



Kh i Nghiên c u & Phân tích Haseco

TCT CP U T PHÁT TRI N XÂY D NG (HSX)

C p nh t KQKD n m 2009 & khuyn g

BÁO CÁO PHÂN TÍCH

29/04/2010

Lê Th Thu Trang

Chuyên viên phân tích

tranglitt@haseco.vn

K t lu n ánh giá: T ng CTCP U t Phát tri n Xây d ng là m t trong nh ng doanh nghi p hàng u trong lnh v c u t phát tri n các d án b t ng s n l n t i Vi t Nam. c c ph n hóa t tháng 03/2008, t ó n nay ho t ng kinh doanh c a công ty có s t ng tr ng v t b c nh b t u i vào khai thác d án nh : d án Khu ô th Chí Linh, d án Khu ô th i Ph c. Công ty có qu t l n nh t trong các doanh nghi p niêm y t v i trên 20 tri u m², ph n l n là t Nhà n c giao nên chí phí r . áy là m t l i th ít doanh nghi p có c. i m y u l n nh t c a công ty hi n nay là v n th p, ch a t ng x ng v i t i m n ng. Vì v y, m c dù công ty có m t danh m c d án kh thi, xong vì thi u v n nên ch a th y nhanh t i n . Công ty có k ho ch g i u d án khá hi u qu , t o ngu n thu nh p n nh cho công ty. V i l i th qu t s chl n, công ty có kh n ng t o l i nhu n t bi n thông qua ho t ng chuy n nh ng quy n s d ng t. Chúng tôi ánh giá t i m n ng c a công ty r t l n và s có s c b t m nh cùng v i s h i ph c c a th tr ng b t ng s n trong các n m t i. Các mô hình nh giá c a chúng tôi cho k t qu m c giá h p lý c a công ty là 70.899 ng/CP. C phi u phù h p cho c m c ích u t ng n h n và trung dài h n.

T ng quan v Công ty

Kh i u t Nhà ngh B Xây d ng v i nhi m v ban u là kinh doanh d ch v du l ch và làm công tác i u d ng, tháng 12/2002 công ty chuy n sang mô hình “Công ty m - công ty con” và y m nh ho t ng s n xu t kinh doanh theo h ng a ngành ngh . T ngày 13/03/2008, công ty chính th c ho t ng theo mô hình công ty c ph n, l y tên là CTCP TCT U t Phát tri n Xây d ng, sau này i thành T ng CTCP U t Phát tri n Xây d ng (DIC Corp). Ngày 19/08/2009, l n u tiên 60 tri u c phi u c a công ty c niêm y t trên S GDCK H Chí Minh v i mã DIG.

Ti n thân là doanh nghi p thu c B Xây d ng và nay là m t T ng công ty l n c a Nhà n c c c ph n hóa, công ty có l i th trong v i c t i p c n các qu t r ng do Chính ph phê duy t và n bù. Hi n qu t DIG c giao phát tri n các khu ô th m i trong c n c kho ng 20 tri u m², trong ó ã và ang tri n khai u t c s h t ng k thu t trên 12 tri u m², còn l i kho ng 8 tri u m² công ty ang hoàn t t các th t c u t . Qu t c a công ty x p vào lo i l n nh t so v i các doanh nghi p b t ng s n khác ang niêm y t, áy là m t l i th l n mà ít doanh nghi p có c.

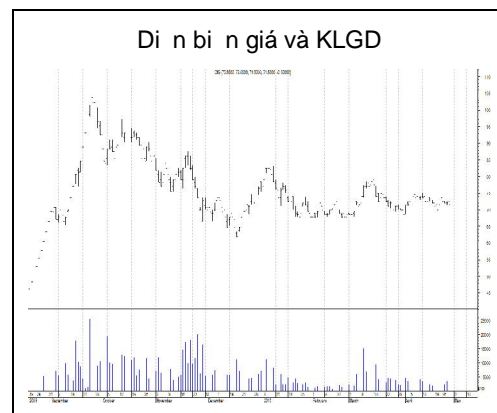
S v n c a DIG sau c ph n hóa là 370 t ng. Trong n m 2009, công ty ã hoàn thành l trình t ng v n lên 1.000 t ng qua 2 t chào bán và phát hành c phi u th ng cho c ông hi n h u và 1 t chào bán riêng l cho c ông chi n l c, giúp công ty thu v h n 900 t ng v n th ng d phát hành.

L nh v c ho t ng chính c a công ty là u t phát tri n các khu ô th m i và



Thông tin c phi u ngày 29/04/2010

Giá CP (ng)	71.500 /CP
S l ng niêm y t hi n t i	100.000.000
S l ng CP ang l u hành	100.000.000
Giá cao nh t trong 52 tu n	146,000 /CP
Giá th p nh t trong 52 tu n	66,000 /CP
Thay i giá trong 12 tháng	58%
Thay i giá trong 6 tháng	-18,5%
Thay i giá trong 3 tháng	6,6%
Kh i l ng GD TB (10 ngày)	173.763
GT v n hoá TT (tri u ng)	498,42 t
% s h u Nhà n c	56.72%
% s h u n c ngoài	17.46%



Ngu n: Haseco

khu công nghiệp, ưu tiên kinh doanh phát triển nhà và hạ tầng khu đô thị, KCN, khu chức vụ... DIG hiện góp vốn vào 8 công ty con với tổng giá trị vốn góp trên 100 tỷ đồng, phần lớn là vốn Nhà nước giao cho công ty quản lý khi chuyển đổi các dự án về cơ cấu. Các công ty chủ yếu là sản xuất, cung ứng dịch vụ trong lĩnh vực phân phối cho hoạt động chính của công ty, đó nên một tập hợp DIC Corp xây dựng đầu tư khảo sát, lập thiết kế dự toán, thi công xây dựng công trình..., tổ chức quản lý cho công ty trong quá trình hoạt động.

Ngoài ra công ty có các khoản góp vốn vào các công ty liên doanh, liên kết với giá trị vốn góp trên 850 tỷ đồng, trong đó hơn 560 tỷ đồng vốn góp bằng giá trị quyền sở hữu đất. Thông qua các dự án này, công ty có thể tham gia đầu tư dự án, tận dụng lợi thế về hạ tầng của công ty. Theo dõi các dự án đang triển khai như liên kết cho công ty khi bắt đầu các dự án vào khai thác từ năm 2011.

Một số dự án tiêu biểu của công ty đang triển khai:

D án	Quy mô	K ho ch trong n m 2010
Khu ô th Chí Linh - V ng Tàu	S = 99,7 ha, t ng m c u t : 8.000 t ng. D án n m ngay trung tâm thành ph V ng Tàu nh m t o qu nhà , công trình xã h i ph c v cho 20.000 dân.	- D ki n s bán h t toàn b 756 c n h thu c c m chung c Lake Side trong quý III/2010, l i nhu n thu v kho ng 160 t ng, ghi nh n trong 2 n m 2010 và 2011. - L p k ho ch chuy n nh ng 30.000 m ² Khu Trung tâm Chí Linh thu h i v n tái út vào các d án m i. Kho n thu nh p d ki n thu v là trên 240 t ng. - Tri n khai d án xây d ng t h p v n phòng, chung c cao c p 34 t ng – Vung Tau Galaxy Tower
Khu ô th Du l ch sinh thái i Ph c Nh n Tr ch - ng Nai	S = 464,6 ha, t ng m c u t 7.506 t ng. Khi hoàn thành, d án s t o ra m t Khu ô th Du l ch sinh thái có v trí c c k lý t ng v i thi t k hi n i nh t Vi t Nam, có th cung c p ch cho h n 14.000 ng i.	D án hi n ã hoàn thành út giai o n 1 và ang b c vào th c hi n giai o n 2, d tính kéo dài n quý IV/2014 g m các h ng m c: Hoàn thành HTKT khu B; Xây d ng hoàn ch nh khu bi t th s 4; Xây thô các khu bi t th 2,5,6; Xây d ng trung tâm công c ng n v ; Khu hành chính và khu v n phòng, th ng m i. T ng m c út cho giai o n này d ki n là 2.376 t ng
Khu ô th m i Nam TP V nh Yên - t nh V nh Phúc	S = 446,92 ha, t ng m c u t 8.700 t ng. D án h ng n xây d ng ng b , hoàn ch nh m t khu ô th m i, góp ph n hoàn ch nh quy ho ch chung c a TP V nh Yên.	Hi n d án ang th c hi n trong giai o n 1 (2007 -2010). Trong n m nay công tác n bù, gi i phóng m t b ng trên di n tích kho ng 180 - 200 ha (b t út ranh gi i phía ô ng c a d án giáp v i ng Qu c l 2 c) s th c hi n xong và công ty b t u th c hi n vi c út h t ng k thu t. D ki n t quý II/2011 vi c út h t ng s hoàn thi n và d án b t u a vào khai thác giai o n 1.
Khu bi t th i An S n, ph ng 4, TP à L t	S = 3,7 ha, t ng m c u t 130 t ng. D án út xây d ng kho ng 80 c n bi t th , di n tích s d ng kho ng 300 m ² /c n.	Quý I/2010 s út hoàn ch nh h t ng k thu t, quý II/2010 xây thô nhà bi t th và b t u chuy n nh ng s n ph m.

Ngoài ra, công ty còn nhi u dự án ang b t u ho c s p tri n khai, h a h n t o ra dòng ti n cho công ty trong các n m t i nh : D án Khu dân c Hi p Ph c - Nh n Tr ch - ng Nai, d án Khu dân c Phú M - Tân Thành - BRVT, d án T h p Khách s n – V n phòng - C n h cao c p DIC PHOENIX, d án Th y Tiên Resort - TP V ng Tàu...

C p nh t k t qu kinh doanh n m 2009

B ng 1 – K t qu kinh doanh qua các n m

(T ng)	2008	2009	% so v i cùng k	2010	% so v i 2009
Doanh thu thu n	653.732	1,631.057	149.50%	2,000	22.62%
Giá v n hàng bán	470.837	921.720	95.76%		
L i nhu ng p	182.895	709.336	287.84%		
L i nhu n t H SXKD	157.052	609.684	288.21%		
L i nhu n tr c thu	340.58	696.090	104.38%	650	-6.62%
L i nhu n sau thu	299.691	573.181	91.26%	500	-12.77%
EPS (ng)	10,323	6,370	-38.29%		
Giá tr s sách (ng)	18,528	32,118	73.35%		
T ng tài s n	2,659.65	3,605.030	35.55%		
Tài s n ng nh n	1660.339	2,297.774	38.39%		
Tài s n dài h n	999.31	1,307.256	30.82%		
T ng N	1917.568	1,263.185	-34.13%		
N ng nh n	1639.462	837.195	-48.93%		
N dài h n	278.106	425.991	53.18%		
V n CSH	685.537	2,248.238	227.95%		
V n i ul	370	700	89.19%		

Sau khi c p h n hóa, ho t ng c a công ty ã có s t ng tr ng v t b c. T c t ng tr ng doanh thu qua các n m l n l t là 90,19% và 149,5%, LNST t ng 2.299,45% và 91,26%. Trong ó doanh thu và l i nhu n ch y u n t ho t ng kinh doanh b t ng s ng m 2 m ng bán s n ph m hoàn thi n và chuy n giao t. N m tài chính 2008 m c dù ch c tính b t u t th i i m c p h n hóa ngày 13/03/2008 song v n t c m c t ng tr ng n t ng v t xa so v i n m 2007. Lý gi i i u này có nhi u nguyên nhân. Th nh t do công ty ho t ng trong l nh v c ut phát tri n khu dân c , khu ô th m i v i c thù là th i gian ut kéo dài, th ng t 2 - 5 n m. N m 2008 và 2009, công ty b t u th u l i nhu n t v i c bán các d án thành ph n t i Khu ô th Chí Linh nh d án T h p Chung c cao c p Seaview 1, 2, 4, d án Khu bi t th Ph ng Nam và m t ph n d án Khu ô th Du l ch sinh thái i Ph c. Thêm vào ó là v i c chuy n giao t s ch t m t s d án t o bi n l i nhu n l n. Th hai, sau CPH công ty c giao qu n lý ph n v n Nhà n c các công ty thành viên c c p h n hóa, v a b tr cho ho t ng kinh doanh chính c a công ty v a góp ph n gia t ng ngu n thu.

DIG v a công b báo cáo k t qu kinh doanh quý I/2010 c a công ty m . Doanh thu thu n quý I/2010 t 135,6 t ng và LNST t 51,57 t ng, t ng l n l t 190% và 200% so v i cùng k n m tr c. Tuy nhiên, do công ty th c hi n t ng m nh v n i ul trong n m 2009 nên hi u qu trên ng v n khá khiêm t n v i EPS = 516 ng/CP. Quý I th tr ng b t ng s n th ng ít sôi ng nên k t qu này là r t áng khích l . Trong các tháng t i, v i v i c y m nh bàn giao s n ph m và a thêm m t s h ng m c vào khai thác c k v ng s góp ph n c i thi n doanh thu và l i nhu n c a công ty.

T l n c a công ty gi m nhanh t n m 2008 sang n m 2009 do công ty ã h ch toán kho n m c l n nh t trong n ng nh n là ng i mua tr tr c vào doanh thu c a công ty trong n m 2009. N dài h n n m 2009 t ng 150% so v i n m 2008 do công ty t ng c ng i vay ut vào các d án, nhi u nh t là vào d án i Ph c Nh n Tr ch v i s v n vay h n 300 t ng. Trong n m 2009, công ty ã y m nh ho t ng phát hành và chia th ng c phi u, khi n v n ch s h ut ng nhanh g p 3,3 l n n m tr c. Công ty có nhi u d án l n v i quy mô tr i kh p c n c, v n luôn thi u, do ó t ng v n áp ng nhuc u ut làm t òi h i c p thi t.

B ng 2A – T c t ng tr ng

T c t ng tr ng %	2008	2009
T ng tr ng DT	90.19	149.5
T ng tr ng LN g p	171.48	287.84
T ng tr ng LN H SXKD	634.57	288.21
T ng tr ng LN ST	2,299.45	91.26

B ng 2B – C c u v n

C c u v n %	2008	2009
N / V n CSH	279.7	56.19
N / T ng tài s n	72.1	35.04

B ng 2C – Ch tiêu kh n ng sinh l i

Kh n ng sinh l i %	2008	2009
LN bi n g p	27.98	43.49
LN bi n t SXKD	24.02	37.38
LN bi n sau thu	45.84	35.14
ROA	11.27	15.9
ROE	43.72	25.49

B ng 2D – Ch tiêu kh n ng thanh toán

Kh n ng thanh toán	2008	2009
Hs TT hi n th i	1.01	2.74
Hs TT nhanh	0.51	1.95

B ng 2E – Ch tiêu hi u qu ho t ng

Hi u qu ho t ng	2008	2009
VQ kho n ph i thu	3.43	3.55
VQ hàng t n kho	0.79	2.44
VQ t ng tài s n	0.25	0.45
VQ v n CSH	0.95	0.73

Ng u n: Công ty

V ch t l ng tài s n, DIG có l ng t i n m t l n, ch y u n m d i d ng t i n g i ngân hàng. u n m 2009, s d t i n g i là 289 t ng ã t ng lên 1.036 t ng vào cu i n m. i u này không ph n ánh tình tr ng qu n lý tài s n kém hi u qu c a công ty mà ây là s t i n ang n m ch gi i ngân vào các d án c a công ty. Bên c nh ó, xem xét kho n m c u t dài h n c a công ty có s d r t l n, trên 862 t ng t i th i i m 31/12/2009. Ngoài các kho n u t dài h n vào c phí u, trái phí u, chi m t tr ng g n 90% là các kho n u t vào các công ty liên doanh liên k t, ch y u là thông qua góp v n b ng quy n s d ng t. ây là cách kinh doanh c a DIG i v i các d án l n: công ty th c hi n u th u d án tìm nhà u t c p 2, m t ph n giá tr th u c gi l i góp vào d án, ph n còn l i c u th u nh m thu t i n v tái u t cho d án khác. Ngoài ra, công ty c ng huy ng v n t các kho n ng tr c c a ng i mua. B ng cách ó, công ty có ngu n t i n m t d i dào cho ho t ng u t và ít ch u áp l c v n vay. Nh v y, trong ng n h n, công ty thu c t i n ngay, còn trong dài h n công ty s c chia l i nhu n t các ho t ng góp v n liên doanh, liên k t.

M t kho n m c áng chú ý n a khi xem xét tài s n c a công ty là hàng t n kho, chi m t kho ng 30 - 50% tài s n ng n h n. Trong ó, chi m t tr ng l n nh t là m c chi phí s n xu t kinh doanh d dang. Kho n m c này ghi nh n các d án d dang mà công ty ang th c hi n, c ng là ngu n t o ra thu nh p c a công ty trong t ng lai. Nh v y kho n m c này càng cao thì kh n ng t o ra thu nh p càng l n. Cu i n m 2009, chi phí s n xu t kinh doanh d dang gi m 19,3% so v i cu i n m 2008, trong khi l ng t i n m t l n có th phán óan trong n m nay công ty s y m nh u t cho các d án, trong khi kh n ng h ch toán l i nhu n vào n m nay có th gi m sút ôi chút so v i n m tr c.

ánh giá chung v các h s tài chính c a công ty có th th y con s n m sau cao h n n m tr c, ây là m t tín hi u áng m ng cho th y tính hi u qu trong qu n lý và ho t ng c a doanh nghi p.

B ng 3 – B ng so sánh k t qu kinh doanh n m 2009

	DIG	HAG	NTL
T ng tài s n	3,605	12,196	1,171
V n CSH	2,248	4,695	556
V n i u l	700	2,704	164
Doanh thu	1,631	4,365	1,380
Giá v n hàng bán	922	2,359	672
L i nhu ng p	709	2,007	708
T su t l i nhu ng p	43.47%	45.98%	51.30%
L i nhu n sau thu	573	1,189	530
ROA	15.89%	9.75%	45.26%
ROE	25.49%	25.32%	95.32%
EPS	6,370	4,432	24,083
PE	11.22	19.07	7.31

Ng u n: Công ty, Haseco

So v i các doanh nghi p b t ng s n khác thì DIG có t ng tài s n và v n ch s h u l n h n NTL song nh h n nhi u l n so v i HAG. i u này hoàn toàn ch at ng x ng v i quy mô t và s l ng d án mà DIG ang s h u.

Nhìn chung các tài sản NTL là tài sản, DIG thuộc phần HAG và tài sản tài trợ nhu cầu sống và cao hơn các tài sản khác. Điều này là bình thường vì DIG mới bước vào giai đoạn khai thác đầu tiên trong khi các doanh nghiệp khác đã đi gần hết vòng đời đầu tiên. Do đó chúng tôi đánh giá tài sản của DIG rất cao.

Triển vọng năm 2010

Năm 2010, DIG ra kế hoạch đầu tư vốn là 1.250 tỷ đồng, tăng gấp đôi kế hoạch chi ngân sách năm trước, doanh thu đạt 2000 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 500 tỷ đồng. So với 2009, kế hoạch doanh thu năm 2010 tăng 22,62%, lợi nhuận sau thuế giảm 12,77%. Lý giải điều này, công ty cho biết: năm 2009 DIG thực hiện chuyển giao đầu tiên Nhấn Trách nhiệm lợi ích cho DIG biên lợi nhuận lớn hơn trong khi năm 2010, doanh thu lợi nhuận chủ yếu xuất phát từ các dự án chung cư biên lợi nhuận không lớn. Đây là một thách thức mà công ty cần chú ý trong năm tới. Nếu thực hiện đúng kế hoạch năm 2010 mới lên hay công ty sẽ nhanh chóng triển khai thị trường và kế hoạch là hoàn toàn có thể.

Năm 2010, DIG dự kiến nguồn thu chính từ các dự án: Phố 600 tỷ đồng, chung cư Lake Side 200 tỷ đồng, dự án Chí Linh 50 tỷ đồng, dự án An Sơn 80 tỷ đồng, dự án Thủy Tiên Resort 100 tỷ đồng, dự án Phú Mỹ, Hiệp Phố 50 tỷ đồng, thu nhập từ hoạt động tài chính 100 tỷ đồng.

Mức chi trả cổ tức năm 2010 dự kiến tối thiểu là 35%. Nhằm đáp ứng nhu cầu vốn đầu tư cho các dự án và nâng cao năng lực tài chính, công ty có kế hoạch phát hành thêm 30 triệu cổ phiếu cho công ty niêm yết, thời gian thực hiện dự kiến là cuối năm 2010.

Theo nhận xét của nhà đầu tư bất động sản Việt Nam, công ty có 5, 6 năm thực nghiệm có sự tăng trưởng bền vững, ví dụ như các năm 1995, 2002, 2007. Có thể dự đoán bất động sản năm 2011, thị trường bất động sản sẽ có sự bùng nổ. Việt Nam là một nền kinh tế đang phát triển và có dân số trẻ, do đó nhu cầu về nhà ở đang tăng dần là rõ ràng. Theo Quy hoạch phê duyệt quy hoạch phát triển nhà ở năm 2020 của Thủ tướng Chính phủ, diện tích nhà bình quân đầu người hiện tại là 15m² sàn vào năm 2010 và 20m² sàn vào năm 2020, ngành khuyến khích phát triển nhà ở trong các hình thức chung cư cao tầng tăng nhanh quy mô, thời kỳ mới. Bên cạnh đó, hoạt động quy hoạch và tiếp thị du lịch Việt Nam ra thế giới đang thúc đẩy sự phát triển của ngành du lịch, đi kèm với đó là sự phát triển của hoạt động kinh doanh khách sạn, khu nghỉ dưỡng, khu du lịch sinh thái... Do đó, tài sản của DIG trong lĩnh vực đầu tư phát triển khu đô thị, khu du lịch sinh thái, nghỉ dưỡng... là rất tiềm năng.

Dự báo kết quả năm 2011 hoạt động của DIG sẽ có sự tăng trưởng mạnh mẽ. Cùng với sự phát triển của thị trường bất động sản, hoạt động khai thác chính của phần lớn các dự án của DIG sẽ bắt đầu năm 2011 như: dự án Khu đô thị sinh thái Phố (bên cạnh lợi nhuận bán sản phẩm, dự kiến DIG sẽ bắt đầu thu hồi phần lợi nhuận vốn góp bằng quy định trong liên doanh là 37 triệu USD); dự án khu đô thị Nam TP Vinh Yên, Vinh Phúc; dự án khu đô thị Cáp, TP Vinh Tàu... Vì hoàn thiện hệ thống kết cấu xung quanh các dự án như công trình cao tầng Long Thành - Dầu Giây, khu vực quận 9 (dự án Phố), nâng cấp cầu Quercus 2A (dự án Nam TP Vinh Yên)... công ty sẽ làm tăng lợi nhuận các dự án của DIG. Công ty năm 2011, một phần các dự án sẽ thực hiện tại các công ty con, công ty liên doanh bắt đầu tạo doanh thu, giúp gia tăng thu nhập cho công ty.

Kết quả đánh giá chi phí của DIG theo 2 phương pháp chiết khấu thuần túy và P/E cho mức giá phù hợp là 70.899 đồng/CP.

Báo cáo Nghiên cứu & Phân tích HASECO

Khuyến cáo sơ lược

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HASECO cho mục đích cung cấp thông tin và không nhằm mục đích khuyến nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Thông tin sơ lược trong báo cáo của HASECO thu thập từ những nguồn tin cậy cho là đáng tin cậy tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo tính chính xác và hoàn chỉnh của thông tin.

Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và phải có quy trình đầu tư riêng phù hợp với mục đích đầu tư của mình. HASECO không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào do việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần thông tin hay ý kiến nào của báo cáo này.

HASECO có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác ngoài quy trình đầu tư của mình mà không bắt buộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý về việc sử dụng các thông tin này.

Báo cáo này được gửi đến quý khách bởi HASECO. Mọi sao chép, chuyển giao hoặc sử dụng trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của HASECO đều trái luật.

Trần Thị Kim Thành	Phó phòng phân tích	thanhtk@haseco.vn
Trần Ngọc Sơn	Chuyên viên phân tích	sonn@haseco.vn
Vũ Thị Thanh Hoa Hu	Chuyên viên phân tích	huevth@haseco.vn
Lê Thị Thu Trang	Chuyên viên phân tích	trangltt@haseco.vn

Trụ sở chính

Số 24 Cù Chính Lan, Q. Hoàng Bà Trưng, Hà Nội
T: 031. 3842335 Fax: 031. 3746266
Website: www.hpsc.com.vn
Email: haseco@haseco.vn

Chi nhánh Hà Nội

Số 02 Tôn Thất Tùng, Q. Đống Đa, Hà Nội
T: 04. 32182764 Fax: 04. 35745933
Email: cnhn@haseco.vn

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Lưu 4 Centre Garden, 225 Bến Chương Dương, Q1, HCM
T: 08. 39207800 Fax: 08. 39207825
Email: cnhcm@haseco.vn