

28/03/2011

Khuyến nghị: MUA

Tổng Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Xây dựng (DIG)
Mã CK: DIG, Ngành: Bất Động Sản
Sàn: HOSE

Giá mục tiêu: 40.000 VND

Giá ngày báo cáo: 28.400 VND

“Chúng tôi đã có buổi làm việc tại văn phòng Tổng Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Xây dựng (Hose: DIG) vào ngày 22/03/2011. Dưới đây là tóm tắt nội dung thảo luận và nhận định nhanh.”

Trần Thị Thuỷ Tiên
Chuyên viên phân tích
tienttt@fpts.com.vn

Khối phân tích và tư vấn đầu tư
CTCP Chứng Khoán FPT-FPTS
29-31 Nguyễn Công Trứ, Phường Nguyễn
Thái Bình, Quận 1, TP.Hồ Chí Minh
www.fpts.com.vn

• **Hoạt động kinh doanh trong năm 2011 của công ty diễn ra tốt** nhờ nguồn lợi nhuận vững chắc từ dự án Lakeside, Chung cư Thủy Tiên, khu dân cư Phú Mỹ, Hiệp Phước, khu biệt thự An Sơn và Nam Vĩnh Yên, đa phần các dự án này đã hoàn thiện về xây dựng và đang triển khai bán hàng cho khách hàng.

• **Năm 2011, công ty đặt kế hoạch tăng 45% về doanh thu là 2.000 tỷ so với năm 2010 và lợi nhuận trước thuế tăng nhẹ 12,8% là 780 tỷ đồng**, doanh thu năm 2011 một phần sẽ được ghi nhận tăng thêm so với năm 2010 đến từ khoản phải thu của dự án Đại Phước do việc định giá lại tài sản góp vốn với các liên doanh làm gia tăng giá trị đầu tư mà DIG nhận được, khoản phải thu này sẽ tiếp tục được thu tiếp trong năm nay với số tiền lên đến 550 tỷ.

• **Đặc thù của DIG là được hưởng lợi thế từ công ty trực thuộc Bộ Xây dựng và một phần mang trọng trách cải tổ bộ mặt các đô thị lớn (giống Sudico tại miền Bắc)**, phần lớn đất đai của DIG được giao chứ không phải đi mua lại hay tự tích lũy như các công ty BĐS cổ phần tư nhân khác.

• **Dự án Đại Phước dự kiến sẽ đem lại nguồn thu lớn từ năm 2013** khi các dự án tại khu vực này (DIG đã góp vốn 28% với các đối tác lớn như Vinacap) bắt đầu thu hoạch.

• **Một dự án quan trọng khác của DIG là dự án Nam Vĩnh Yên (Vĩnh Phúc)** trong năm nay DIG vẫn tiếp tục đền bù thêm phần đất còn lại. Chúng tôi cũng nhận thấy rằng DIG có thanh khoản khá mạnh với tổng lượng tiền mặt và đầu tư ngắn hạn khoảng 685 tỷ đồng tính đến quý 4/2010. Đây sẽ là lợi thế giúp DIG xúc tiến nhanh việc đền bù để triển khai nhanh việc bán hàng.

• **Kể từ năm 2011, DIG sẽ chịu tác động từ việc Nghị định 69 & 71 có hiệu lực có thể làm chậm tiến độ triển khai dự án**, điều này sẽ tác động lên toàn bộ ngành bất động sản và các công ty bất động sản sẽ chịu tác động nhiều hơn.

• **Cơ cấu cổ đông lớn là Bộ xây dựng Việt Nam (các cá nhân giữ vị trí quan trọng trong bộ máy quản lý của DIG)** đây là điểm thuận lợi để phát triển quỹ đất cho DIG tuy nhiên, khi các nhân vật quan trọng này có thể chịu sự điều chuyển công tác mà cổ đông không biết trước cho đến khi quyết định được công bố rộng rãi.

• **DIG có quỹ đất sạch lớn với tổng diện tích là 478 ha, chủ yếu nằm tại Vũng Tàu và Đồng Nai.** Với giá hiện tại là 28.400đ/cp (*), EPS dự phóng năm 2011 đạt 5.315 vnd/cổ phiếu, DIG có P/E dự phóng là 4,75 lần, là mức hợp lý so với các

Biểu đồ giá giao dịch



Giá thấp nhất trong 52 tuần(*)

26.200 vnd

Giá cao nhất trong 52 tuần

74.000 vnd

KLGD BQ trong 3 tháng

160.788 cổ phiếu

Cổ phiếu lưu hành

97,828 triệu cp

Vốn điều lệ

1.000 tỷ đồng

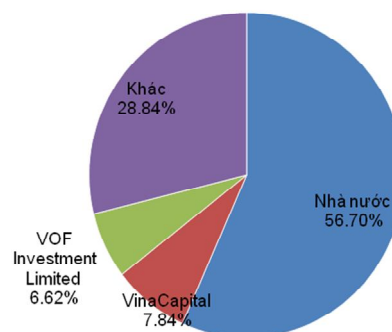
Vốn hóa thị trường

2.840 tỷ đồng

Sở hữu nhà đầu tư nước ngoài

14,46 %

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: DIG

doanh nghiệp cùng ngành. Thêm vào đó, cổ phiếu này còn hấp dẫn xét về mặt giá trị tài sản ròng (NAV). Theo ước tính NAV của DIG hiện nay vào khoảng 40.000 đồng (xem thêm phần định giá) thì mức giá hiện tại của DIG đang được chiết khấu 29% so với phần định giá theo phương pháp NAV (trong đó NAV chúng tôi chưa tính việc chia cổ phiếu thưởng 25% năm 2010)(*).

Do vậy, cổ phiếu DIG thích hợp để MUA cho mục đích đầu tư trung hạn.

(*)HĐQT DIG dự kiến trình ĐHCĐ vào ngày 16/04/2011 về việc chia cổ tức và cổ phiếu thưởng năm 2010 với tỷ lệ 45%

Một số chỉ tiêu tài chính quan trọng

	2008	2009	2010
EPS	7.061	5.732	5.256
P/E	—	—	7,36
Book value	18.264	22.766	23.225
ROE	64,16%	39,92%	21,46%
ROA	12,84 %	18,38%	13,3%
Tổng nợ/TTS	0,74	0,36	0,37
Tỷ lệ cổ tức	—	20%	45%

Nguồn: DIG

Tóm tắt hoạt động kinh doanh

Ngày 13/03/2008 Cổ phần hóa Công ty Cổ phần Tổng Công ty Đầu tư Phát triển Xây dựng.

Ngày 19/8/2009 Công ty chính thức niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh.

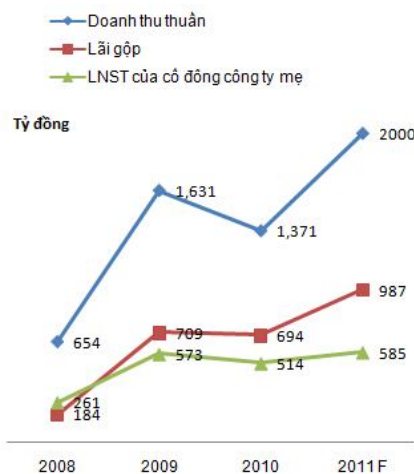
Lĩnh vực hoạt động chính

- Đầu tư phát triển các khu đô thị mới và khu công nghiệp, đầu tư kinh doanh phát triển nhà và hạ tầng kỹ thuật khu đô thị, khu công nghiệp, khu chế xuất, khu công nghệ cao, khu kinh tế mới.

- Xây dựng các công trình công nghiệp và dân dụng, công trình kỹ thuật hạ tầng và khu công nghiệp, công trình giao thông, thủy lợi, công trình cấp thoát nước và xử lý môi trường, công trình đường dây và trạm biến thế điện.

- Lắp đặt các kết cấu thép, các sản phẩm cơ khí và mã kẽm, các thiết bị cơ điện kỹ thuật công trình.

Hoạt động kinh doanh qua các năm



Nguồn: DIG

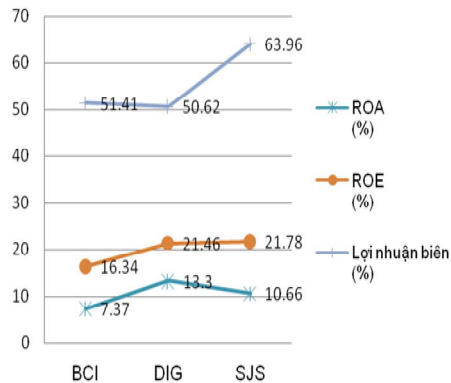
▪ Năm 2010 Công ty lãi ròng 514,19 tỷ đồng, giảm 10,3% so với 2009 nhưng vượt kế hoạch năm đề ra là 500 tỷ

Năm 2010 DIG đặt mục tiêu 2.000 tỷ đồng doanh thu và 500 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế. Như vậy, với kết quả đạt được DIG mới chỉ hoàn thành 68,5% kế hoạch doanh thu (kế hoạch là 2.000 tỷ) nhưng vượt gần 3% kế hoạch lợi nhuận. Riêng doanh thu thuần DIG năm 2010 là 1.370 tỷ đồng so với năm 2009 giảm 16% tương đương mức giảm 260 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế hợp nhất đạt 514,19 tỷ đồng, giảm 10,3% so với năm 2009.

KQHĐKD (Triệu đồng)	2009	2010	± 2010/2009
Doanh thu thuần	1.631.057	1.370.923	-15,95%
Giá vốn hàng bán	921.720	677.010	-26,55%
Lãi gộp	709.336	693.913	-2,17%
Doanh thu tài chính	74.245	144.426	94,53%
Chi phí tài chính	51.101	66.973	31,06%
Doanh thu tài chính thuần	23.144	77.453	234,66%
Chi phí bán hàng	51.018	57.809	13,31%
Chi phí QLDN	71.779	82.287	14,64%
Lãi/lỗ từ HĐKD	609.684	631.270	3,54%
Thu nhập khác	81.155	73.060	-9,98%
Chi phí khác	7.957	7.531	-5,36%
Lợi nhuận khác	73.198	65.529	-10,48%
Lãi(lỗ) từ công ty liên kết	13.209	5.249	-60,26%
Lãi/lỗ trước thuế	696.091	691.549	-0,65%
Thuế TNDN-hiện thời	124.239	172.143	38,56%
Thuế TNDN-hoàn lại	6.022	—	—
Lãi/lỗ ròng	577.874	519.407	-10,12%
Lợi ích cổ đông thiểu số	4.692	5.220	11,24%
LNST của cổ đông công ty mẹ	573.181	514.187	-10,29%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	43,49%	50,62%	16,39%
Tỷ suất LNST	42,68%	50,44%	18,20%
Tỷ suất LNST	35,14%	37,51%	6,73%
ROE	39,92%	21,46%	- 46,24%
ROA	18,38%	13,3%	-27,64%

Nguồn: DIG

Các chỉ tiêu đánh giá tỷ suất sinh lợi của DIG năm 2010 ở mức trung bình so với hai doanh nghiệp SJS và BCI.



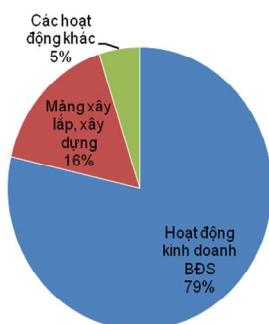
Nguồn: DIG và FPTs data

P/E của DIG là thấp nhất nếu so sánh với SJS và BCI.

Mã CK	P/E	P/B	Tổng TS (Tỷ)	Vốn CSH (Tỷ)
BCI	6,53	0,96	3.843,88	1.732,43
DIG	5,19	1,16	4.204,18	2.591,95
SJS	10,33	2,24	4.502,56	2.203,35

Nguồn: DIG và FPTs data

Cơ cấu doanh thu 2011F



Nguồn: DIG và FPTs data

Nhiều nguyên nhân dẫn đến tình trạng sụt giảm doanh thu lợi nhuận của công ty. Lý do đầu tiên là do việc triển khai các dự án BĐS của công ty không như kế hoạch. Khu siêu thị ở trung tâm Chí Linh vẫn chưa thỏa thuận được giá để bán do diện tích tương đối nhỏ. Như vậy công ty phải chuyển hướng sang tự kinh doanh siêu thị này.

Tiếp theo là Dự án Lakeside, công ty đã bán được 80% thuộc dự án này. Dự án này chỉ mới hoạch toán 30% doanh thu vào cuối năm 2010 và tiếp tục ghi nhận doanh thu vào năm 2011 theo tiến độ khi đã bàn giao nhà cho khách hàng.

Dự án Đại phước do DIG làm chủ đầu tư (98ha) hiện tại đã làm hạ tầng và trong giai đoạn thử tải nền đường do hạ tầng tại khu vực này cần phải làm kĩ nên thời gian triển khai kéo dài hơn dự kiến nên năm 2010 chưa phát sinh doanh thu.

Dự án Đại phước do DIG hợp tác với các đối tác bên ngoài như (VinaCap, Việt Thiên Lâm, J& D, K& D, đầu năm 2010 bắt đầu cùng triển khai xây thô các khu biệt thự tại các phân khu đã hoàn thiện cơ sở hạ tầng. Dự kiến các công ty liên doanh và DIG sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu, lợi nhuận từ việc bán các sản phẩm của mình từ năm 2013.

Khu biệt thự An Sơn Đà Lạt, việc ghi nhận doanh thu của dự án này cũng chậm hơn so với dự kiến (năm 2010) do tiến độ triển khai dự án giai đoạn cuối bị chậm hơn vì thời tiết mưa nên việc bàn giao nhà có thể sẽ đến Q.2/2011.

Ngoài ra khu đô thị Phú Mỹ và Hiệp Phước chưa ghi nhận được doanh thu do vẫn trong quá trình đền bù giải phóng mặt bằng. Hiện tại Phú Mỹ đã giải phóng được 84,17% mặt bằng trong khi Hiệp Phước đã giải phóng gần xong 88,83%. Một lý do khác là chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp đều tăng. Chi phí bán hàng chủ yếu là các chi phí để xúc tiến bán BĐS như quảng cáo, tham gia hội chợ, làm các sự kiện.

▪ Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2011

- **Mảng xây lắp, xây dựng đạt 327 tỷ đồng tăng 3,25 lần so với năm 2010:** Doanh thu từ mảng xây lắp trong năm nay dự kiến tăng mạnh so với năm 2010 do công ty đã ký được một hợp đồng xây lắp lớn với tổng trị giá 800 tỷ đồng. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận của mảng này khá thấp khoảng 7% trên doanh thu.

- **Các hoạt động khác** (bao gồm mua bán, sản xuất vật liệu, vật tư thiết bị phục vụ cho xây dựng, cung cấp dịch vụ...) chúng tôi ước tính doanh thu từ khoảng này được duy trì ổn định với 100 tỷ doanh thu trong năm nay, lợi nhuận gộp từ mảng là 18%.

- **Doanh thu từ hoạt động kinh doanh BĐS năm 2011 theo chúng tôi dự phóng như sau:**

STT	Dự án	2011 F (Tỷ đồng)
1	Chung cư Lakeside	300
2	Chung cư Thủy Tiên	35
3	Đại Phước (liên doanh với Vina - Đại Phước)	251
4	Khu dân cư Nam Vĩnh Yên	600

5	Khu dân cư Hiệp Phước	24
6	Khu biệt thự An Sơn	113
7	Khu dân cư Phú Mỹ	250
	Tổng doanh thu	1.573

Đa phần nguồn thu từ các dự án trong năm nay không có sự gia tăng đột biến, các dự án đem lại nguồn thu quan trọng như LakeSide, Đại Phước (chủ yếu là phần còn lại của phần thu từ chênh lệch định giá đất trong góp vốn), Nam Vĩnh Yên và Khu dân cư Phú Mỹ.

▪ Điềm qua một số dự án lớn của DIG

➤ Chung cư Lakeside

Là dự án thành phần của Dự án Khu trung tâm Chí Linh, tọa lạc tại một vị trí đặc biệt của TP biển Vũng Tàu, ngay bên cạnh hồ thể thao Bàu Trũng, Diện tích xây dựng 4 tòa chung cư cao cấp.

Dự án Lakeside khởi công vào năm 2008 và dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2011. Theo DIG cho biết, công ty đã bán được 80% trên tổng số căn hộ tại dự án này và sẽ ghi nhận khoảng 30% lợi nhuận vào quý 4/2010, khoảng 50% lợi nhuận sẽ ghi nhận trong năm 2011 và phần còn lại sẽ ghi nhận vào các năm kế tiếp.

➤ Khu phức hợp Phoenix

Là khu phức hợp gồm một khách sạn, một trung tâm thương mại và hai cao ốc căn hộ.

Dự án bắt đầu triển khai bán hàng. Dự kiến năm 2012, mới phát sinh doanh thu. Một phần dự án sẽ triển khai làm 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 chung cư Thủy Tiên

Địa điểm xây dựng dự án tại số 84 Trần Phú, phường 5, Thành phố Vũng Tàu, trên khu đất có diện tích đất 3.589m². Dự án có vị trí tuyệt vời để nghỉ dưỡng, lưng tựa núi, mặt hướng biển.

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.

➤ Dự án Gateway

Dự án chung cư cao cấp Vũng Tàu Gateway được tọa lạc tại khu vực phép liên hệ dễ dàng với Khu công nghiệp dầu khí; Khu Công nghiệp Đông Xuyên; Khu du lịch bãi sau; Khu du lịch Chí Linh – Cửa lấp; Khu du lịch Sài Gòn Atlantic; Khu công viên hồ thể thao Bàu Trũng và các đầu mối giao thông quan trọng là sân bay Vũng Tàu, bến xe Vũng Tàu, cảng thương mại...

DIG sử dụng 17.000m² để xây dựng theo phê duyệt ban đầu là một cao ốc phức hợp 34 tầng, phần còn lại trong số 23.933m² của quỹ đất này là 6.933 m², DIG đang có kế hoạch định giá lại để có thể chuyển nhượng với mức giá hợp lý.

Chung cư Lakeside



Khu phức hợp Phoenix



Dự án chung cư Thủy Tiên



Dự án Gateway



Khu biệt thự An Sơn Đà Lạt



➤ Khu biệt thự An Sơn Đà Lạt

Nằm trên đồi An Sơn, TP Đà Lạt, dự án là khu biệt thự An Sơn với 62 lô đất biệt thự.

Theo dự kiến ban đầu của công ty thì năm 2010 sẽ ghi nhận doanh thu từ dự án này, tuy nhiên do vì thời tiết không lợi cho việc xây dựng nên dự kiến sẽ có doanh thu từ dự án này vào quý 2 năm 2011, hiện tại đã bán hết 62 lô trong số gồm 48 lô biệt thự và 14 lô nhà biệt lập. Ước tính doanh thu từ dự án này trong năm 2011 là 113 tỷ đồng.

➤ Dự án Đại Phước

Đại Phước là Khu đô thị du lịch sinh thái Đại Phước (464ha) của DIG. Khu đô thị Đảo này được quy hoạch với các khu nhà ở biệt thự, văn phòng, khách sạn, trung tâm thương mại.

Trong năm 2011, công ty tiếp tục hoàn thiện về hạ tầng cho dự án này. Dự án được triển khai trên quỹ đất 464 ha trong đó

Dự án Đại Phước



- 98 ha là đất do DIG làm chủ đầu tư, công ty cũng đã bán 6 ha từ 5 năm trước với giá bán bình quân là 3 triệu đồng/m² nhưng lợi nhuận vẫn chưa được ghi nhận do công tác xây dựng cơ sở hạ tầng chưa hoàn thiện. Do đó, quyền sử dụng đất vẫn chưa được chính thức chuyển nhượng. Chúng tôi cho rằng việc chuyển nhượng có thể sẽ diễn ra trong năm nay và công ty sẽ ghi nhận khoảng 300 tỷ đồng doanh thu từ việc chuyển nhượng này.

- 288 ha được liên doanh vốn 4 đối tác gồm 200 ha liên doanh với VinaCap (22,4 ha là dự án Lotus và 178,2 ha là dự án khác của VinaCap), 88ha liên doanh với 3 đối tác còn lại là Việt Thiên Long, K&D và J&D và 78 ha Công ty cho thuê đất làm sân golf với giá thuê là 14USD/m²/năm trong 50 năm, tuy nhiên khoản thuê này đã được đóng 1 lần trong các năm trước. Tổng mức đầu tư ban đầu của 288 ha liên doanh này là 100 tr usd, DIG góp 28%. Trong năm 2009, 288ha đất nói trên được định giá với giá trị là 88 tr usd, như vậy DIG sẽ nhận thêm phần chênh lệch từ việc định giá lại tài sản góp vốn là 60 tr usd và công ty đã ghi nhận khoản tiền này dưới dạng doanh thu bán đất trong năm 2009 và năm 2010. Được biết cuối năm 2010, công ty còn phải thu từ khoản định giá góp vốn này là 250 tỷ đồng, do đó trong năm 2011 Công ty dự kiến sẽ ghi nhận phần còn lại khoảng 250 tỷ đồng.

➤ Khu dân cư Hiệp Phước

Vị trí dự án tại xã Hiệp Phước, N.Trạch, Đồng Nai.

Hiện nay, công ty đã đền bù được 19,1 ha trên 21,5 ha của dự án này. Theo chúng tôi dự kiến khả năng trong năm 2011 công ty sẽ triển khai bán 2 ha, doanh thu từ dự án này có thể 24 tỷ đồng tương ứng với mức giá bán khoảng 3 tr/m² của giá thị trường hiện nay.

➤ Khu dân cư Phú Mỹ

Vị trí của dự án tại Phú Mỹ, Tân Thành, BR-VT, với quy mô 27,9 ha.

Dự án DIG liên doanh với A.T.A với tỷ lệ góp của DIG là 80%, hiện nay đã đền bù 25 ha trong tổng số 29,7 ha, dự kiến sẽ đền bù hết phần còn lại đến quý 2/2011, 46% diện tích đất có thể sử dụng để bán. Trong năm 2011, DIG dự kiến bán 5 – 7 ha với mức 5,5 tr/m².

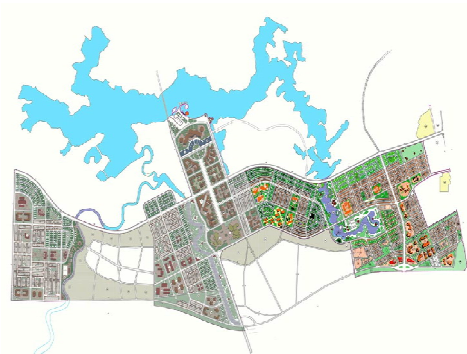
Khu dân cư Phú Mỹ



➤ Khu dân cư Nam Vĩnh Yên

Dự án tọa lạc tại Nam Tp.Vĩnh Yên, Vĩnh Phúc. Cách Thủ đô Hà Nội 50 Km, sân bay Nội Bài 30 Km, giáp với Quốc lộ 2A và đường cao tốc Hà Nội – Việt Trì (trong hệ thống đường xuyên Á). Mục tiêu của dự án là đầu tư xây dựng hoàn chỉnh một khu đô thị mới hiện đại, nhằm mở rộng TP.Vĩnh Yên.

Khu dân cư Nam Vĩnh Yên



Quỹ đất tại Vĩnh Yên là 1 trong 2 dự án lớn (ngoài Đại Phước) của DIG đóng góp quan trọng trong chiến lược kinh doanh trong những năm tới.

Theo thiết kế, dự án sẽ được đầu tư xây dựng hoàn chỉnh, đồng bộ với các công trình kiến trúc và hạ tầng kỹ thuật của một khu đô thị mới. Tiến độ xây dựng dự kiến sẽ kéo dài trong 13 năm (2010 – 2023). 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. Hiện tại, tại khu vực này đã có dự án khu du lịch sinh thái nam Đàm Vạc của công ty CP Du lịch và Thương mại Sông Hồng làm chủ đầu tư với quy mô 474 ha, đây là dự án sẽ làm gia tăng giá trị tăng thêm cho dự án tại Nam Vĩnh Yên của DIG. 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 với diện tích 65 ha trên 447 ha dự án với giá đền bù rất thấp là 38,000đ/m². Tuy nhiên, phần còn lại khoảng 130ha, chi phí đền bù sẽ cao hơn nhiều so với dự kiến ban đầu của công ty. Hiện tại, DIG có thể cung cấp 26 ha đất nền từ dự án này, theo kế hoạch trong năm nay DIG sẽ triển khai bán 7 - 10 ha trong số 26 ha đất nền.

- Định giá:

- Việc định giá quỹ đất của DIG hiện tại, chúng tôi phân loại theo 2 loại hình tài sản chính, đó là: dự án căn hộ, nhà ở và dự án đất nền.

Nguồn báo cáo tài chính 2010 DIG và FPTTS ước tính

WACC	2011(*)
Dư nợ vay (tỷ đồng)	562
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	2.592
Tổng (tỷ đồng)	3.161
Chi phí vốn bình quân	21,54%
Chi phí nợ bình quân	18%
WACC	20%

(*)Ghi chú: Việc tính WACC chưa tính đến kế hoạch phát hành trái phiếu năm 2011
 Chi phí vốn bình quân = tiền gửi có kỳ hạn 1 năm + cổ tức/thị giá

i) Đối với dự án nhà ở của DIG bao gồm các dự án sau được vào định giá là: Chung cư Lakeside, Dự án Gatewa, Khu phức hợp DIC Phoenix, Siêu thị DIC Mart, Khu phức hợp DIC Phoenix, Chung cư Thủy Tiên, An Sơn.

- Thời gian ước tính dòng tiền dự án là 2 năm vì đa phần các dự án đều đã triển khai bán hàng và chỉ còn hoạch toán tiến độ thu tiền. Chúng tôi ước tính tỷ suất chiết khấu của DIG là 20%.

Biên lợi nhuận ròng của từng dự án căn hộ, nhà ở chúng tôi ước dựa trên tính hiệu quả của từng dự án về IRR và NPV mà chúng tôi thu thập được.

ii) Đối với dự án đất nền của DIG hiện nay chúng tôi lựa chọn các dự án đã triển khai đền bù giải tỏa (đất sạch) như: Đại Phước, Nam Vĩnh Yên, Hiệp Phước, Phú Mỹ. Riêng đối với các dự án sắp triển (xem chi tiết bảng dưới) chúng tôi chỉ tính trên giá trị sổ sách mà công ty ghi nhận thực đã bỏ ra.

- Giá bán của mỗi dự án mà chúng tôi ước tính dựa trên giá trị thị trường thực tế đang giao dịch.

- Chi phí bỏ ra cho mỗi dự án để có thể bán được ra ngoài thị trường của chúng tôi bao gồm: chi phí chuyển nhượng ban đầu để DIG có thể sở hữu được diện tích đất này, chi phí đền bù, giải tỏa và chi phí xây dựng hạ tầng ban đầu, đường xá.

Ước tính NAV trên mỗi cổ phiếu	Giá trị thị trường có thể thực hiện được	Tỷ lệ thặng dư		
Giá trị các dự án (Tỷ đồng)	3.598			
Tiền và các khoản tương đương tiền + Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn (Tỷ đồng)	686,8			
Nợ ngắn hạn (Tỷ đồng)	169,893			
Nợ dài hạn (Tỷ đồng)	391,655			
Giá trị tài sản ròng (tỷ đồng)	3.723,25			
Thặng dư / Chiết khấu NAV		-5%	0%	5%
NAV cộng/ trừ sau khi chiết khấu (tỷ đồng)		3.537,09	3.723,25	3.909,41
Số lượng cổ phiếu lưu hành	97,828 triệu cổ phiếu đang lưu hành			
NAV/cổ phiếu lưu hành	~ 39.962			

Chúng tôi chọn tỷ lệ thặng dư trên NAV (premium on NAV) làm 5% ($\pm 5\%$) làm cơ sở để tính toán giá trị hợp lý của cổ phiếu. Tỷ lệ này được dùng để phản ánh tiềm năng sinh lời của các tài sản khác mà chúng tôi chưa thu thập được thông tin để định giá DIG.

Bảng định giá

STT	Tên dự án	Giá bán	Chi phí đầu tư	Diện tích định giá	Diện tích đất	Diện tích đất sạch	Giá trị (tỷ đồng)	Phương pháp định giá	Diễn giải	Ghi chú
1	Chung cư Lakeside	13 - 14 tr/m ²	9 tr/m ²	57.021m ²	11.601 m ²	11.601 m ²	154,43	Dòng tiền	WACC = 20%, Dòng tiền dự án 2 năm (tại thời điểm hiện tại)	Biên lợi nhuận ròng 30%
2	Dự án Gateway	12 tr/m ²	9,6tr/m ²	127.500 m ²	23.000 m ²	17.000 m ²	212,5	Dòng tiền	Chỉ định giá tên diện tích cao ốc phức hợp (17.000m ²)	Biên lợi nhuận ròng 20%
3	Siêu thị DIC Mart	50	27				16	Tài Sản	Như trên	
4	Khu phức hợp DIC Phoenix	14tr/m ²	9,8 tr/m ²	59.689m ²	15.071 m ²	15.071 m ²	174,09	Dòng tiền	Như trên	Biên lợi nhuận ròng 30%
5	Chung cư Thủy Tiên	18 tr/m ²	11 tr/m ²	16.151m ²	3.589 m ²	3.589 m ²	110,47	Dòng tiền	Như trên	Biên lợi nhuận ròng 39%
6	Đại Phước* (98,3ha)	7 tr/m ²	2.5 tr/m ²	36 ha	98,3 ha	98,3 ha	1.215	Tài Sản	(*) DIG đã bán 59.360m ² với giá 3,05 triệu đồng/m ² trong năm 2009 nhưng chưa bàn giao	37% đất sạch được đưa vào đất định giá
7	Đại Phước (liên doanh với VinaCap, Lotus (28%))	9.6 tr/m ²	2.5 tr/m ²	4.5 ha	22,4 ha	22,4 ha	67	Tài Sản	Resort/nghỉ dưỡng	20% đất sạch được đưa vào đất định giá
8	Đại Phước liên doanh với VinaCap, Khắc (28%)	7 tr/m ²	2.5 tr/m ²	17,8 ha	178,2 ha	178,2 ha	168	Tài Sản	Phức hợp	10% đất sạch được đưa vào đất định giá
9	Đại Phước (liên doanh với, Việt Thiên Lâm, J&D, K&D) (10 - 25%)	7 tr/m ²	1,8 tr/m ²	7,7 ha	88 ha	88 ha	66	Tài Sản	Chưa có kế hoạch	Sau thuế TNDN
10	Khu dân cư Nam Vĩnh Yên	8 tr/m ²	1,8 tr/m ²	26,0 ha	446,9 ha	65,0 ha	1.014	Tài Sản	40% đất sạch được đưa vào đất định giá	Sau thuế TNDN

11	Khu dân cư Hiệp Phước (38%)	3 tr/m2	1,8 tr/m2	3,5 ha	21,5 ha	19,1 ha	11,97	Tài Sản	18% đất sạch được đưa vào đất định giá	Sau thuế TNDN
12	Khu biệt thự An Sơn	5.2 - 6 tr/m2		2.9 ha	3.7 ha	3.7 ha	45	Tài Sản	Biệt thự, nhà ở cao cấp	Biên lợi nhuận ròng 30%
13	Khu dân cư Phú Mỹ (80%)	5 tr/m2	1,8 tr/m2	7,5 ha	29,7 ha	25 ha	144	Tài Sản	30% đất sạch được đưa vào đất định giá	Sau thuế TNDN
14	Khu đô thị mới Cửa Lấp				94 ha		–	Book value		
15	Khu đô thị du lịch Phương Nam				295 ha		–	Book value		
16	Khu du lịch sinh thái Long Tân				331 ha		–	Book value		
17	Khu đô thị Phường 4 Vị Thanh				203 ha	24	70	Book value		
18	Khu dân cư - Bệnh viện đa khoa Vĩnh Thanh				24 ha		–	Book value		
19	Trung tâm hội nghị triển lãm quốc tế Vũng Tàu				2,93 ha		139	Book value		
20	Khu dân cư và khu CN Xuân Thới Thượng				380 ha		3	Book value		
21	Dự án Khu đô thị An Thới, Phú Quốc				500 ha		–	Book value		
Tổng Cộng							3.598			

Tiến độ các dự án của DIG (tính đến thời điểm làm báo cáo 28/03/2011)

STT	Tên dự án	Vị Trí	Hình thức đầu tư	Quy Mô	Tiến độ
I	Khu trung tâm Chí Linh (99,7 ha) bao gồm	BRVT			
1	Chung cư Lakeside	BRVT	Chủ đầu tư	11.601 m2	Đang triển khai, đã bán 75%
2	Dự án Gateway	BRVT	Chủ đầu tư	23.000 m2	Chưa khởi công
3	Siêu thị DIC Mart	BRVT	Chủ đầu tư		
4	Khu phức hợp DIC Phoenix	BRVT	Chủ đầu tư	15.071m2	Đang triển khai
	Chung cư Thủy Tiên	BRVT	Chủ đầu tư	3.589 m2	Đang triển khai
II	Đại Phước (464 ha) bao gồm				
1	Đại Phước	Đồng Nai	Chủ đầu tư	98,3 ha	Đang triển khai
2	Đại Phước (liên doanh với VinaCap, Lotus (28%))	Đồng Nai	DIG góp vốn 28%	22,4 ha	Đang triển khai
3	Đại Phước (liên doanh với VinaCap, Khác 28%)	Đồng Nai	DIG góp vốn 28%	178,2 ha	Đang triển khai
4	Đại Phước (liên doanh với, Việt Thiên Long, J&D, K&D)	Đồng Nai	DIG góp vốn (10 - 25%)	88 ha	Chưa khởi công
5	Sân Golf	Đồng Nai		78 ha	Đã triển khai
III	Khác				
1	Khu dân cư Nam Vĩnh Yên	Vĩnh Phúc	Chủ đầu tư	446,9 ha	65ha/447ha đã đền bù
2	Khu dân cư Hiệp Phước	Đồng Nai	Liên doanh, DIG góp 38%	21,5 ha	Đang triển khai
3	Khu biệt thự An Sơn	Đà Lạt	Chủ đầu tư	3,7 ha	Đang triển khai
4	Khu dân cư Phú Mỹ	BRVT	DIG góp 80%, A.T.A góp 20%	28 ha	6ha/28ha*
5	Khu Đô Thị Phường 4, TX Vị Thanh, phường 4	Hậu Giang		203 ha	24ha/203ha đã đền bù
IV	Dự án sắp đầu tư				
1	Khu đô thị mới Cửa Lấp (Dự án Khu đô thị Bắc Vũng Tàu)	BRVT	Chủ đầu tư	94 ha	Chưa khởi công
2	Khu đô thị du lịch Phương Nam	BRVT	Chủ đầu tư	295 ha	Chưa khởi công
3	Khu du lịch sinh thái Long Tân	Đồng Nai		331 ha	Chưa khởi công
4	Khu dân cư - Bệnh viện đa khoa Vĩnh Thanh	Cần Thơ		24 ha	Chưa khởi công

5	Trung tâm hội nghị triển lãm quốc tế Vũng Tàu	BRVT	Liên doanh với đối tác Trung Quốc DIG 40%	2,93 ha	Chưa khởi công
6	Khu dân cư và khu CN Xuân Thới Thượng	Hóc Môn - HCM	Góp vốn DIG 40% và DIC Intraco 60%	380 ha	Chưa khởi công
7	Dự án Khu đô thị An Thới, Phú Quốc	Kiên Giang		500 ha	Chưa khởi công
Tổng cộng				2.645 ha	

▪ Rủi ro

Rủi ro lãi suất:

Tại thời điểm 31/12/2010 (Số liệu BCTC hợp nhất) vốn vay của DIG là 561.548 triệu đồng chỉ chiếm 13,35% tổng nguồn vốn. Tuy nhiên, trong thời gian tới, khi DIG triển khai các dự án lớn về bất động sản và xây dựng khu đô thị, cơ cấu vốn của DIG sẽ thay đổi, nhu cầu huy động vốn có thể sẽ rất lớn. Vì vậy, trong trường hợp có sự biến động về lãi suất vay vốn sẽ làm tăng chi phí lãi vay, có thể ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của DIG.

Rủi ro về luật pháp:

Ảnh hưởng của nghị định 69 và 71 đối với tiền nộp thuế sử dụng đất cũng như thị trường bất động sản trong thời gian gần đây. Thêm vào đó vẫn còn tồn tại nhiều quy định phức tạp, chồng chéo trong việc quản lý đất đai nói chung và kinh doanh bất động sản nói riêng. Điều này ít nhiều ảnh hưởng đến hoạt động quản trị, kinh doanh của DIG.

Rủi ro đặc thù ngành

- Giá cả nguyên liệu đầu vào (sắt thép, xi măng ...) của ngành xây dựng không ổn định làm ảnh hưởng đến chi phí và lợi nhuận của DIG.

- Bên cạnh đó ngành bất động sản thường gặp rủi ro về việc đền bù giải tỏa mặt bằng cho dự án. Phần lớn, đất quy hoạch cho các dự án đều là đất đang được sử dụng nên công tác giải phóng mặt bằng thường gặp một số khó khăn trong việc đền bù. Việc giải tỏa đền bù chậm sẽ làm chậm tiến độ thực hiện dự án và làm tăng chi phí đền bù giải tỏa, từ đó làm giảm lợi nhuận của DIG.

Rủi ro đặc thù của DIG

Theo chúng tôi, tiến độ dự án Đại Phước và Nam Vĩnh Yên có tính chất quyết định đến hoạt động kinh doanh chính của công ty trong thời gian tới. Tuy nhiên, đây là những dự án có quy mô lớn về nguồn vốn, đòi hỏi công ty phải có nguồn vốn dồi dào để triển khai. Vì vậy nếu thời gian triển khai kéo dài sẽ ảnh hưởng đến dòng tiền hoạt động của toàn công ty.

Tóm tắt tình hình tài chính

Bảng CĐKT (Triệu đồng)	2008	2009	2010
Tổng tài sản ngắn hạn	1.660.339	2.297.774	2.747.830
Tiền và các khoản tương đương tiền	292.886	1.040.027	435.856
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	327.931	107.940	250.940
Các khoản phải thu ngắn hạn	190.581	459.963	1.008.676
Hàng tồn kho	825.068	668.094	1.006.236
Tài sản ngắn hạn khác	23.874	21.750	46.122
Tổng tài sản dài hạn	1.022.295	1.307.256	1.456.357
Tài sản cố định	253.214	270.924	285.456
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	674.267	974.412	1.119.130
Tài sản dài hạn khác	94.814	61.920	51.770
Tổng tài sản	2.682.635	3.605.030	4.204.187
Nợ phải trả	1.978.987	1.263.185	1.552.789
Nợ dài hạn	278.106	425.991	398.790
Vốn chủ sở hữu	651.873	2.290.572	2.591.951
Lợi ích cổ đông thiểu số	51.775	51.272	59.427
Tổng cộng nguồn vốn	2.682.635	3.605.030	4.204.167

KQHKD (Triệu đồng)	2008	2009	2010
Doanh thu thuần	653.732	1.631.057	1.370.923
Giá vốn hàng bán	470.152	921.720	677.010
Lãi gộp	183.580	709.336	693.913
Thu nhập tài chính	83.683	74.245	144.426
Chi phí tài chính	20.947	51.101	66.973
Chi phí bán hàng	39.485	51.018	57.809
Chi phí QLDN	41.785	71.779	82.287
Lãi/lỗ từ HĐKD	165.045	609.684	631.270
Thu nhập khác	190.321	81.155	73.060
Chi phí khác	14.855	7.957	7.531
Lợi nhuận khác	175.466	73.198	65.529
Lãi(lỗ) từ công ty liên kết	8.498	13.209	5.249
Lãi/lỗ trước thuế	349.009	696.091	691.549
Thuế TNDN hiện thời	111.685	124.239	172.143
Thuế TNDN hoãn lại	18.826	6.022	
Lãi/lỗ ròng	256.150	577.874	519.407
Lợi ích cổ đông thiểu số	5.081	4.692	5.220
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	261.231	573.181	514.187
EPS	7.061	10.323	5.256

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (Triệu đồng)	2008	2009	2010
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	746.494	446.745	345.314
Tiền thu từ bán hàng, cung cấp dịch vụ và doanh thu khác	833.770	605.222	866.541
Tiền chi trả cho người cung cấp hàng hóa và dịch vụ	509.709	704.085	811.607
Tiền chi trả cho người lao động	36.285	47.173	71.369
Tiền chi trả lãi vay	10.896	10.018	15.386
Tiền chi nộp thuế thu nhập doanh nghiệp	12.293	104.374	61.923
Tiền thu khác từ hoạt động kinh doanh	580.926	248.779	161.222
Tiền chi khác cho hoạt động kinh doanh	99.019	435.096	412.792
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ đầu tư	307.609	94.119	192.613
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	149.314	1.099.767	64.244
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	289.570	747.141	602.171
Tiền và tương đương tiền đầu năm	—	292.886	1.040.027
Ảnh hưởng của thay đổi tỷ giá hối đoái quy đổi ngoại tệ	3.316		
Tiền và tương đương tiền cuối năm	292.886	1.040.027	437.856

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2008	2009	2010
Tăng trưởng			
Doanh thu (%)	—	149%	-16%
Lợi nhuận ròng (%)	—	119%	-10,29%
Tài sản (%)	—	34,38%	16,61%
Vốn chủ sở hữu (%)	—	251%	21%
Tăng trưởng EPS	—	-18,82%	-8,3%
Khả năng sinh lời	2008	2009	2010
Lợi nhuận gộp biên (%)	28%	43%	50,62%
EBIT biên (%)	14%	36%	40,4%
Lợi nhuận ròng biên (%)	46%	35%	37,51%
ROA	23%	18%	13,21%
ROE	87%	38%	20,75%
Hiệu quả hoạt động	2008	2009	2010
Hệ số vòng quay HTK	11,87	6,48	0,81
Hệ số vòng quay các khoản phải thu	1,14	1,23	2,15
Khả năng thanh toán	2008	2009	2010
Hệ số TT hiện hành	1,01	2,74	2,38
Hệ số TT nhanh	0,51	1,95	1,36

Diễn giải khuyến nghị

MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
NÀM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
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,

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi 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 các thông tin này,

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS, Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình,

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra,

Các thông tin có liên quan đến các chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch,fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức,

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

Tầng 2 – Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh
 Quận Đống Đa Hà Nội Việt Nam
 ĐT: (84,4) 3 773 7070 / 271 7171
 Fax: (84,4) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp, Hồ Chí Minh

31 Nguyễn Công Trứ P, Nguyễn Thái
 Bình
 Tp, Hồ Chí Minh Việt Nam
 ĐT: (84,8) 6 290 8686
 Fax: (84,8) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp, Đà Nẵng

124 Nguyễn Thị Minh Khai – Quận Hải
 Châu
 Tp, Đà Nẵng Việt Nam
 ĐT: (84,511) 3553 666
 Fax: (84,511) 3553 888