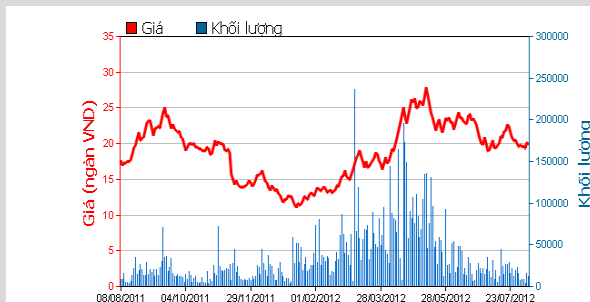


NTL (HSX)**CTCP PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ TỪ LIÊM****BẤT ĐỘNG SẢN****NẮM GIỮ****TRUNG HẠN****ĐỊNH GIÁ****21.500****Chuyên viên: Võ Thu Thủy****Email: thuy.vt@vdsc.com.vn****ĐT: 08 6299 2006 – Ext 313****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (07/08/2012)	20.000
Giá cao nhất (52 tuần)	27.800
Giá thấp nhất (52 tuần)	11.100
Số CP đang lưu hành	61.089.950
KLGDBQ/phần (10 phần gần nhất)	125.298
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.222
Trailing P/E (x)	
Forward P/E 2012 (x)	
P/BV (31/03/2012)	

Đồ thị giá 52 tuần

Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: tỷ đồng	2011	6T/12	2012P	2012F
DT	573,5	484,5	1.120,0	692,4
LNTT	121,2	43,9	550,0	84,7
LNST	95,9	24,4		55,7
VĐL	636,0	636,0		636,0
VCSH	819,2	839,1		786,2
TTS	2.049,4	2.011,4		2.150,9
ROE	11,5%			7,0%
ROA	4,7%			2,6%
EPS (VND)	1.537			912
GTSS (VND)	12.881			12.869
Tỷ lệ cổ tức	25%			15%

Nguồn: BCTC NTL, Rong Viet Securities ước tính

Trên cơ sở áp dụng nhiều phương pháp định giá (so sánh P/E, P/B và giá trị tài sản ròng NAV), chúng tôi xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu NTL hiện khoảng 21.500 đồng/cp, cao hơn ~8% với mức giá tham chiếu ngày 17/08/2012. Quan điểm của chúng tôi là khuyến nghị **NẮM GIỮ** trong **TRUNG HẠN** đối với cổ phiếu này. Đồng thời, nhà đầu tư giá trị có thể cân nhắc **MUA** cổ phiếu NTL khi giá thị trường điều chỉnh thấp hơn 30% so với mức định giá nêu trên.

Kết quả kinh doanh năm 2011 sụt giảm mạnh do việc kinh doanh tại dự án Trạm Trôi không đạt như kỳ vọng. Năm 2011, NTL đạt được mức doanh thu hợp nhất là 573 tỷ đồng, LNST là 96 tỷ đồng. So với mức thực hiện của năm 2010 thì doanh thu giảm 59% và lợi nhuận giảm 84%. Nguồn thu chủ yếu đến từ hoạt động xây lắp (~379 tỷ đồng) và từ bất động sản (~129 tỷ đồng). Nguồn thu bất động sản trong kỳ là từ bán các căn hộ của dự án Khu đô thị mới Dịch Vọng, riêng dự án Trạm Trôi không có khoản hạch toán nguồn thu lớn trong năm.

Kế hoạch kinh doanh năm 2012 khó thực hiện, EPS dự phóng 2012 ở mức 912 đồng/cp. Năm 2012, NTL đặt kế hoạch kinh doanh cho công ty mẹ là 1.120 tỷ đồng doanh thu và LNTT là 550 tỷ đồng; trong đó, doanh thu từ hoạt động xây lắp là 450 tỷ đồng và từ hoạt động kinh doanh bất động sản là 650 tỷ đồng. Qua tìm hiểu và phân tích, chúng tôi không đánh giá cao khả năng hoàn thành kế hoạch trên của Công ty. Mức dự phóng doanh thu và lợi nhuận năm 2012 của chúng tôi đối với NTL lần lượt là 692 tỷ đồng và 56 tỷ đồng, tương ứng với EPS năm 2012 là 912 đồng/CP (tính trên số lượng lưu hành bình quân là 61.089.950 cp).

Trước mắt, tiềm năng tăng trưởng của NTL hiện nằm ở 7ha đất sạch của dự án Trạm Trôi. Hiện Công ty đang sở hữu khoảng 7 ha đất sạch tại dự án Trạm Trôi và khoảng 4.000 m2 diện tích đất còn lại tại dự án Khu đô thị mới Dịch Vọng. Hai dự án mới là dự án Khu đô thị mới Tây Đô và Khu đô thị mới Hòa Sơn vẫn còn đang ở khâu cấp phép và chuẩn bị đầu tư. Với giá vốn chỉ khoảng 5 tr/m2 thì dự án Trạm Trôi thực sự là “con gà đẻ trứng vàng” cho NTL. Và đây là dự án trọng điểm mang lại nguồn thu và lợi nhuận cho NTL trong vài năm trở lại đây và trong thời gian tới.

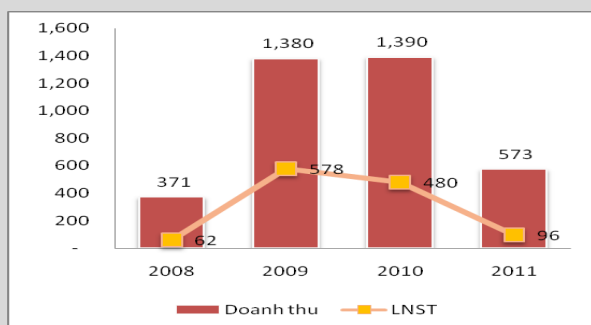
Năng lực tài chính mạnh và các sản phẩm kinh doanh đã hoàn thiện là hai ưu điểm nổi trội của NTL. Tính đến cuối quý 1/2012, tiền và các khoản tương đương tiền ghi nhận tại BCTC của Công ty là 281 tỷ đồng. Đồng thời, tỷ lệ Nợ vay/TTS cuối quý ở mức 1,5%; trong đó Công ty không sử dụng nợ vay dài hạn, mà phần lớn nguồn vốn được NTL chiếm dụng từ khoản tiền trả trước của khách hàng. Như vậy, nếu so sánh với trung bình ngành bất động sản, NTL là doanh nghiệp có năng lực tài chính mạnh với tỷ lệ tiền mặt hiện ở mức cao nhất và không sử dụng đòn bẩy tài chính. Thêm vào đó, NTL có ưu thế là lượng quỹ đất đang sở hữu có giá vốn rất thấp, và các sản phẩm kinh doanh đã hoàn thiện nên Công ty hoàn toàn chủ động về tiến độ bán hàng, có thể chờ đợi thị trường bất động sản khởi sắc hay giá tăng cao hơn nữa.

Rủi ro: Như đã đề cập ở trên, với sức khỏe tài chính tốt NTL gần như không chịu áp lực phải bán hàng hay áp lực tài chính như các doanh nghiệp khác. Rủi ro đối với hoạt động kinh doanh bất động sản của NTL mà chúng tôi

nhận thấy chính là rủi ro bán hàng. Trong bối cảnh thị trường bất động sản nói chung và khu vực Hà Nội nói riêng diễn biến rất ảm đạm và chưa có dấu hiệu rõ nét về sự phục hồi thì khả năng chôn vốn là vấn đề cần phải suy nghĩ của NTL.

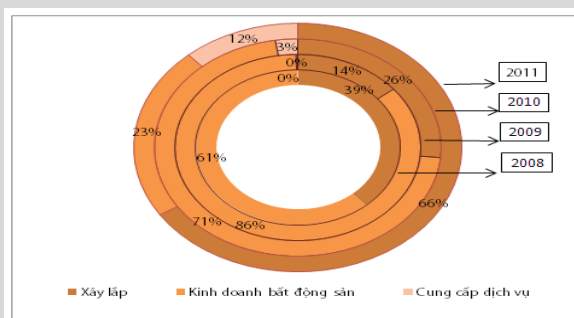
Về dài hạn, khả năng tăng trưởng của NTL là điều chúng tôi đặt câu hỏi lớn. Việc sở hữu lượng quỹ đất kinh doanh hạn chế như đã đề cập ở trên là một dấu hiệu cho thấy NTL đang ở giai đoạn cuối trong chu kỳ phát triển dự án. Sau khi khai thác hết dự án Trăm Trôi, tiến độ các dự án Tây Đô – Hoài Đức và Hòa Sơn – Hòa Bình là rất quan trọng nhưng hiện NTL chưa có chiến lược rõ ràng về việc triển khai các dự án này. Bên cạnh đó, tăng trưởng của Công ty trong những năm tới sẽ rất khó đạt cao dù giá đất Hà Nội có thể quay lại chu kỳ tăng giá. Nguyên nhân là việc tìm kiếm dự án có vị trí đẹp với giá vốn rẻ như dự án Trăm Trôi là rất không dễ dàng trong bối cảnh hiện nay.

Biểu đồ 01. Doanh thu và LNST của NTL từ 2008- 2011



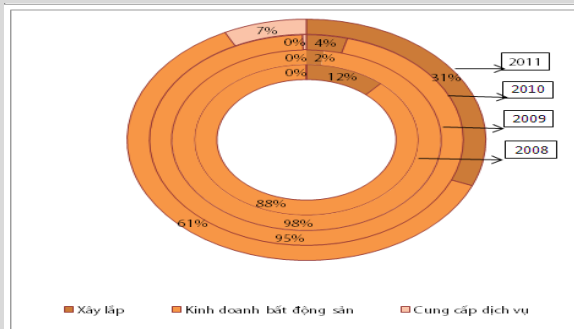
Nguồn: BCTC NTL, Rong Viet Securities ước tính

Biểu đồ 02. Cơ cấu doanh thu của NTL giai đoạn 2008 –2011



Nguồn: BCTC NTL, Rong Viet Securities ước tính

Biểu đồ 03. Cơ cấu lợi nhuận gộp của NTL từ 2008 - 2011



Nguồn: BCTC NTL, Rong Viet Securities ước tính

I. PHÂN TÍCH – DỰ PHÓNG

NTL hiện hoạt động trên 3 lĩnh vực: xây lắp, kinh doanh nhà và tư vấn thiết kế. Trong đó, nguồn thu chủ yếu đến từ hai mảng hoạt động là kinh doanh nhà và xây lắp, dịch vụ tư vấn thiết kế đóng góp không đáng kể. Nhìn chung, hoạt động kinh doanh bất động sản mang lại tỉ suất sinh lời gộp tốt ~61%, trong khi hoạt động xây lắp chỉ là ~9%.

Doanh thu và lợi nhuận giai đoạn 2008-2011 tăng trưởng không ổn định, có sự đột biến trong 2 năm 2009 và 2010 (Biểu đồ 01). Kết quả kinh doanh ấn tượng trong 2 năm này chủ yếu là do đóng góp từ mảng bất động sản, chiếm tỉ trọng doanh thu lần lượt là 71% và 86% và tỉ trọng lợi nhuận gộp lần lượt là 95% và 98% (Biểu đồ 02 & 03). Đây là nguồn thu từ chuyển nhượng ~9,4ha đất hạ tầng tại dự án Khu đô thị mới Bắc Quốc Lộ 32 (Trăm Trôi).

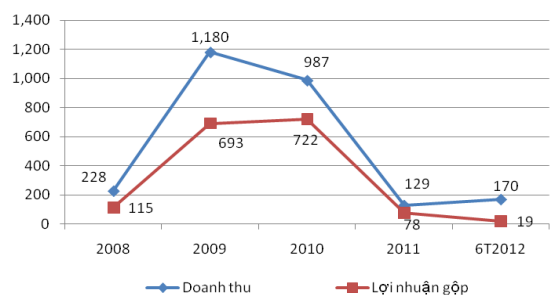
Kết quả kinh doanh năm 2011 sụt giảm mạnh do việc kinh doanh tại dự án Trăm Trôi không đạt như kỳ vọng. Năm 2011, NTL đạt được mức doanh thu hợp nhất là 573 tỷ đồng, LNST là 96 tỷ đồng. So với mức thực hiện của năm 2010 thì doanh thu giảm 59% và lợi nhuận giảm 84%. Nguồn thu chủ yếu đến từ hoạt động xây lắp (~379 tỷ đồng) và từ bất động sản (~129 tỷ đồng). Nguồn thu bất động sản trong kỳ là từ bán các căn hộ của dự án Khu đô thị mới Dịch Vọng, riêng dự án Trăm Trôi không có khoản hạch toán nguồn thu lớn trong năm.

Tỉ suất lợi nhuận ròng trong năm giảm mạnh từ 41,4% xuống 16,7% do biên lợi nhuận của hoạt động xây lắp thấp (~10%). Đồng thời, chi phí tài chính trong năm tăng mạnh, ~34 tỷ đồng trong khi chi phí này năm 2010 chỉ 900 triệu đồng. Chi phí tài chính tăng mạnh là do trích lập dự phòng giảm giá các khoản đầu tư ngắn hạn là 31 tỷ đồng (chủ yếu là cho cổ phiếu SJS).

Năm 2012, NTL đặt kế hoạch kinh doanh cho công ty mẹ là 1.120 tỷ đồng doanh thu và LNST là 550 tỷ đồng; trong đó, doanh thu từ hoạt động xây lắp là 450 tỷ đồng và từ hoạt động kinh doanh bất động sản là 650 tỷ đồng. Về cơ bản, khả năng hoàn thành kế hoạch kinh doanh năm nay của NTL chủ yếu phụ thuộc vào tiến độ kinh doanh tại dự án Trăm Trôi.

6T/2012, NTL đạt 485 tỷ đồng doanh thu và 24,4 tỷ đồng LNST. Nguồn thu từ hoạt động xây lắp là ~292 tỷ đồng, từ hoạt động kinh doanh bất động sản là

Biểu đồ 04. Doanh thu và LNG hoạt động kinh doanh BĐS của NTL từ 2008 - 6T2012*



* BCTC Công ty mẹ

Nguồn: BCTC NTL, Rong Viet Securities ước tính

~170 tỷ đồng. Do đặc thù của doanh nghiệp bất động sản là thường ghi nhận doanh thu và lợi nhuận vào thời điểm cuối năm; vì thế, kết quả kinh doanh trên hiện chưa phản ánh được thực lực của doanh nghiệp. Tuy nhiên, qua tìm hiểu và trao đổi với doanh nghiệp chúng tôi nhận thấy việc hoàn thành kế hoạch năm 2012 thực sự là một thách thức nếu không muốn nói là khó thực hiện đối với NTL bởi những diễn biến trầm lắng của thị trường bất động sản nói chung và khu vực Bắc Quốc lộ 32 nói riêng.

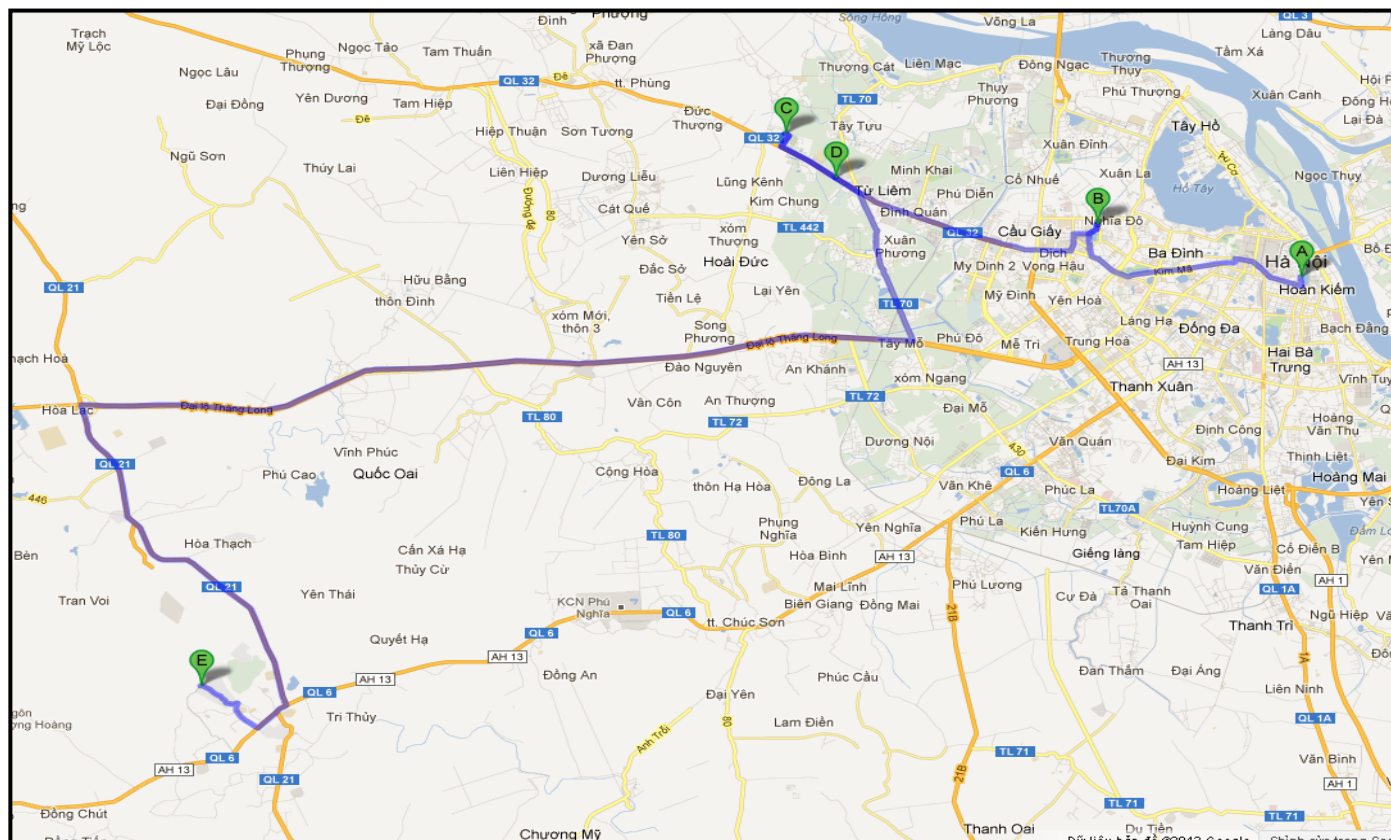
Doanh thu và lợi nhuận gộp

Hoạt động kinh doanh bất động sản

Kết quả kinh doanh năm 2011 sụt giảm nghiêm trọng. Năm 2011, mảng bất động sản đóng góp 129 tỷ đồng doanh thu và 78 tỷ đồng, giảm lần lượt 87% và 89% so với năm 2010. Nguyên nhân của sự sụt giảm là do việc kinh doanh nhà tại dự án Trạm Trôi trong năm vừa qua gần như đóng băng trước tình hình ảm đạm của thị trường bất động sản.

NTL hiện có số lượng quỹ đất đang khai thác rất hạn chế. Hiện Công ty đang sở hữu khoảng 7 ha đất sạch tại dự án Trạm Trôi và khoảng 4.000 m2 diện tích đất còn lại tại dự án Khu đô thị mới Dịch Vọng. Hai dự án mới là dự án Khu đô thị mới Tây Đô và Khu đô thị mới Hòa Sơn vẫn còn đang ở khâu cấp phép và chuẩn bị đầu tư.

Hình 01. Sơ đồ các dự án của NTL



A: Trung tâm Hà Nội

B: Khu đô thị mới Dịch Vọng

C: Khu đô thị Bắc Quốc Lộ 32

D: Khu đô thị Tây Đô

E: Khu đô thị Hòa Sơn

Nguồn: Google maps

Kế hoạch kinh doanh năm 2012 khó thực hiện. Năm 2012, Công ty đặt ra mức kế hoạch doanh thu đối với mảng bất động sản là 650 tỷ đồng. Tuy nhiên, qua khảo sát các dự án khu vực lân cận và thị trường bất động sản Hà Nội, chúng tôi cho rằng nếu NTL vẫn kiên quyết giữ mức giá bán như hiện nay (~30 tr/m²) thì khả năng kinh doanh thêm ~2 ha đất (tương ứng với ~600 tỷ đồng) để hoàn thành kế hoạch trên là không khả thi.

Dự phóng, 6T2012 hoạt động kinh doanh bất động sản mang về nguồn thu khoảng 170 tỷ đồng doanh thu và 19 tỷ đồng lợi nhuận gộp. Đây là nguồn thu từ các phần diện tích đã kinh doanh trong các năm trước, phần cho thuê tại Khu đô thị mới Dịch Vọng và từ một số dự án nhỏ khác. Chúng tôi dự phóng năm 2012, tổng doanh thu ở mảng bất động sản sẽ khoảng 220 tỷ đồng doanh thu và 69 tỷ đồng lợi nhuận gộp.

Về dài hạn, khả năng tăng trưởng của NTL là điều chúng tôi đặt câu hỏi lớn. Việc sở hữu lượng quỹ đất kinh doanh hạn chế như đã đề cập ở trên là một dấu hiệu cho thấy NTL đang ở giai đoạn cuối trong chu kỳ phát triển dự án. Sau khi khai thác hết dự án Trăm Trôi, tiến độ các dự án Tây Đô – Hoài Đức và Hòa Sơn – Hòa Bình là rất quan trọng nhưng có thể nói hiện NTL chưa có chiến lược rõ ràng về việc triển khai các dự án này. Bên cạnh đó, có thể thấy rõ tăng trưởng của Công ty trong những năm tới sẽ rất khó đạt cao dù giá đất Hà Nội có thể quay lại chu kỳ tăng giá. Nguyên nhân là việc tìm kiếm dự án có vị trí đẹp với giá vốn rẻ như dự án Trăm Trôi là rất không dễ dàng trong bối cảnh hiện nay.

Thông tin cập nhật về các dự án lớn của NTL:

1. Khu đô thị mới Bắc Quốc lộ 32 – Trăm Trôi – Hoài Đức (Hà Nội)

Dự án cách trung tâm Hà Nội ~7 km, gần 2 dự án là Kim Chung – Di Trạch và dự án Nam quốc lộ 32. Dự án có quy mô 38ha, diện tích thương mại ước tính 16,4 ha, được khởi công năm 2007 và khai thác kinh doanh năm 2009.

Đây là dự án chủ đạo nguồn thu của NTL trong các năm 2009 - 2010 và trong thời gian tới. Tuy nhiên, khả năng tiêu thụ của dự án là một "vấn đề" của NTL trong giai đoạn hiện nay.

Về tiến độ triển khai: Dự án này đã hoàn thành các thủ tục về mặt pháp lý và hoàn thiện hạ tầng về mặt cơ bản. Đến nay dự án đã bán còn lại 7 ha đất thương mại với giá vốn ~5 tr/m² và đang được NTL chào bán với mức giá trung bình dao động từ 30 – 35 tr/m² (đã có VAT).

Hạ tầng tốt nhưng tình hình tiêu thụ của dự án đang gặp khó khăn. Hiện các lô biệt thự của các phần diện tích đã bán tại dự án đã được xây dựng cơ bản hoàn chỉnh và đường Quốc lộ 32 cũng đã gần hoàn thiện, đã có hình hài của một con đường hiện đại, rộng rãi nối Thủ đô Hà Nội với thị xã Sơn Tây. Tuy nhiên, trái với tình trạng giá nhà đất tăng lên từng ngày hồi tháng 3/2011, tình hình tiêu thụ tại dự án Trăm Trôi cũng như nhiều dự án bất động sản dọc quốc lộ 32 đang rơi vào tình trạng ế ẩm, tâm lý tháo chạy khỏi thị trường Hà Nội đang trở nên rõ nét.

Theo khảo sát của Cafef, ở thời kỳ đỉnh cao của khu vực này là vào năm 2010, giá nhà đất lại nhiều dự án hai bên trục đường 32 như Tân Tây Đô, Kim Chung Di Trạch, huyện Hoài Đức, Đan Phượng... tăng lên nhanh chóng. Thời điểm "sốt"

nóng, giá đất ở khu vực này lên tới 60 - 70 triệu đồng/m², nhưng hiện nay giá đất khu vực này đang có sự sụt giảm nghiêm trọng. Tìm hiểu một số văn phòng môi giới bất động sản tại đây, hiện nay, các sản phẩm thuộc Dự án Kim Chung - Di Trạch đang có mức giảm giá lớn nhất, trung bình 30-50% so với thời điểm cuối năm 2010. Giá đất liền kề tại khu vực này đang chào bán từ 23-25 triệu đồng/m² đối với mặt đường nhỏ; mặt đường to, vị trí đẹp đang có giá khoảng 45 triệu đồng/m². Sau cơn sốt đất khu vực ngoại thành Hà Nội, giá đất nền tại đây đang đóng băng nhưng vẫn chưa quay về với giá trị thực tế và vẫn còn vượt xa khả năng chi trả của đa số người có nhu cầu nhà ở thực sự¹. Bên cạnh đó, thị trường bất động sản khu vực Hà Nội cũng đang diễn biến kém lạc quan. Theo Báo cáo thị trường bất động sản Hà Nội quý I/2012 của Savills Việt Nam vừa công bố, giá đất biệt thự, liền kề đã giảm thêm khoảng 20% so với quý IV/2011.

Chúng tôi cho rằng nếu NTL vẫn kiên quyết giữ mức giá bán như hiện nay, từ 30 – 35 tr/m² (đã có VAT) thì khả năng kinh doanh thêm ~2 ha đất (tương ứng với ~600 tỷ đồng) trong năm nay là không khả thi.

Mặc dù vậy, triển vọng bán hàng trong dài hạn của dự án là khả quan. Về cơ bản, khu vực Quốc lộ 32 là khu vực đông dân cư, nhiều trường đại học nên nhu cầu nhà ở cao, các dự án khu vực này lại được quy hoạch khá đồng bộ, nằm trong quần thể chung nên có thể tận hưởng được tiện ích từ nhiều các khu đô thị lân cận. Vì thế, về lâu dài đất dự án Trạm Trôi cũng như các dự án các khu vực này vẫn có sức hấp dẫn, vấn đề chỉ là giá cả hợp lý.

2. Khu đô thị mới Dịch Vọng – Cầu Giấy (Hà Nội)

Doanh thu và lợi nhuận từ dự này hầu như đã được ghi nhận trong báo cáo tài chính từ năm 2010 trở về trước. Dự án có quy mô 22,5 ha, nhưng hiện chỉ còn 4 tòa nhà chưa khởi công gồm tòa N0B1, N010, N011, và tòa hỗn hợp với tổng diện tích khoảng 4.000 m². Hiện giá tại khu vực này dao động ở mức 150 tr/m² đối với đất nền và 30 tr/m² đối với nhà chung cư. Theo Gafin, nếu so với thời điểm “sốt” của đầu năm 2011 thì mức giá đất nền khu vực này đã có sự sụt giảm khá lớn, khoảng 40%².

Diện tích còn lại tuy không lớn nhưng rất có tiềm năng vì vị trí đẹp cộng với hạ tầng đồng bộ. Thứ nhất, dự án nằm trên trục đường Nguyễn Phong Sắc kéo dài có mặt đường to, rộng, thông thoáng. Trong tương lai, đây sẽ là một trong những con đường chính kết nối trung tâm Hà Nội với phía Tây, tạo nên một hạ tầng đồng bộ. Thứ hai, dự án nằm gần khu vực Mỹ Đình, khu vực được chọn là nơi tập kết trụ sở của một số bộ ngành, cơ quan Chính phủ khi chủ trương xây dựng trung tâm hành chính ở Ba Vì đã bị hủy bỏ. Hiện, trụ sở Bộ Công an đã về đường Phạm Hùng, Bộ Ngoại giao và một số bộ khác cũng đang hồi hả xây trụ sở... Về lâu dài, khu vực này chắc chắn sẽ trở thành một trung tâm mới sầm uất ở cửa ngõ phía Tây Hà Nội³. Tuy nhiên, qua tìm hiểu của chúng tôi thì NTL hiện chưa có chiến lược triển khai đầu tư kinh doanh phần diện tích còn lại một cách cụ thể và rõ ràng.

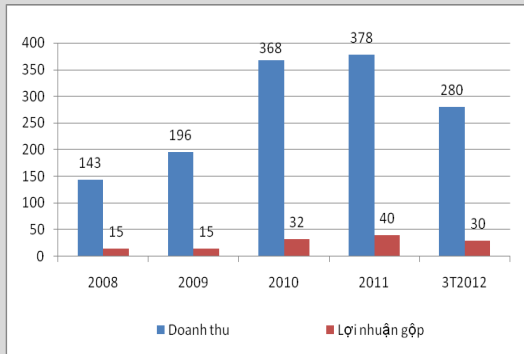
3. Dự án Khu đô thị mới Tây Đô – Hoài Đức (Hà Nội)

Dự án có quy mô 88 ha, hiện mới hoàn tất các thủ tục cần thiết và đang chờ quy

¹ <http://land.cafef.vn/20120725065645925CA43/bds-quoc-lo-32-con-duong-mat-gia.chn>

² <http://m.gafin.vn/2011022306311624p0c35/gia-dat-nen-khu-do-thi-dich-vong-ha-noi-len-toi-400-trieum2.htm>

³ <http://m.gafin.vn/2011022306311624p0c35/gia-dat-nen-khu-do-thi-dich-vong-ha-noi-len-toi-400-trieum2.htm>

Biểu đồ 04. Doanh thu và LNG hoạt động xây lắp của NTL từ 2008 - 3T2012


Nguồn: BCTC NTL, Rong Viet Securities ước tính

hoạch Hà Nội.

4. Dự án Khu đô thị mới Hòa Sơn – Lương Sơn (Hòa Bình)

Dự án có quy mô 38 ha, hiện đã hoàn thành xong giấy phép nhưng vẫn chưa giải phóng mặt bằng.

Hoạt động xây lắp

Tỉ suất lợi nhuận thấp nhưng ổn định. Hoạt động xây lắp có tỉ suất lợi nhuận gộp thấp (~9%) nhưng góp phần ổn định nguồn thu của NTL trong thời kỳ thị trường bất động sản có những tín hiệu bất lợi và hoạt động kinh doanh nhà trở nên khó khăn hơn. Ngoài việc thi công những công trình do chính công ty làm chủ đầu tư, NTL còn nhận thầu các công trình bên ngoài khác, chủ yếu là các công trình thuộc vốn ngân sách. Các hợp đồng xây lắp đều dựa trên khối lượng thực tế nghiệm thu và giá điều chỉnh theo giá thị trường các căn hộ, biệt thự. Do vậy, những rủi ro về biến động giá cả nguyên vật liệu được hạn chế đi nhiều. Tỷ trọng doanh thu từ xây lắp trong năm 2012 khả năng sẽ gia tăng đáng kể do sự sụt giảm của doanh thu từ bất động sản.

Kế hoạch doanh thu và lợi nhuận mảng xây lắp năm 2012 là có thể đạt được. Trong năm nay, Công ty đặt kế hoạch 450 tỷ cho hoạt động xây lắp; và trong 6 tháng đầu năm, hoạt động này đã mang về ~292 tỷ đồng doanh thu và 32 tỷ đồng lợi nhuận gộp, đạt 65% kế hoạch doanh thu. Tính phần hợp đồng xây dựng các căn biệt thự, nhà phố tại dự án Trạm Trôi cùng với một số hợp đồng bên ngoài, chúng tôi dự phóng trong năm nay NTL có khả năng đạt được mức dự kiến nguồn thu như trên. Tỷ suất lợi nhuận gộp vẫn duy trì ở mức 9%.

Doanh thu tài chính và các chi phí

Hoạt động đầu tư tài chính chiếm tỉ trọng thấp và không hiệu quả. Tính đến hết quý 1/2012, NTL hiện có danh mục đầu tư tài chính với tổng giá trị (ngắn hạn và dài hạn) là ~41 tỷ đồng; và so giá trị trị thường ngày 06/08/2012 thì danh mục này hiện đang lỗ ~4 tỷ đồng.

Bảng 01. Danh mục đầu tư tài chính của NTL tính đến 31/03/2012

				Giá trị đầu tư (triệu đồng)	Giá ngày 06/08/12	Giá trị thị trường (06/08/2012)	Chênh lệch
Đầu tư ngắn hạn							
	Giá	SL		680			
CTCP Sông Đà 9 (SD9)	16.044	36.400		584	9.400	342	(242)
CTCK VnDirect (VND)	11.600	20.000		232	11.500	230	(2)
CTCP Sông Đà Thăng Long (STL)	31.625	16.000		506	7.500	120	(386)
CTCP Sông Đà 7 (SD7)	20.333	3.000		61	9.800	29	(32)
Dự phòng				(702)			(0)
Đầu tư dài hạn							
	SH (%)	Giá	SL	39.929			
<i>Công ty liên kết</i>				29.051			
CTCP Xây dựng Bạch Đằng (BHT)	24,96	40.069	649.000	26.005	7.900	5.127	(20.878)
CTCP Phát triển nhà Tây Đô				3.046		3.046	(0)
<i>Khác</i>				51.149			
CTCP Sudico (SJS)		53.939	846.300	45.649	30.400	25.727	(19.922)
CTCP Chứng khoán Sao Việt (SVS)		10.000	550.000	5.500	3.600	1.980	(3.520)
<i>Dự phòng</i>				(40.271)			(0)
SVS				(2.860)			
SJS				(18.999)			
BHT				(18.412)			
Tổng				40.609		36.601	(4.008)

Nguồn: NTL, RONGVIET SECURITIES ước tính

Bảng 02. Một số chỉ tiêu tài chính của NTL

KHẢ NĂNG THANH KHOẢN	2009	2010	2011
Khả năng thanh toán hiện hành	2,02	1,82	1,72
Khả năng thanh toán nhanh	1,16	1,09	0,65
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,66	0,81	0,32
CẤU TRÚC TÀI CHÍNH			
Tổng nợ / VCSH	110,0%	125,7%	141,8%
Tổng nợ / TTS	52,4%	54,7%	57,5%
Vay ngắn hạn / VCSH	0,3%	1,3%	3,8%
Vay dài hạn / VCSH	0,0%	0,0%	0,0%
Vay ngắn hạn / TTS	0,2%	0,6%	1,5%
Vay dài hạn / TTS	0,0%	0,0%	0,0%

Nguồn: NTL, RONGVIET SECURITIES ước tính

Năng lực tài chính mạnh: Tính đến cuối quý 1/2012, tiền và các khoản tương đương tiền ghi nhận tại BCTC của Công ty là 281 tỷ đồng. Đồng thời, cơ cấu Nợ vay/TTS cuối quý ở mức 1,5%; trong đó Công ty không sử dụng nợ vay dài hạn, mà phần lớn nguồn vốn được NTL chiếm dụng từ khoản tiền trả trước của khách hàng. Như vậy, nếu so sánh với trung bình ngành bất động sản, NTL là doanh nghiệp có năng lực tài chính mạnh với tỷ lệ tiền mặt hiện ở mức cao nhất và không sử dụng đòn bẩy tài chính.

Doanh thu tài chính: chủ yếu là các khoản lãi tiền gửi, tiền cho vay và cổ tức lợi nhuận được chia. Tính đến cuối quý 1/2012, doanh thu tài chính của NTL ở mức ~6,6 tỷ tiền mặt; chúng tôi ước tính doanh thu này cả năm ở mức ~26 tỷ đồng.

Chi phí tài chính: chủ yếu là trích lập dự phòng giảm giá các khoản đầu tư tài chính. Tính đến cuối quý 1/2012, chi phí tài chính của NTL ở mức dương 1 tỷ đồng do có khoản hoàn nhập dự phòng khoảng 3 tỷ đồng. Chúng tôi dự phóng chi phí tài chính cả năm của NTL sẽ ở mức 7,7 tỷ đồng do trích lập thêm dự phòng giảm giá đầu tư tài chính.

Chi phí hoạt động của NTL chiếm tỉ lệ không đáng kể trên tổng doanh thu, ~6,5% trong năm 2011. Trong năm 2012, chúng tôi ước tính tỉ lệ này vẫn được duy trì, tương đương với ~48 tỷ đồng.

Kết luận: Dựa trên những lập luận và dự báo thận trọng của chúng tôi, năm 2012 NTL có khả năng đạt được mức doanh thu hợp nhất là 692 tỷ đồng và lợi nhuận ròng là 56 tỷ đồng. Với kết quả kinh doanh này, EPS năm 2012 tương ứng là 912 đồng/CP (tính trên số lượng lưu hành bình quân là 61.089.950 cp).

II. ĐỊNH GIÁ

Giá trị cổ phiếu của NTL được chúng tôi sử dụng 2 phương pháp là: So sánh (P/E, P/B) và Giá trị tài sản ròng (NAV) để xác định.

Phương pháp NAV

Ở phương pháp này, dựa trên cơ sở những thông tin thu thập được chúng tôi đã tiến hành đánh giá lại giá trị/ giá trị còn lại của các dự án mà NTL đang khai thác (dự án Trạm Trôi và Khu đô thị mới Dịch Vọng). Giá trị các dự án được được chúng tôi dùng phương pháp giá trị hiện tại của dòng tiền - NPV với mức chiết khấu là 24% để ước tính giá trị. Trong mô hình định giá của chúng tôi, do thiếu thông tin nên chúng tôi không tiến hành định giá 2 dự án mới mà NTL đang phát triển (Khu đô thị mới Tây Đô và Khu đô thị mới Hòa Sơn) do Công ty cũng chưa tiến hành triển khai đầu tư gì. Thay vào đó, chúng tôi sử dụng mức thặng dư 5% trên NAV nhằm phản ánh những tiềm năng sinh lời mà chúng tôi đã bỏ qua tại 2 dự án trên và một số dự án nhỏ khác mà NTL đang thực hiện.

Bảng 03. Tổng hợp giá trị và tiến độ các dự án đang và sẽ thực hiện của NTL

Tên dự án	Vị trí	Quy mô (m2)	Giá bán	Diện tích được định giá (m2)	Giá trị (tỷ đồng)
Khu đô thị mới Bắc Quốc lộ 32	Thị trấn Trạm Trôi, Hoài Đức, Hà Nội	380.238	30 triệu đồng/m2	70.000	1.575
Khu đô thị mới Dịch Vọng	Quận Cầu Giấy, Hà Nội	225.000	150 triệu đồng/m2	4.000	450
Khu đô thị Tây Đô (SH 50%)	Hoài Đức, Hà Tây	1.162.000	-		

Khu đô thị Hòa Sơn	Xã Hòa Sơn, huyện Lương Sơn, Hòa Bình	334.000	-
Tổng cộng			2.025

Nguồn: NTL, Rong Viet securities ước tính

Bảng 04. Kết quả định giá theo NAV

Đơn vị: tỷ đồng

Tổng giá trị các dự án	2.025
Tiền và các tài sản tương đương tiền + đầu tư tài chính (06/08/2012)	305
Các khoản phải thu	243
Tài sản ngắn hạn khác	110
TSCĐ + BĐS đầu tư	41
Tài sản dài hạn khác	26
Nợ ngắn hạn	1.096
Nợ dài hạn	33
Giá trị tài sản ròng (NAV)	1.620
Thặng dư trên NAV (5%)	86
NAV sau khi cộng thặng dư	1.701
Số lượng cổ phiếu lưu hành	61.089.950
NAV tính trên mỗi cổ phiếu (đồng)	27.837

Nguồn: BCTC HN Q2/2012 NTL, RONGVIET SECURITIES ước tính

Bảng 05. P/E, P/B ngành bất động sản

Mã CK	Vốn hóa TT (tỷ VND)	Trailing P/E	P/BV 31/03/12
BCI	1.662	19,0	0,9
DIG	2.287	22,2	0,9
HAG	15.691	18,3	1,7
IJC	3.263	9,8	1,0
NBB	661	10,8	0,7
NTL	1.458	25,1	1,8
TDC	1.040	5,3	0,8
Bình quân		17,3	1,4

Nguồn: NTL, RONGVIET SECURITIES ước tính

So sánh P/E, P/B

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/E và P/B để định giá cổ phiếu NTL. Trên cơ sở tính toán có trọng số 7 doanh nghiệp hoạt động trong ngành bất động sản niêm yết trên cả 2 sàn HSX, kết quả P/E P/B trung bình của ngành bất động sản hiện khoảng 17,3 và 1,4. Do kết quả này chịu sự chi phối nhiều của cổ phiếu HAG với giá trị vốn hóa lớn nên chúng tôi cho rằng mức P/E và P/B hợp lý cho cổ phiếu NTL sẽ lần lượt là 15,6 và 1,3; thấp hơn 10% so với mức bình quân ngành.

Như đã phân tích ở trên, EPS dự phóng năm 2012 của NTL ở mức 912 đồng/cp; với mức EPS này thì giá cổ phiếu của NTL theo tương quan về P/E, P/B của ngành sẽ bằng đồng/cp và đồng/cp.

Ma trận định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
NAV	27.837	50%	13.919
P/E	14.197	25%	3.549
P/BV	16.215	25%	4.054
Giá bình quân		100%	21.522

Như vậy, kết quả ma trận định giá theo phương pháp NAV, và so sánh P/E, P/B cho thấy hiện tại giá trị hợp lý của cổ phiếu của NTL xoay quanh mức 21.522 đồng/cp.

I. TỔNG QUAN CÔNG TY

Công ty Cổ phần Phát triển Đô thị Từ Liêm có tiền thân là doanh nghiệp Nhà nước được thành lập trên cơ sở sáp nhập ba xí nghiệp: Xí nghiệp Xây dựng Từ Liêm, Xí nghiệp vận tải thủy, Xí nghiệp gạch Từ Liêm vào năm 1992.

Công ty chính thức niêm yết trên HOSE vào tháng 12 năm 2007 với mã chứng NTL và số vốn điều lệ là 82 tỷ. Hiện NTL đang hoạt động với mức vốn điều lệ

CTCP Phát triển đô thị Từ Liêm

Tầng 2A-NO9B1-KDT Dịch Vọng-Cầu Giấy Hà Nội

ĐT: (84 4)222 14124

Fax: (844) 222 14134

Website: www.lideco.vn

Thành lập:

Năm 1974

Cổ phần hóa: Năm 2004
Niêm yết: Năm 2007

Quản trị - Điều hành

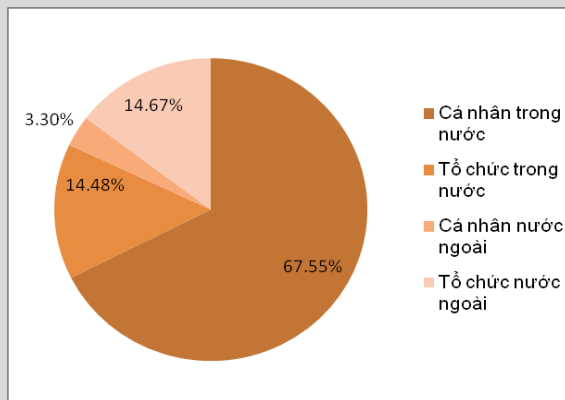
- Nguyễn Văn Kha, CT. HĐQT
- Vũ Gia Cường, UV. HĐQT, TGD
- Nguyễn Ngọc Thịnh, UV. HĐQT
- Đinh Quang Chiến, UV. HĐQT
- Nguyễn Văn Ninh, UV. HĐQT, P. TGD
- Nguyễn Hữu Lập, P. TGD

Danh sách công ty con

CTCP Lideco 1	51%
CTCP Lideco 2	51%
CTCP Lideco 3	51%
CTCP Lideco 8	51%
Công ty TNHH MTV Lideco Hòa Sơn	100%

Danh sách công ty liên kết

CTCP Đầu tư Xây dựng Bạch Đằng TMC	24,96%
------------------------------------	--------

Biểu đồ 05. Cơ cấu cổ đông

Nguồn: Vietstock ngày 24/07/2012

là 636 tỷ đồng. Một số cổ đông lớn của Công ty hiện nay là quỹ VF1 (năm 9,22% tỉ lệ sở hữu), Quỹ Asian Advantage (6,01)...

Hoạt động kinh doanh

NTL hiện hoạt động trên 3 lĩnh vực: xây lắp, kinh doanh nhà và tư vấn thiết kế; trong đó, đầu tư kinh doanh bất động sản được định hướng là hoạt động chiến lược của Công ty.

Hoạt động kinh doanh bất động sản

Hoạt động kinh doanh bất động sản của NTL đang ở giai đoạn cuối của chu kỳ kinh doanh khi số lượng quỹ đất đang khai thác là rất hạn chế. Hiện Công ty đang sở hữu khoảng 7 ha đất sạch tại dự án Trạm Trôi và khoảng 4.000 m2 diện tích đất còn lại tại dự án Khu đô thị mới Dịch Vọng. Hai dự án mới là dự án Khu đô thị mới Tây Đô và Khu đô thị mới Hòa Sơn vẫn còn đang ở khâu cấp phép và chuẩn bị đầu tư.

Hoạt động xây lắp

Hoạt động xây lắp của NTL bao gồm thi công những công trình do chính Công ty làm chủ đầu tư và cả các công trình nhận thầu bên ngoài, nhất là các dự án thuộc nguồn vốn ngân sách trên địa bàn Hà Nội. Các hợp đồng xây lắp đều dựa trên khối lượng thực tế nghiệm thu và giá điều chỉnh theo giá thị trường các căn hộ, biệt thự. Do vậy, những rủi ro về biến động giá cả nguyên vật liệu được hạn chế đi nhiều. Hoạt động xây lắp có tỉ suất lợi nhuận gộp thấp (~9%) nhưng góp phần ổn định nguồn thu của NTL trong thời kỳ thị trường bất động sản có những tín hiệu bất lợi và hoạt động kinh doanh nhà trở nên khó khăn hơn.

Hoạt động đầu tư tài chính

Hoạt động đầu tư tài chính của NTL chiếm tỉ trọng thấp và không hiệu quả. Tính đến hết quý 1/2012, NTL hiện có danh mục đầu tư tài chính với tổng giá trị (ngắn hạn và dài hạn) là ~41 tỷ đồng; và so giá trị trị thường ngày 06/08/2012 thì danh mục này hiện đang lỗ ~4 tỷ đồng.

Vị thế công ty

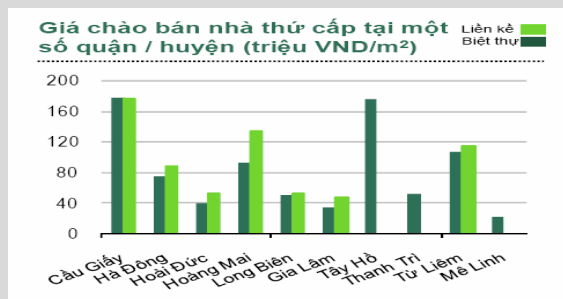
NTL là một trong những doanh nghiệp có thâm niên trong lĩnh vực bất động sản ở khu vực Hà Nội. Nếu so sánh với trung bình ngành bất động sản, NTL là doanh nghiệp có năng lực tài chính mạnh với tỷ lệ tiền mặt hiện ở mức cao và gần như không sử dụng đòn bẩy tài chính. Thêm vào đó, Công ty có ưu thế là lượng quỹ đất đang sở hữu có giá vốn rất thấp, và các sản phẩm kinh doanh đã hoàn thiện nên Công ty hoàn toàn chủ động về tiến độ bán hàng, có thể chờ đợi thị trường bất động sản khởi sắc hay giá tăng cao hơn nữa. Có thể nói hiện NTL đang có những lợi thế mà không phải bất kỳ doanh nghiệp nào cũng có. Tuy nhiên, với số lượng quỹ đất rất hạn chế như hiện nay thì xét về dài hạn việc cạnh tranh với các đối thủ như Sudico hay Vincom thực sự là một thách thức lớn cho NTL.

Tiềm năng tăng trưởng

Trước mắt, tiềm năng tăng trưởng của NTL hiện nằm ở 7ha đất sạch của dự án Trạm Trôi. Với giá vốn chỉ khoảng 5 tr/m2 thì đây thực sự là "con gà đẻ trứng vàng" cho NTL. Đây là dự án trọng điểm mang lại nguồn thu và lợi nhuận cho NTL trong vài năm trở lại đây và trong thời gian tới.

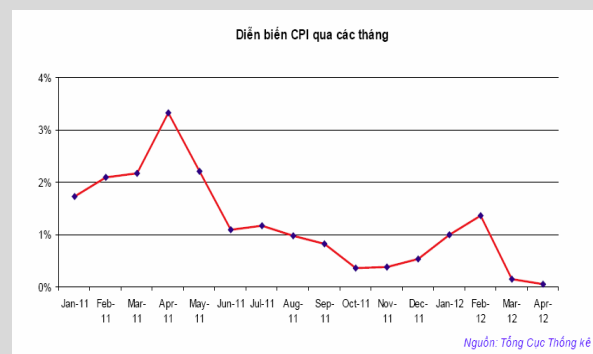
Về dài hạn, khả năng tăng trưởng của NTL là điều chúng tôi đặt câu hỏi

Biểu đồ 06. Giá chào bán nhà thứ cấp tại một số quận/ huyện Hà Nội



Nguồn: CBRE

Biểu đồ 07. Diễn biến CPI qua các tháng



Nguồn: Tổng Cục Thống Kê

lớn. Việc sở hữu lượng quỹ đất kinh doanh hạn chế như đã đề cập ở trên là một dấu hiệu cho thấy NTL đang ở giai đoạn cuối trong chu kỳ phát triển dự án. Sau khi khai thác hết dự án Trăm Trôi, tiến độ các dự án Tây Đô – Hoài Đức và Hòa Sơn – Hòa Bình là rất quan trọng nhưng hiện NTL chưa có chiến lược rõ ràng về việc triển khai các dự án này. Bên cạnh đó, tăng trưởng của Công ty trong những năm tới sẽ rất khó đạt cao dù giá đất Hà Nội có thể quay lại chu kỳ tăng giá. Nguyên nhân là việc tìm kiếm dự án có vị trí đẹp với giá vốn rẻ như dự án Trăm Trôi là rất không dễ dàng trong bối cảnh hiện nay.

Rủi ro kinh doanh

Như đã đề cập ở trên, với sức khỏe tài chính tốt NTL gần như không chịu áp lực phải bán hàng hay áp lực tài chính như các doanh nghiệp khác. Rủi ro đối với hoạt động kinh doanh bất động sản của NTL mà chúng tôi nhận thấy chính là rủi ro bán hàng. Trong bối cảnh thị trường bất động sản nói chung và khu vực Hà Nội nói riêng diễn biến rất ảm đạm và chưa có dấu hiệu rõ nét về sự phục hồi thì khả năng chôn vốn là vấn đề cần phải suy nghĩ của NTL.

Hơn thế nữa, về dài hạn khi đã khai thác xong dự án Trăm Trôi thì khả năng có được quỹ đất với giá rẻ đối với NTL là không dễ dàng do giá đất khu vực Hà Nội đã tăng cao.

II. ĐÔI NÉT VỀ THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN HÀ NỘI NĂM 2012

Năm 2011 và 6 tháng đầu năm 2012, thị trường bất động sản Hà Nội nhìn chung diễn ra khá ảm đạm. Theo nghiên cứu của Savills Việt Nam vừa công bố, xu hướng giảm giá trên tất cả các phân khúc là đặc điểm chủ đạo của thị trường bất động sản Hà Nội quý 2/2012. Cũng đồng quan điểm trên, báo cáo thị trường đất nền – biệt thự tháng 4/2012 của Cafeland cũng cho thấy rằng đã giảm giá vẫn chi phối tại phân khúc đất nền – biệt thự và chưa có dấu hiệu tăng. Theo ghi nhận của Cafeland, giá chào bán đất nền, biệt thự và các hoạt động mua đi bán lại vẫn tiếp tục giảm mạnh, đặc biệt là các dự án ở các quận, huyện ngoại thành. Cụ thể, giá đất ở huyện Mê Linh thấp hơn so với các khu vực khác, dao động từ 8-11 triệu đồng/m², giảm gần 50% so với cuối năm 2011. Điển hình, giá đất nền liền kề thuộc Khu đô thị Diamond Park View chỉ còn từ 13-14 triệu đồng/m², giảm hơn 20%. ở khu vực phía Tây, giá đất nhiều dự án giảm tới 45%-50% so với cuối năm 2011. Điển hình, dự án Nam An Khánh giảm từ 44-45 triệu đồng/m² xuống còn 24 triệu đồng/m²; Khu đô thị mới Dương Nội giá bán hiện tại là 28 triệu đồng/m², giảm 10 triệu đồng so với 6 tháng trước.

Nhìn chung, thị trường bất động sản Hà Nội nói riêng và thị trường bất động sản nói chung trong 6 tháng cuối năm được nhiều tổ chức có uy tín như CBRE, Savills, Knight Frank dự báo vẫn còn khó khăn. Về cơ bản, diễn biến của thị trường sẽ phụ thuộc nhiều vào sự phục hồi của nền kinh tế. Với những nỗ lực kiểm chế lạm phát cũng như giảm lãi suất cho vay và những chính sách kích thích khác của Chính phủ, hy vọng thị trường bất động sản sẽ có những điểm sáng trong thời điểm cuối năm.

Bảng 06. Chỉ tiêu tài chính một số công ty tiêu biểu

Mã CK	Market Cap 15/06/2012	DT 2011	LNST 2011	EPS 4 quý	BV 31/03/12	Trailing P/E	P/BV 31/03/12	3T/2012			
	(tỷ VND)	(tỷ VND)	(tỷ VND)	(VND/cp)	(VND/cp)	(x)	(x)	Doanh thu	%KH	LNST	% KH
								(tỷ VND)		(tỷ VND)	
DIG	2.287,4	851,8	103,8	816	19.160	22,2	0,9	189,8	27,2	24,4	21,2
HAG	15.691,2	3.150,2	1.167,9	1.594	17.653	18,3	1,7	871,3	-	78,4	-

BÁO CÁO CẬP NHẬT**Ngày 2/10/2012**

NBB	660,8	412,7	69,5	3.418	56.623	10,8	0,7	110,5	14,1	10,6	4,9
NTL	1.457,7	573,4	95,9	951	13.629	25,1	1,8	363,1	32,4	11,9	-
QCG	1.275,9	397,4	-39,8	-	18.304	-	0,6	88,3	9,9	0,0	-
SJS	3.852,7	139,5	-82,4	-	18.624	-	2,1	24,7	0,7	5,2	-
TDC	1.040,0	1.786,7	189,3	1.970	12.614	5,3	0,8	180,5	6,2	4,3	2,0
TDH	655,9	532,9	44,6	-	34.789	-	0,5	66,9	9,3	2,9	4,9
VIC	57.788,1	2.313,7	821,2	2.465	12.653	33,4	6,5	1.882,7	15,2	712,3	23,3

PHỤ LỤC

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	2009	2010	2011	2012E
Doanh thu thuần	1.379,6	1.389,7	573,5	692,4
Giá vốn	671,7	632,6	446,1	581,7
Lãi gộp	707,9	757,2	127,3	110,7
Chi phí bán hàng	-	4,2	-	-
Chi phí quản lý	22,1	33,0	37,1	44,8
Lợi nhuận từ HKKD	685,8	719,9	90,2	65,9
Lợi nhuận từ HĐTC	3,5	63,2	49,9	18,8
Lợi nhuận khác	(2,6)	(2,0)	(3,8)	-
EBIT	713,4	781,3	123,8	85,8
Lợi nhuận trước thuế	713,2	781,1	121,2	84,7
Thuế TNDN	135,5	293,5	17,5	21,2
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	7,4	7,8	7,8
Lợi nhuận sau thuế	577,7	480,2	95,9	55,7

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2009	2010	2011	2012E
Tăng trưởng				
Doanh thu	271,5%	0,7%	-58,7%	20,7%
Lợi nhuận HKKD	584,3%	5,0%	-87,5%	-26,9%
EBIT	795,6%	9,5%	-84,2%	-30,7%
Lợi nhuận trước thuế	802,6%	9,5%	-84,5%	-30,1%
Lợi nhuận sau thuế	834,6%	-16,9%	-80,0%	-41,9%
Tổng tài sản	21,3%	82,3%	-4,0%	5,0%
Vốn chủ sở hữu	115,0%	66,6%	-10,6%	-4,7%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	100,0%	46,0%	4,2%	-5,2%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	51,3%	54,5%	22,2%	16,0%
LN HKKD / Doanh thu	49,7%	51,8%	15,7%	9,5%
EBIT/ Doanh thu	51,7%	56,2%	21,6%	12,4%
LN TT/ Doanh thu	51,7%	56,2%	21,1%	12,2%
LN ST/ Doanh thu	41,9%	34,6%	16,7%	8,0%
ROA	49,3%	22,5%	4,7%	2,6%
ROIC or RONA	95,5%	47,4%	10,6%	6,8%
ROE	103,6%	51,7%	11,5%	7,0%
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay khoản phải thu	7,0	5,7	2,1	2,3
Vòng quay hàng tồn kho	1,4	0,8	0,4	0,4
Vòng quay khoản phải trả	1,2	0,6	0,4	0,5
Vòng quay TSCĐ	155,1	52,6	15,1	13,6
Vòng quay Tổng tài sản	1,2	0,7	0,3	0,3
Khả năng thanh toán				
Hiện hành	2,0	1,8	1,7	1,6
Nhanh	1,2	5,4	4,5	3,8
Tiền mặt	0,7	0,8	0,3	0,2
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	110,0%	125,7%	141,8%	171,7%
Tổng nợ / Tổng tài sản	52,4%	54,7%	57,5%	63,2%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	0,3%	1,3%	3,8%	5,3%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CỎKT	2009	2010	2011	2012E
Tiền	373,8	900,5	369,6	227,7
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0,9	4,3	1,2	1,2
Các khoản phải thu	198,0	243,7	279,6	303,8
Tồn kho	486,1	822,5	1.220,2	1.431,7
Tài sản ngắn hạn khác	83,8	74,8	97,2	97,2
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	1.142,6	2.045,8	1.967,7	2.061,6
Tài sản cố định hữu hình	8,4	25,9	37,4	49,9
Nguyên giá	13,0	31,3	46,9	65,1
Khấu hao	(4,7)	(5,4)	(9,4)	(15,2)
Tài sản cố định vô hình	0,5	0,5	0,5	0,8
Nguyên giá	0,7	0,7	0,7	0,7
Khấu hao	(0,1)	(0,2)	0,2	0,2
Xây dựng cơ bản dở dang	3,1	-	-	-
Bất động sản đầu tư	-	4,6	4,1	(1,0)
Đầu tư tài chính dài hạn	14,9	54,6	34,3	34,3
Tài sản dài hạn khác	2,0	3,5	5,3	5,3
TSCĐ và đầu tư dài hạn	28,9	89,2	81,6	89,4
TỔNG TÀI SẢN	1.171,4	2.135,0	2.049,4	2.150,9

Các khoản phải trả ngắn hạn	566,6	1.122,4	1.146,7	1.327,4
Tiền hàng phải trả và ứng trước	269,3	516,6	850,5	998,0
Khoản phải trả ngắn hạn khác	295,5	593,2	264,8	287,8
Vay và nợ ngắn hạn	1,9	12,5	31,4	41,7
Các khoản phải trong dài hạn	47,1	46,2	31,7	31,7
Vay và nợ dài hạn	-	-	-	-
Khoản phải trả dài hạn khác	47,1	46,2	31,7	31,7
Tổng nợ	613,7	1.168,5	1.178,5	1.359,2
Vốn chủ sở hữu	555,9	927,4	819,2	786,2
Vốn đầu tư của CSH	164,0	328,0	636,0	636,0
Thặng dư vốn	-	9,0	9,0	9,0
Cổ phiếu ngân quỹ	(4,3)	(106,9)	(139,6)	(139,6)
Lợi nhuận giữ lại	384,3	675,5	271,1	217,9
Quỹ đầu tư và phát triển	-	5,0	10,0	14,8
Quỹ dự phòng tài chính	11,9	16,9	32,8	48,1
Khác	-	-	-	-
Nguồn kinh phí và quỹ khác	1,9	2,1	11,7	5,6
Nguồn vốn chủ sở hữu	557,8	929,5	831,0	791,7
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	37,0	39,9	-
TỔNG NGUỒN VỐN	1.171,4	2.135,0	2.049,4	2.150,9

CHỈ SỐ CƠ BẢN	2009	2010	2011	2012E
SLCPDLH cuối năm (triệu CP)	16,4	32,8	63,6	61,1
Giá thị trường cuối năm	142.000	64.000	12.700	
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	24.083	17.471	1.537	912
Giá trị sổ sách (VND)	33.894	28.274	12.881	12.869
Cổ tức (tiền mặt) VND	3.000	3.000	2.500	1.500
P/E (x)	5,9	3,7	8,3	-
P/B (x)	4,2	2,3	1,0	-
Dividend Yield (%)	2,1%	4,7%	19,7%	-

LỊCH SỬ PHÂN TÍCH

Ngày phát hành	Loại báo cáo	Khuyến nghị	Giá tại ngày phát hành	Giá định giá
25/09/2010	Lần đầu	Mua	65.500	122.000

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

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

Các loại khuyến cáo

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

GIỚI THIỆU

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

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

Hệ thống mạng lưới**Trụ sở chính**

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

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – HN

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

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

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

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

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2011.**