

CÔNG TY CỔ PHẦN XÂY DỰNG SÔNG HỒNG

Mã: ICG (HOSE) Ngành: Bất động sản và Xây dựng

BÁO CÁO PHÂN TÍCH LẦN ĐẦU**Khuyến nghị**

Giá mục tiêu

Giá hiện tại

Thời gian nắm giữ

MUA

21,500 đồng/cp

5,600 đồng/cp

1 – 2 năm

**KHOI PHÂN TÍCH & ĐẦU TƯ
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG
KHOẢN APEC**

Chuyên viên phân tích:

Vu Thi Thu Trang

trangvtt@apec.com.vn

Hà Nội, ngày 25/10/2013

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG
KHOẢN APEC**

Trụ sở: Toà nhà APEC Building, Số 14

Lê Đại Hành, Hai Bà Trưng, Hà Nội

Điện thoại: 04.35730200 Ext: 692

Fax: 04.35771966

Khuyến nghị: Chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào ICG với mức giá mục tiêu 21,500 đồng/cổ phiếu, thời gian nắm giữ từ 1 – 2 năm

Các chỉ tiêu cơ bản	2011	2012	2013F	2014F
DTT (tỷ đồng)	347.34	16.39	100.00	150.00
+/- yoy (%)	58.8%	-95.3%	510.1%	50.0%
LNST (tỷ đồng)	39.52	1.94	12.00	20.00
+/- yoy	-13.8%	-95.1%	518.3%	66.7%
TTS (tỷ đồng)	445.68	386.01	388.19	446.42
+/- yoy	-38.7%	-13.4%	0.6%	15.0%
VCSH (tỷ đồng)	273.49	246.21	218.21	250.95
+/- yoy	-2.4%	-10.0%	-11.4%	15.0%
Nợ/TTS	34.2%	36.2%	43.8%	43.8%
TS LN gộp	32.7%	1.1%	0.0%	0.0%
TS LN ròng	11.4%	11.8%	12.0%	13.3%
EPS (đồng)	2,716	1,601	600	1,000
ROA	12.6%	0.5%	3.1%	4.5%
ROE	26.8%	0.7%	5.5%	8.0%

Điểm nhấn đầu tư

- ❖ ICG bị lỗ liên tục trong 3 quý đầu năm 2013, do hầu hết các dự án đều trong giai đoạn chuẩn bị đầu tư. Dự án công ty đang khai thác là chung cư cao tầng B4 Kim Liên chưa đủ điều kiện để hạch toán và doanh thu. Tuy nhiên theo phân tích của chúng tôi, chậm nhất quý I/2014 công ty sẽ được hạch toán lợi nhuận từ dự án này.
- ❖ Các chỉ tiêu về khả năng sinh lời của công ty đều sụt giảm mạnh trong năm 2012. Tuy vậy, có thể thấy các chỉ tiêu về khả năng sinh lời trong 3 năm 2009, 2010 và 2011 đều ở mức cao. Điều này cho thấy công ty đã không chịu nhiều tác động từ khủng hoảng kinh tế trong giai đoạn này. Kết quả kinh doanh đầu năm 2013 chưa thuận lợi chủ yếu do chưa hạch toán chung cư B4.
- ❖ Mặc dù chỉ ở trong giai đoạn chuẩn bị, các dự án của ICG đều ở các khu vực trọng điểm của Hà Nội, không phải công ty bất động sản, xây dựng nào cũng đủ sức để tiếp cận, tham gia. Điều đó minh chứng cho sự kế thừa và nỗ lực nhất định của ICG từ thời còn là thành viên của các tập đoàn, TCT.
- ❖ Tỷ lệ nợ và vay tương đối thấp so với các công ty cùng ngành. Các chỉ tiêu về khả năng thanh toán cũng ở mức an toàn. Điều này cho phép công ty tiếp cận các nguồn vốn ngân hàng để triển khai các dự án.
- ❖ Thị trường BĐS bước vào giai đoạn phục hồi. Điều này tạo điều kiện thuận lợi cho việc triển khai và kinh doanh các dự án BĐS của công ty.

TỔNG QUAN

Thông tin cơ bản	
Giá ngày 09/10/2013 (nghìn đồng)	5.5
EPS trailing (nghìn đồng)	n/a
P/E	n/a
Giá trị sổ sách /cp (nghìn đồng)	11.99
Hệ số beta	2.11
KLGD khớp lệnh trung bình 10 phiên	167,430
KLCP đang lưu hành	20,000,000
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	110.00

Công ty Cổ phần Xây dựng Sông Hồng tiền thân là Chi nhánh Hà Nội của Tổng Công ty Xây dựng Sông Hồng được thành lập ngày 14/06/1997. Ngày 15/02/2004, để phù hợp với định hướng phát triển và chiến lược phát triển lâu dài của Tổng Công ty, Chủ tịch HĐQT Tổng Công ty Sông Hồng đã ra Quyết định số 958/QĐ-HĐQT-TCT về việc sát nhập Chi nhánh Tổng Công ty tại Hà Nội vào Công ty Đầu tư Xây dựng và Xuất nhập khẩu Hà Nội và lấy tên là Công ty Đầu tư Xây dựng và Xuất nhập khẩu Hà Nội.

Công ty Đầu tư Xây dựng và Xuất nhập khẩu Hà Nội được cổ phần hóa và đổi tên thành Công ty Cổ phần Xây dựng Sông Hồng, viết tắt là INCOMEX vào năm 2006. INCOMEX niêm yết và giao dịch lần đầu trên HOSE từ ngày 21/04/2009.

Hiện tại trong cơ cấu cổ đông của ICG, cổ đông lớn nhất là ông Phạm Hùng, chủ tịch HĐQT, nắm giữ 6.1% vốn điều lệ. Các cổ đông lớn khác là Hanshin Engineering & Construction Co., Ltd, CTCP Đầu tư F.I.T và Tổng Công ty Cổ phần Sông Hồng.

TÌNH HÌNH SẢN XUẤT KINH DOANH

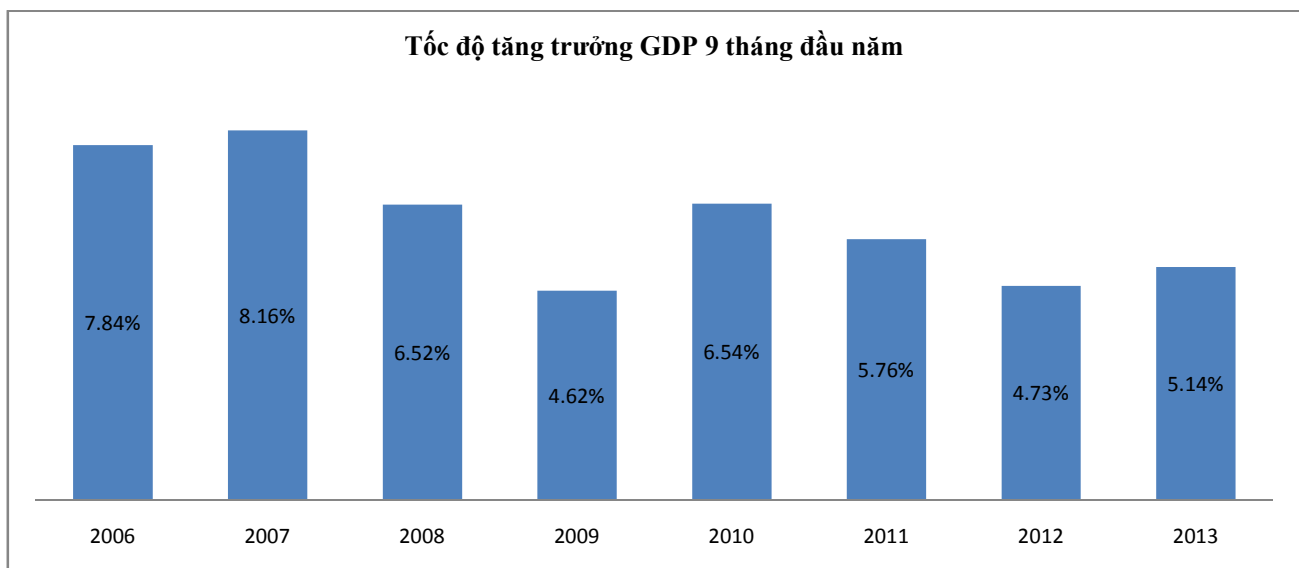
Ngành nghề, lĩnh vực hoạt động

Hiện nay hoạt động chủ lực của ICG là lĩnh vực đầu tư và kinh doanh bất động sản. Trong thời gian vừa qua, ICG đã thực hiện nhiều dự án nhà chung cư, xây dựng các trung tâm thương mại... Trong tương lai, định hướng đầu tư của ICG sẽ được chọn lọc kỹ nhằm vào các phân khúc thị trường có tiềm năng như: Liên doanh với các đối tác trong và ngoài nước xây dựng các trung tâm thương mại – văn phòng kết hợp với căn hộ cao cấp, dự án sân golf, resort... Đồng thời, ICG cũng chú trọng đến việc phát triển, đa dạng hóa các sản phẩm, dịch vụ của mình nhằm khai thác các cơ hội mang lại lợi nhuận cho công ty và tạo ra một danh mục đầu tư đa dạng và phân tán được các rủi ro trong kinh doanh.

Một lĩnh vực mà ICG cũng đã xác định là mũi nhọn kinh doanh và là chiến lược quan trọng trong việc phát triển kinh doanh đó là đầu tư góp vốn cổ phần vào một số công ty bạn nhằm khai thác tiềm năng của các doanh nghiệp này, đồng thời thông qua các đối tác, công ty có thể tìm kiếm các cơ hội đầu tư mới cho tương lai.

Triển vọng ngành

Tăng trưởng GDP trong quý 3/2013 đạt cao hơn dự kiến (tăng 5.54% so với quý II/2013), góp phần đưa GDP 9 tháng/2013 đạt mức tăng (5.14%) khá hơn đôi chút so với cùng kỳ năm 2012 (5.1%, tính theo giá so sánh 2010). Theo đánh giá của UBGSTCQG dựa trên đặc tính mùa vụ, chỉ số mùa vụ của tổng sản lượng thường đạt mức cao nhất vào quý 4 hàng năm, tăng trưởng GDP quý 4/2013 do đó sẽ tiếp tục đạt tốc độ tăng cao hơn so với quý 3/2013.



Có thể thấy mặc dù tăng trưởng kinh tế vẫn ở mức thấp, tốc độ tăng trưởng kinh tế năm 2013 qua các quý đã cao hơn các tháng cùng kỳ của 2012. Theo đánh giá của chúng tôi, nền kinh tế đã bước qua giai đoạn đáy và bước vào giai đoạn đầu của thời kỳ hồi phục.

Như trên đã phân tích, thị trường bất động sản có mối tương quan chặt chẽ với các chu kỳ kinh tế. Khi nền kinh tế bắt đầu phục hồi cũng là lúc thị trường bất động sản bắt đầu ấm lên.

Báo cáo nghiên cứu thị trường Hà Nội quý 3 năm 2013 của CBRE vừa mới được công bố cho thấy, nguồn cung chào bán căn hộ tương tự như quý 2 đạt khoảng 1900 căn so với những quý của năm 2011 ở mức khá khiêm tốn. Tuy nhiên, một điều dễ nhận thấy trên thị trường là hầu hết các dự án chào bán trong quý đều là những sản phẩm tốt nhất của thị trường, nói cách khác là hiện nay chủ đầu tư bán những gì người mua cần chứ không phải là bán những thứ mà họ có như trước. Do đó, tính thanh khoản ở những dự án chào bán ra khá cao, có những dự án gần như bán gần hết quỹ căn hộ được chào bán.

Báo cáo này chỉ ra rằng, số lượng căn hộ hoàn thành trong quý 3 đạt tới con số 13,000 căn, chủ yếu từ Royal City và Times City. Số lượng giao dịch thành công cải thiện đáng kể so với quý 2, đến từ phân khúc căn hộ dưới 15 triệu đồng/m² và phân khúc trên 40 triệu đồng/m². Đây là tín hiệu rất tốt đối với các chủ đầu tư.

Ông Richard Leech, Giám đốc CBRE Hà Nội cho rằng: “Quý 3 năm 2013 thị trường nhà ở đã ổn định trở lại, tốc độ giảm giá chậm lại và người mua đang tìm đến giá trị thực của bất động sản. Bên cạnh đó, sự dịch chuyển đầu tư của các công ty ngoài ngành, thời gian tới chúng ta sẽ chứng kiến công ty ngoài ngành thoát khỏi thị trường.”

Vị thế của Công ty trong ngành

Tính đến cuối quý III/2013, tổng tài sản của ICG là 460 tỷ đồng, trong đó vốn chủ sở hữu là 240 tỷ đồng. Xét về quy mô tổng tài sản và vốn chủ sở hữu có thể thấy ICG ở quy mô nhỏ trong số các công ty hoạt động trong lĩnh vực bất động sản. Tuy vậy, qua nhiều năm phát triển, Công ty đã tích lũy nhiều kinh nghiệm trong công tác xây dựng nhà ở và các công trình công cộng, uy tín của Công ty ngày càng được nâng cao. Công ty được các ngành chức năng đánh giá tốt về việc thi công công trình đạt chất lượng, nhiều dự án đầu tư do công ty thực hiện đã đưa vào khai thác và đạt được hiệu quả cao.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Tốc độ tăng trưởng

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	TTM Q3
Doanh thu thuần	323.66	218.73	347.34	16.39	1.88
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>		-32.4%	58.8%	-95.3%	-88.6%
Lợi nhuận sau thuế	40.39	45.84	74.14	1.94	(9.70)
<i>Tăng trưởng LNST</i>		13.5%	61.7%	-97.4%	-599.8%
Tổng tài sản	472.80	727.12	445.68	386.01	460.93
<i>Tăng trưởng tổng tài sản</i>		53.8%	-38.7%	-13.4%	19.4%
Vốn chủ sở hữu	195.84	280.30	273.49	246.21	239.84
<i>Tăng trưởng VCSH</i>		43.1%	-2.4%	-10.0%	-2.6%

Có thể thấy ICG có tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận không ổn định trong các năm qua. Đây là tình trạng chung của các công ty hoạt động trong lĩnh vực đầu tư và kinh doanh bất động sản.

Quý III/2013, ICG lỗ 1.75 tỷ đồng, lũy kế 9 tháng đầu năm 2013, lỗ 5.64 tỷ đồng, nguyên nhân chính là do doanh thu không đủ bù chi phí (chủ yếu là chi phí quản lý doanh nghiệp). Dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh 9 tháng đầu năm của công ty tiếp tục âm, công ty duy trì hoạt động nhờ dòng tiền từ hoạt động đầu tư (thu hồi cho vay, bán lại các công cụ nợ của đơn vị khác và dòng tiền từ hoạt động tài chính (tiền vay ngắn hạn và dài hạn nhận được).

Theo giải trình từ phía công ty, đầu năm 2013, tình hình sản xuất kinh doanh gặp khó khăn. Hiện tại, công ty đang hoạt động kinh doanh Dự án B4, các dự án khác đang trong giai đoạn chuẩn bị đầu tư. Tuy nhiên, đến thời điểm lập báo cáo quý III, dự án B4 và một số dự án khác phát sinh chi phí chưa đủ điều kiện hạch toán doanh thu.

Điểm đáng lưu ý là giải trình này đã được công ty lặp đi lặp lại từ quý I đến quý III năm nay. Theo kế hoạch của công ty, quý IV/2013 công ty sẽ bàn giao đưa vào sử dụng tòa nhà chung cư B4 cho khách hàng và đảm bảo có lãi trong năm 2013.

Chúng tôi đã đến hiện trường khu chung cư B4 Kim Liên để xem dự án. Theo phân tích của chúng tôi, chậm nhất là quý I/2014, ICG có thể được hạch toán dự án này và ghi nhận lãi.

Các chỉ số tài chính

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	TTM Q2
Khả năng thanh toán					
Hệ số thanh toán hiện hành	1.28	1.11	2.09	2.19	1.65
Hệ số thanh toán nhanh	1.23	1.09	1.11	0.68	0.26
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.03	0.24	0.13	0.03	0.01
Cấu trúc tài chính					
Vay dài hạn/Tài sản	0.00	-	-	-	-
Vốn vay/Tài sản	0.00	-	-	0.13	0.11
Công nợ/Tài sản	0.55	0.59	0.34	0.36	0.48
Hiệu quả hoạt động					
Thời gian TB thu tiền KH	148	195	89	1,269	3,653
Thời gian TB xử lý HTK	83	21	122	4,038	147,952
Thời gian TB trả cho NCC	171	191	52	123	7,278
Chu kỳ tiền tệ	61	25	159	5,183	144,328
Tỷ suất sinh lời					
Lãi gộp/Doanh thu	13.6%	16.9%	32.7%	1.1%	59.6%
Lãi hoạt động/Doanh thu	10.1%	22.1%	27.8%	15.9%	-501.0%
Lãi trước thuế/Doanh thu	13.2%	22.1%	27.9%	15.5%	-517.0%
Lãi ròng/Doanh thu	12.5%	21.0%	21.3%	11.8%	-517.0%
ROA	9.2%	7.6%	12.6%	0.5%	-4.2%
ROE	21.3%	19.3%	26.8%	0.7%	-4.0%

Điểm nổi bật trong cơ cấu tài chính của ICG là tỷ lệ nợ và vay tương đối thấp so với các công ty cùng ngành. Các chỉ tiêu về khả năng thanh toán cũng ở mức an toàn. Điều này cho phép công ty tiếp cận các nguồn vốn ngân hàng để triển khai các dự án.

Các chỉ tiêu về khả năng sinh lời của công ty đều sụt giảm mạnh trong năm 2012. Tuy vậy, có thể thấy các chỉ tiêu về khả năng sinh lời trong 3 năm 2009, 2010 và 2011 đều ở mức cao. Đáng lưu ý là 3 năm này thị trường bất động sản trong nước đã gặp nhiều khó khăn. Nguyên nhân chính khiến lợi nhuận 2012 giảm mạnh là dự án nhà B4 Kim Liên đã sắp xây xong nhưng chưa được ghi nhận doanh thu. Khi dự án này được hạch toán vào doanh thu và lợi nhuận, chúng tôi tin rằng các chỉ tiêu về khả năng sinh lời của IGC sẽ sớm phục hồi.

TÌNH HÌNH THỰC HIỆN CÁC DỰ ÁN

1. Dự án phá dỡ và xây dựng mới nhà ở chung

Địa điểm xây dựng	Khu tập thể Kim Liên, Đống Đa, Hà Nội
Chủ đầu tư	ICG
Quy mô dự án	<ul style="list-style-type: none"> - Diện tích khu đất: 3,440 m² - Diện tích xây dựng: 2,100 m² - Số đơn nguyên: 2 đơn nguyên 24 và 21 tầng + 2 tầng hầm + bổ sung thêm 2 tầng kinh doanh, dịch vụ công cộng - Tổng diện tích sàn xây dựng khoảng 35,630 m²
Tổng mức đầu tư	400 tỷ đồng (dự kiến)

Tình trạng dự án: Công ty đang khẩn trương hoàn thiện xây dựng công trình dự kiến hoàn thành vào cuối Quý 3/2013, tổ chức bàn giao và thanh toán đợt cuối với các khách hàng trong Quý 4/2013.

2. Dự án cải tạo xây dựng lại khu B tập thể Kim Liên giai đoạn 2

Địa điểm xây dựng	Khu tập thể Kim Liên, Đống Đa, Hà Nội
Chủ đầu tư	ICG
Quy mô dự án	<ul style="list-style-type: none"> - Diện tích khu đất: 5.2ha - Mật độ xây dựng: 35% - Chiều cao (dự kiến): 15 tầng - Tổng diện tích sàn xây dựng khoảng 252,995 m² - Tổng diện tích xây dựng tầng hầm 27,000 m²
Tổng mức đầu tư	1,940 tỷ đồng (dự kiến)

Tình trạng dự án: Công ty đang lập nhiệm vụ Quy hoạch 1/500 và thực hiện đồ án Quy hoạch 1/500 trình Sở QHKT và UBND Thành phố phê duyệt.

3. Dự án đầu tư xây dựng tổ hợp Trung tâm thương mại, Văn phòng và Căn hộ ở cầu Vĩnh Tuy

Địa điểm xây dựng	Khu tái định cư cầu Vĩnh Tuy tại phường Long Biên, quận Long Biên, Hà Nội
Chủ đầu tư	ICG
Quy mô dự án	Đầu tư xây dựng mới toàn bộ công trình, cao 18 tầng nổi + 02 tầng hầm với: <ul style="list-style-type: none">- Diện tích khu đất: 8,753 m²- Diện tích xây dựng: 3,784 m²- Mật độ xây dựng: 43.2%- Tổng diện tích sàn: 75,604 m²
Tổng mức đầu tư	960 tỷ đồng (dự kiến)

Tình trạng dự án: Công ty đã có quyết định thu hồi và giao đất, hoàn thành nghĩa vụ nộp tiền sử dụng đất, về cơ bản đã hoàn tất các công tác chuẩn bị đầu tư. Trong năm 2013, căn cứ vào nhu cầu thị trường bất động sản, Công ty có thể gián tiếp độ hoặc chuyển nhượng hay tiếp tục triển khai xây dựng dự án nếu có hiệu quả.

4. Dự án Trung tâm Thương mại, chợ, siêu thị và văn phòng cho thuê Xuân La

Địa điểm xây dựng	Phường Xuân La – Quận Tây Hồ - TP Hà Nội
Chủ đầu tư	ICG
Quy mô dự án	<ul style="list-style-type: none">- Diện tích khu đất: 2,065 m²- Diện tích xây dựng: 1,213.25 m²- Mật độ xây dựng khối đất: 58.75%- Mật độ xây dựng khối thấp: 35.13%- Công trình cao 20 tầng (không kể tầng kỹ thuật), cao 79.90 m (đến cốt đỉnh mái)
Tổng mức đầu tư	380 tỷ đồng (dự kiến)

Tình trạng dự án: Công ty đã có quyết định thu hồi và giao đất nhưng chưa thực hiện nghĩa vụ nộp tiền sử dụng đất. Trong năm 2013 Công ty sẽ tiếp tục xin giãn tiến độ nộp tiền sử dụng đất và đề nghị UBND Thành phố cho chuyển đổi dự án sang nhà ở xã hội.

Ngoài ra, công ty còn tiến hành đầu tư Dự án công trình hỗn hợp cao tầng 187 Giảng Võ, Dự án Tổ hợp Trung tâm thương mại – văn phòng cho thuê – dịch vụ công cộng kết hợp căn hộ ở Khương Đình, Dự án tòa nhà hỗn hợp văn phòng và chung cư cao tầng 1283 Giải Phóng, Dự án Văn phòng cho thuê và Chung cư cao tầng – xã Thượng Thanh – Quận Long Biên, Hà Nội.

Về cơ bản, ngoại trừ Dự án phá dỡ và xây dựng mới nhà chung cư cao tầng B4, B14 Kim Liên, quận Đống Đa, Hà Nội sắp hoàn thiện, các dự án còn lại của ICG đang trong quá trình chuẩn bị đầu tư. Tổng nhu cầu sơ bộ để ICG theo đuổi các dự án lớn gấp 12 lần tổng tài sản, cho thấy nhu cầu về vốn trong giai đoạn tới của công ty rất cao. Điểm đáng lưu ý là mặc dù chỉ ở trong giai đoạn chuẩn bị, các dự án của ICG đều ở các khu vực trọng điểm của Hà Nội, không phải công ty bất động sản, xây dựng nào cũng đủ sức để tiếp cận, tham gia. Điều đó minh chứng cho sự kế thừa và nỗ lực nhất định của ICG từ thời còn là thành viên của các tập đoàn, TCT.

DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Phương pháp DCF

Chúng tôi dự phóng mức doanh thu và lợi nhuận năm 2013 của ICG lần lượt là 100 tỷ đồng và 12 tỷ đồng. Mức dự phóng này thấp hơn so với mức kế hoạch công ty đề ra đầu năm. Với WACC là 14.32%, tốc độ tăng trưởng bình quân từ 2014 – 2017 là 20% 1 năm và sau đó là 6%/1 năm, ta có bảng dự phóng dòng tiền như sau:

Bảng dự tính dòng tiền tự do 2013 – 2017

Đơn vị tính: tỷ đồng	2013	2014	2015	2016	2017
Doanh thu	150.00	180.00	216.00	259.20	311.04
Lợi nhuận sau thuế	20.00	24.00	28.80	34.56	41.47
Lãi suất (1-T)	5.63	6.75	8.10	9.72	11.66
Khấu hao	4.20	5.04	6.05	7.26	8.71
Đầu tư vào tài sản cố định	5.73	6.88	8.26	9.91	11.89
Đầu tư vào vốn lưu động	4.45	5.34	6.41	7.69	9.23
Dòng tiền tự do (FCFF)	19.64	23.57	28.28	33.94	40.73
Giá trị doanh nghiệp từ sau 2017				489.62	
Giá trị doanh nghiệp				592.59	
Giá trị nợ				162.47	

Số lượng cổ phiếu lưu hành	20,000,000
Giá trị cổ phiếu (đồng)	21,506

Theo đó, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào ICG với mức giá mục tiêu 21,500 đồng/cổ phiếu. Với tầm nhìn 2 năm.

Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.



Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC

Hội Sở Chính:

Address: Tòa nhà APEC Building, số 14 Lê Đại Hành, Q.Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200 EXT: 692

Fax: (84- 4) 35771966

Email: research@apec.com.vn; **Website:** <http://www.apec.com.vn>