCap, dự án Lotus	10,0	Giá đất ước tính tại dự án VinaCapital Lotus
Đại Phước – VinaCap, các dự án khác	5,0	Tăng 20% so với giá đất DIG do ảnh hưởng của DU Lotus
Đại Phước – JVs	3,4	Chiết khấu 20%, tiến độ chậm, chưa khởi công
Khu biệt thự An Sơn Đà Lạt	5,6	Giá trung bình của các căn hộ đã bán
KDC Hiệp Phước	3,0	Giá thị trường từ 2.8 – 3.8 triệu đồng/m ² tại Đồng Nai
KĐT Nam Vĩnh Yên	7,5	CK* 12% so với giá 8,5tr. đồng/m ² của DU Nam Đàm Vạc
KĐT Phú Mỹ	5,5	Giá thị trường ước tính trong khu vực

Nguồn: VCSC ước tính, (*) Chiết khấu

Định giá dự án Đại Phước

Giá đất Đại Phước là một trong những nhân tố có vai trò quan trọng trong mô hình định giá của chúng tôi và chúng tôi dự báo giá đất tại khu vực này sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2011 khi tiến trình xây dựng và chào bán dự án Đại Phước Lotus của VinaCapital và sân golf 18 lỗ hoàn thành. 332 vila của dự án Đại Phước Lotus được xây dựng trên diện tích 22.4ha có giá ban đầu là 12,5 triệu đồng/m², bao gồm tiền đất và xây dựng công trình, trong đó giá đất ước tính tại khu này là 10 triệu đồng/ m². Chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ đem lại hiệu ứng tích cực cho giá đất của các khu vực xung quanh. Giá bán đất nền hiện tại ở khu vực xung quanh Đồng Nai đang dao động trong khoảng 2,8 – 3,8 triệu đồng/m².

Đối với mô hình định giá, chúng tôi chia dự án Đại Phước (xem phụ lục để biết thêm chi tiết) thành nhiều quỹ đất riêng biệt với cách tính giá đất dựa trên mục đích sử dụng đất dự kiến và hiện trạng dự án. Khu đất dự kiến có mật độ xây dựng cao như cao ốc phức hợp sẽ được bán với mức giá cao hơn đất dành cho nhà ở dân cư. Hơn nữa, việc dự án có được khởi công hay chưa cũng sẽ ảnh hưởng đến giá cả.

Hình 6: Tóm tắt dự án Đại Phước

	DIG mla (ha)	Giá	Kế hoạch	Tiến độ
Đại Phước – DIG* (100%)	36,6	4,2	Nhà ở	Đang triển khai
Đại Phước – VinaCap, Lotus (28%)	3,1	10,0	Resort/nghỉ dưỡng	Đang triển khai
Đại Phước – VinaCap (28%)	20,0	5,0	Phức hợp	Chưa khởi công
Đại Phước – JVs (22%)	7,7	3,4	Chưa có kế hoạch	Chưa khởi công
Tổng	66,7	4,6		
Chi phí trung bình/MLA		1,8		

Nguồn: VCSC ước tính, () DIG đã bán 59.360m² với giá 3,05 triệu đồng/m² trong năm 2009 nhưng chưa bàn giao*

Định giá dự án Vĩnh Yên

Quỹ đất tại KĐT Vĩnh Yên của DIG chiếm 33% giá trị NAV ước tính và là thành phần đóng góp giá trị quan trọng thứ hai trong mô hình định giá của chúng tôi. Vĩnh Yên nằm cách sân bay quốc tế Nội Bài 30 km về phía tây bắc và cách trung tâm thành phố Hà Nội 55km. Phía Nam của Vĩnh Yên là Hồ Đàm Vạc, dự kiến sẽ là trung tâm của một số khu du lịch dự kiến hình thành trong thời gian tới. KĐT Vĩnh Yên của DIG (xem phụ lục để biết thêm chi tiết) sẽ là dự án lớn thứ hai tại đây với diện tích 447ha, nhỏ hơn một chút so với 474 ha của dự án khu du lịch sinh thái nam Đàm Vạc do công ty CP Du lịch và Thương mại Sông Hồng làm chủ đầu tư. Trong các kế hoạch của dự án này, một số đã hoàn thành và một số còn đang triển khai, cụ thể như sân golf 18 lỗ đã khai trương vào tháng 11/2010 và các khu đất tại khu du lịch nam Đàm Vạc (39.5ha) đã ra mắt vào tháng 8/2010 sau đợt chào bán lần 2 vào tháng 11/2010 với giá 7-8,5 triệu đồng/m². DIG cũng vừa bắt đầu giải phóng mặt bằng và xây dựng cơ sở hạ tầng trong khu vực này trong khi tiến độ tại các dự án tương tự của các công ty bất động sản khác còn chậm hơn.

Tiến độ của dự án khu du lịch sinh thái nam Đàm Vạc đang quyết định giá trị đất hiện tại trong khu vực và đẩy giá đền bù tăng nhanh. Giá đền bù hiện tại của DIG tại dự án KĐT Vĩnh Yên là 150.000 đồng/m² so với giá năm 2008 là 38.000 đồng/m², tăng 200%/năm. DIG đã đền bù 65ha trong tổng số 447ha của dự án và có thể cung cấp 26ha đất nền khi quá trình giải phóng mặt bằng và xây dựng cơ sở hạ tầng hoàn tất. Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ đẩy nhanh tiến độ thực hiện để đưa quỹ đất tại Vĩnh Yên ra thị trường và cũng để kiểm soát giá đền bù. Với nhu cầu thị trường còn chưa thật sự sôi động thể hiện qua tiến độ chậm chạp của các dự án tại Vĩnh Yên, chúng tôi tin rằng giá bán bình quân trên thị trường đối với đất nền tại dự án Vĩnh Yên của DIG là 7,5 triệu đồng/m², thấp hơn 12% so với giá bán hiện tại ở khu du lịch nam Đàm Vạc.

Rủi ro

Khả năng tăng giá đối với mô hình định giá của chúng tôi là giá bán đất nền của dự án Đại Phước và Vĩnh Yên cao hơn dự kiến. Giá trị đất nền có thể ghi nhận tại hai dự án này chiếm khoảng 66% giá trị NAV ước tính của chúng tôi. Cứ mỗi 5% giá tăng tại Đại Phước hoặc Vĩnh Yên, NAV tương ứng sẽ tăng khoảng 2-2,5%. Ngoài ra, việc hoàn thành giải phóng mặt bằng và cơ sở hạ tầng sớm hơn dự kiến của dự án tại Hậu Giang (46ha trong tổng số 203ha đã đền bù trong 3Q2010) có thể bổ sung thêm 18.4ha đất nền, tương ứng tăng 18% trong mô hình tính NAV.

Rủi ro giảm giá đối với mô hình định giá của chúng tôi là tình hình kinh doanh dự án Đại Phước và Vĩnh Yên diễn ra chậm hơn dự kiến. DIG vẫn chưa bán đất nền trực tiếp cho người mua ở cả hai dự án. Nhu cầu của người mua đối với phân khúc đất resort/nghỉ dưỡng sẽ được kiểm chứng khi việc mở bán tại hai thành phố mới phát triển này khởi động vào năm 2011.

Tóm tắt tài chính

KQKD (Tỷ đồng)	2008	2009	2010F
Doanh thu thuần	654	1.631	1.006
Giá vốn hàng bán	470	926	354
Gross profit	184	705	652
Chi phí bán hàng	39	51	53
Chi phí hoạt động	42	72	77
Lợi nhuận hoạt động/EBIT	102	582	522
Lợi nhuận tài chính	4	-42	100
Lợi nhuận khác	261	215	82
EBITDA	367	756	704
Khấu hao	-	-	-
EBIT	367	756	704
Chi phí lãi vay	18	20	27
Lợi nhuận trước thuế	349	736	677
Thuế	93	124	169
LNST	256	612	508
Lợi ích cổ động thiểu số	-5	5	5
LNST công ty mẹ	261	607	503

CĐKT (Tỷ đồng)	2008	2009	2010F
Tài sản lưu động	1.660	2.301	2.554
Tiền và tương đương tiền	293	1.040	485
Đầu tư ngắn hạn	328	108	258
Phải thu khách hàng	110	394	642
Hàng tồn kho	825	668	936
TSLĐ khác	104	91	233
Tài sản dài hạn	1.022	1.280	1.336
Tài sản cố định	207	211	220
CP xây dựng cơ bản dở dang	23	37	50
ĐT dài hạn khác	104	112	136
ĐT vào công ty LK, LD	571	842	868
Tài sản dài hạn khác	117	78	62
Tổng tài sản	2.682	3.581	3.890

Nợ phải trả	1.979	1.175	1.414
Vay và nợ ngắn hạn	1.701	749	929
Vay ngắn hạn	39	65	70
Phải trả người bán	53	84	46
Người mua trả tiền trước	1.134	38	391
Chi phí phải trả	155	76	161
Các khoản phải trả NH khác	320	485	262
Vay và nợ dài hạn	278	426	485
Vay dài hạn	268	424	476
Các khoản phải trả DH khác	10	2	9

Vốn chủ sở hữu	704	2.409	2.609
Vốn điều lệ	370	700	1.000
Thặng dư vốn cổ phần	143	1.046	1.046
Cổ phiếu quỹ	-	-	-102
Lợi nhuận giữ lại	105	480	521
Quỹ khác thuộc VCSH	34	138	90
Lợi ích CĐTS	52	45	54
Tổng cộng nguồn vốn	2.683	3.584	4.023

Tăng trưởng	2008	2009	2010F
Doanh thu %	na	149	-38
EBITDA %	na	106	-7
EBIT %	na	106	-7
LNST %	na	133	-17
EPS %	na	23	-42

Tỷ suất LN gộp %	28	43	65
EBITDA/Doanh thu %	56	46	70
EBIT/Doanh thu %	56	46	70
EPS (VND)	7.054	8.671	5.030
DPS (VND)	na	2.100	1.000
BVPS (VND)	19.027	34.414	26.090

Các chỉ số tài chính	2008	2009	2010F
Thanh khoản			
Khả năng TT hiện hành	1,0	3,1	2,7
Khả năng thanh toán nhanh	0,4	2,0	1,5

Khả năng sinh lợi			
ROE %	na	43	21
ROA %	na	19	13
ROIC %	na	34	18

Hiệu quả hoạt động			
Số ngày phải thu	na	6,5	1,9
Số ngày phải trả	na	11,2	9,5
Số ngày tồn kho	na	1,2	0,4

Đòn bẩy tài chính			
Nợ / Vốn CSH %	44	20	21
Nợ / Vốn sử dụng %	11	14	14
Khả năng trả lãi vay (x)	6	30	26

Định giá	2008	2009	2010F
Tại giá thị trường			
P/E (x)	na	8,2	6,2
P/B (x)	na	3,2	1,6
EV/EBITDA (x)	na	11,9	8,2

Nguồn: Bloomberg

Phụ lục

Phụ lục 1: Khu vực Chí Linh 100ha



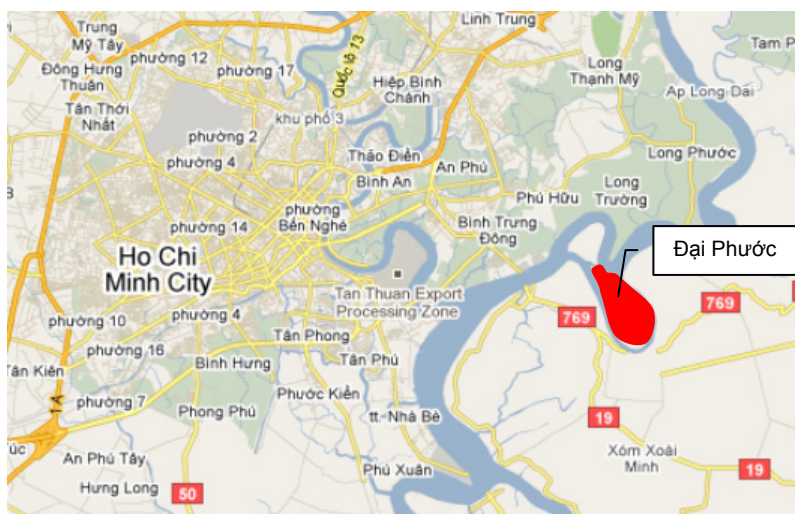
Phụ lục 2: Vũng Tàu



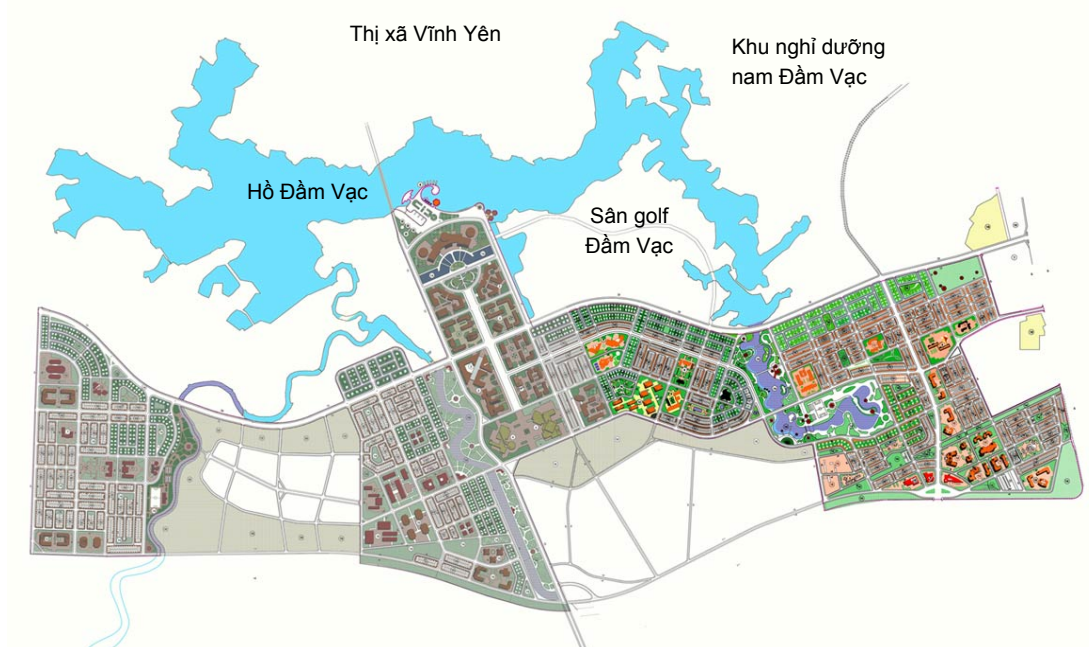
Phụ lục 3: Đại Phước 464ha



Phụ lục 4: Đại Phước



Phụ lục 5: KĐT nam Vĩnh Yên 447ha



Phụ lục 6: Vĩnh Yên



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Tu Vu, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của tôi về công ty này. Tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
T : +84 8 3914 3588 F: +84 8 3914 3209

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
T: (84) 8 3914 3588 F: (84) 8 3914 3209

Chi nhánh Hà Nội

18 Ngô Quyền, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
T : (84) 4 6262 6999 F : (84) 4 6278 2688

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
T: (84) 8 3914 3588 F: (84) 8 3821 6186

Phòng Nghiên Cứu**Giám đốc Nghiên Cứu**

Marc Djandji, M.Sc., CFA, ext 116
marc.djandji@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên Cứu

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Ông Thị Thanh Thảo, ext 107

Trưởng phòng, Hoàng Thị Hoa, ext 146

CV cao cấp, Trương Vĩnh An, ext 143

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Phạm Cẩm Tú, ext 120

Chuyên viên, Vũ Thanh Tú, ext 105

Chuyên viên, Võ Xuân Quỳnh, ext 145

Chuyên viên, Hoàng Hương Giang, ext 142

Chuyên viên, Nguyễn Thị Ngọc Lan, ext 147

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức**Nước ngoài**

Michel Tosto
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước**Tp. Hồ Chí Minh**

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Lê Đức Cường
+84 4 6262 6999, ext 333
cuong.le@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.