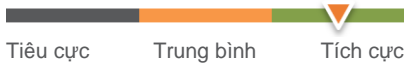


CTCP PHÁT TRIỂN NHÀ THỦ ĐỨC (TDH)

Giá thị trường VND10.300 **Giá mục tiêu** VND16.400 **Tỷ suất cổ tức** 9,7% **Khuyến nghị** MUA **Ngành** Bất động sản

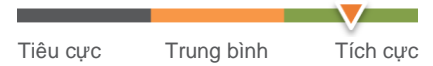
Triển vọng ngắn hạn



Triển vọng dài hạn



Định giá

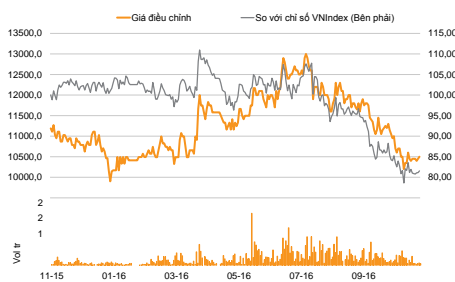


Ngày 23/11/2016

Nguyễn Ngọc Quyết

quyet.nguyennngoc@vndirect.com.vn

Diễn biến giá

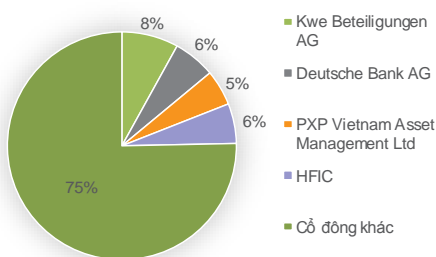


Nguồn: VNDIRECT

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	13.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	9.900
KLGDBQ (3thg)	261.386
Thị giá vốn (tỷ VND)	731
SL CP đang lưu hành (tr)	71
Free float (%)	32
Beta	0,76

Cơ cấu sở hữu



Nguồn: VNDIRECT

Chúng tôi đánh giá tích cực đối với những chuyển biến trong một năm trở lại đây của TDH trong việc (1) tái cơ cấu các khoản đầu tư và huy động thành công nguồn vốn mới, (2) hợp tác chiến lược với các đối tác mới nhằm mở rộng danh mục dự án và (3) triển vọng tiêu thụ sản phẩm khá tích cực. Đối với TDH, chúng tôi nhận thấy khả năng tăng giá đối với cổ phiếu khi các dự án mới được triển khai kể từ đầu năm 2017.

Trong Quý 4/2015 và Quý 1/2016, TDH đã tái cơ cấu các khoản đầu tư không hiệu quả và các dự án triển khai chậm, thu về 458 tỷ đồng. Đồng thời, trong Quý 1/2016 TDH đã huy động thành công 247 tỷ đồng từ cổ đông hiện hữu nhằm đẩy nhanh tiến độ bàn giao các dự án mới và phát triển quỹ đất.

Hợp tác với các đối tác chiến lược giúp TDH mở rộng danh mục dự án. Việc hợp tác với Fideco và CTCP Dệt may Liên Phương giúp TDH tham gia vào một số dự án mới tiềm năng ở nội thành TP.HCM, Nam Định và Nha Trang. Tiêu biểu là hai dự án V-Building và dự án 28 Phùng Khắc Khoan – Quận 1 dự kiến triển khai trong năm 2017.

Việc tập trung phát triển dòng sản phẩm trung bình khá giai đoạn 2011-2015 đã giúp KQKD năm 2016 khả quan. Doanh thu cả năm ước đạt 920 tỷ đồng (+4,2% yoy), bằng 92% kế hoạch năm. LNST dự báo tăng trưởng mạnh 94,6% yoy, đạt 91,6 tỷ đồng. EPS tương ứng đạt 1.291 đồng/cổ phần.

Định giá hấp dẫn. Cổ phiếu TDH đang giao dịch ở mức 10.300 đồng/cổ phần, P/E 2016 và 2017 lần lượt ở mức 8,0 và 8,6 lần, thấp hơn trung bình ngành là 10,6 lần. Với mức chiết khấu hấp dẫn 37,2% so với RNAV của chúng tôi (16.415 đồng/cổ phần) và chính sách cổ tức ổn định, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu TDH.

Rủi ro đầu tư. (1) Rủi ro tín dụng và lãi suất: Thông tư 06/2016/TT-NHNN sẽ hạn chế hơn tín dụng cho bất động sản kể từ 2017. (2) Rủi ro thị trường: Nguồn cung căn hộ hình thành trong tương lai nhắm vào phân khúc trung bình khá đang có xu hướng tăng kể từ Quý 4/2016. (3) Việc chuyển giao dự án giữa các công ty con, công ty liên kết và đối tác tiềm ẩn khả năng thất thoát lợi ích của cổ đông thiểu số.

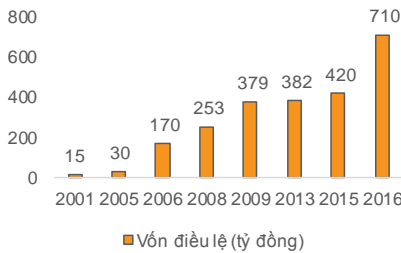
Tổng quan tài chính (VND)	12-14A	12-15A	12-16A	12-17A
Doanh thu (tỷ)	568	882	920	815
Tăng trưởng DT	38,8%	55,3%	4,2%	(11,3%)
Biên lợi nhuận gộp	17,0%	14,5%	20,6%	21,2%
EBITDA thuần (tỷ)	40	41	104	99
LN ròng (tỷ)	31	47	92	85
Tăng trưởng LN ròng	77,1%	54,3%	94,6%	(7,0%)
LN trên cổ phiếu	794	1.122	1.291	1.201
Giá trị sổ sách/cp	36.530	32.970	23.257	23.458
ROAE	2,2%	3,4%	6,0%	5,1%

Nguồn: VNDIRECT

LỊCH SỬ HÌNH THÀNH

CTCP Phát triển nhà Thủ Đức thành lập vào ngày 02/02/1990, cổ phần hóa vào năm 2001 với vốn điều lệ 15 tỷ đồng. Khởi đầu hoạt động đầu tư lĩnh vực bất động sản và thương mại, dịch vụ, công ty đã đạt được một số thành tựu bước đầu trong năm 2003 như khánh thành chợ nông sản Thủ Đức, trúng đấu giá dự án Bình An 2 và hợp tác với Daewon. Tới năm 2006, cổ phiếu của công ty chính thức được niêm yết trên sàn HOSE với mã cổ phiếu TDH.

Lịch sử tăng vốn điều lệ

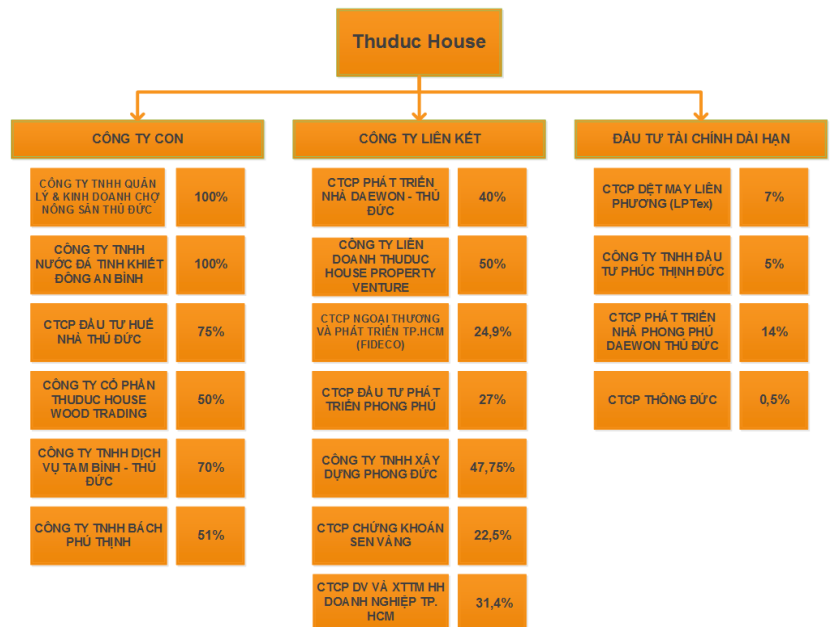


Nguồn: TDH

Từ năm 2007 tới năm 2010, với vốn điều lệ tăng mạnh từ 30 tỷ lên 378,7 tỷ đồng, TDH tích cực mở rộng đầu tư, phát triển lĩnh vực BĐS với sự ra mắt liên tiếp các dự án phân khúc cao cấp như Cantavil, Cantavil Premier, phân khúc trung bình khá như TDH Trường Thọ, TDH Phước Bình.

Đến năm 2013, TDH đa dạng hóa danh mục đầu tư với các dự án khu đô thị đồng thời cho ra đời dòng sản phẩm S-home thuộc phân khúc trung bình với diện tích nhỏ hơn.

Cấu trúc công ty hiện tại

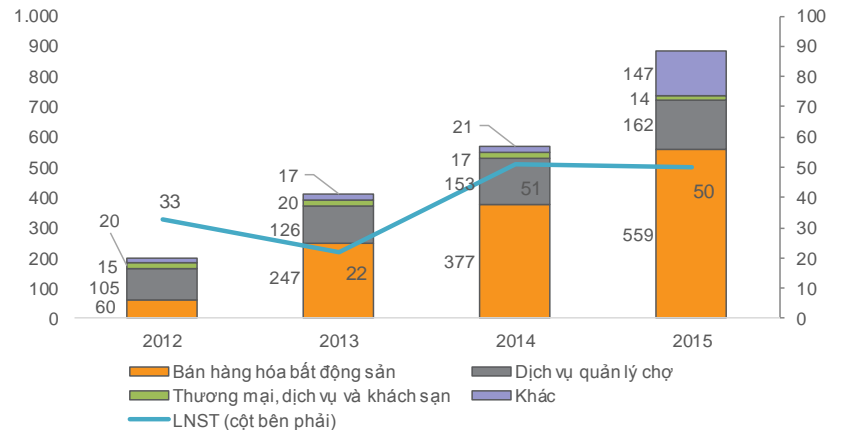


Nguồn: TDH

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Từ năm 2013, bất động sản là hoạt động kinh doanh chủ đạo và luôn chiếm trên 60% cơ cấu doanh thu của TDH. Theo sau là dịch vụ quản lý chợ, tuy nhiên tỷ trọng doanh thu của dịch vụ quản lý chợ giảm dần từ 55,6% năm 2012 xuống còn 18,3% năm 2015 khi doanh thu bất động sản tăng trưởng mạnh trong những năm gần đây. Ngoài ra, TDH còn một số loại hình kinh doanh khác (nằm ở công ty con) như kinh doanh nông sản, nước đá, xuất nhập khẩu các sản phẩm dệt may. Tuy nhiên, ngoại trừ chợ nông sản Thủ Đức, các khoản đầu tư ngoài ngành nghề kinh doanh chính hầu hết không mang lại hiệu quả.

Diễn biến Doanh thu và LNST (tỷ đồng)



Nguồn: TDH

Hoạt động đầu tư kinh doanh bất động sản

Các sản phẩm bất động sản của TDH

Căn hộ TDH Apartment	<ul style="list-style-type: none"> • TDH Trường Thọ • TDH Phước Bình
Căn hộ S-home	<ul style="list-style-type: none"> • TDH Phước Long • Chung cư Bình Chiểu Lô I, H • TDH Phúc Thịnh Đức • TDH Tocontap
Đất nền Khu dân cư, đô thị hỗn hợp	<ul style="list-style-type: none"> • Phước Long Spring Town • Long Hội City • TDH Tocontap
Khách sạn, văn phòng	<ul style="list-style-type: none"> • Khách sạn La Sapinette Đà Lạt • TTTM VP Hàng Xanh (VP) • Tầng 8 Cantavil Premier (VP)

Nguồn: TDH

Sản phẩm của TDH gồm căn hộ chung cư, khu dân cư - đô thị hỗn hợp và bất động sản du lịch - dịch vụ - văn phòng. Trong đó, sản phẩm căn hộ chung cư có 3 dòng gồm dòng cao cấp, dòng TDH Apartment (phần khúc trung bình khá, giá bán từ 1-3 tỷ đồng/căn) và dòng S-Home (phần khúc trung bình, diện tích nhỏ với giá bán từ 0,7-2 tỷ đồng/căn).

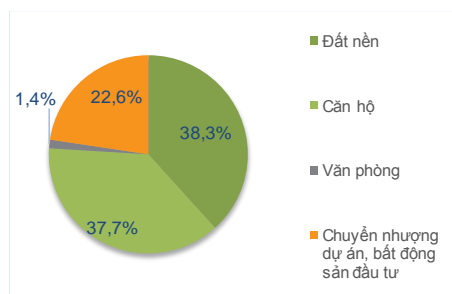
Sản phẩm căn hộ: TDH nhắm tới phân khúc trung bình khá với nhu cầu thực. Nắm bắt được nhu cầu thực của thị trường, TDH xây dựng các dự án căn hộ để bán tại địa bàn quận Thủ Đức, chủ yếu nhằm vào phân khúc trung bình khá và trung bình với các căn hộ thuộc dòng sản phẩm chung cư TDH - Apartment như TDH Trường Thọ (triển khai năm 2007), TDH Phước Bình (2009) và dòng sản phẩm S-home như TDH - Phước Long (2015), TDH - Bình Chiểu Lô I và Lô H (2016). Hai dòng sản phẩm TDH - Apartment và S-home nhắm tới khách hàng có nhu cầu thực được xem là hướng đi đúng của TDH trong bối cảnh các phân khúc cao cấp hơn vấp phải sự cạnh tranh lớn do nguồn cung có xu hướng tăng mạnh.

Sản phẩm đất nền. Giai đoạn 2003-2010 TDH đã phát triển hơn 11ha đất nền biệt thự tại Quận 2 – TP.HCM. Từ năm 2011, TDH tiếp tục phát triển và đưa ra thị trường 3,7 ha dòng sản phẩm trung bình khá đối với sản phẩm đất nền khu dân cư tại Quận 9 - TP.HCM.

Sản phẩm văn phòng chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu sản phẩm và doanh thu. Trong quá khứ, các dự án văn phòng đóng góp tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu doanh thu của TDH do quỹ đất của TDH tập trung ở ngoại thành. Hiện tại TDH sở hữu 1 tầng cho thuê tại dự án Cantavil Premier - Quận 2, ngoài ra TDH còn sở hữu 45% tại TTTM Văn phòng Hàng Xanh - Quận Bình Thạnh. Doanh thu từ mảng cho thuê văn phòng vào khoảng 15 tỷ đồng một năm.

Sản phẩm khách sạn. Sau khi thoái vốn tại công ty con Thông Đức (Quản lý khách sạn La Sapinette Đà Lạt) vào Q4/2015, TDH không còn kinh doanh sản phẩm khách sạn.

Cơ cấu doanh thu bất động sản giai đoạn 2007-2015



Nguồn: VNDIRECT

Các dự án đã phát triển và hoàn tất việc ghi nhận doanh thu

Dự án	Vị trí	TLSH/Đối tác	Sản phẩm	Thông tin dự án
Khu nhà ở Bình An 2	Quận 2	100%	207 biệt thự	Triển khai xây dựng: 2004-2006 Triển khai bán hàng: 2004-2010
Khu đô thị mới Bình Chiểu	Quận Thủ Đức	100%	470 đất nền	Triển khai xây dựng: 2007 Triển khai bán hàng: 2007-2010
Khu nhà ở An Phú	Quận 2	100%	82 biệt thự	Triển khai xây dựng: 2005-2006 Triển khai bán hàng: 2007-2011
Cantavil	Quận 2	40%/Daewon	390 căn hộ cao cấp	Triển khai xây dựng: 2006-2007 Triển khai bán hàng: 2007
Cantavil Premier (Cantavil GD2)	Quận 2	40%/Daewon	264 căn hộ, TTTM	Triển khai xây dựng: 2009-2010 Triển khai bán hàng: 2009-2010
Khách sạn La Sapinette	Đà Lạt	65%	91 phòng khách sạn	Triển khai xây dựng: 2008-2009 Triển khai bán hàng: 2009-hiện tại TDH đã thoái vốn và không còn kinh doanh sản phẩm khách sạn

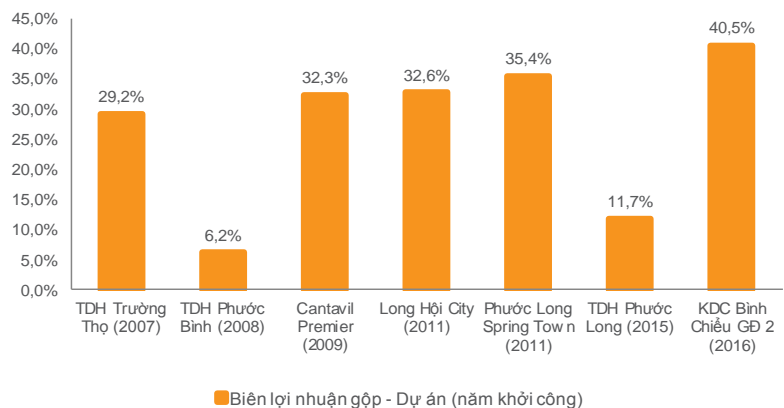
Nguồn: VNDIRECT

CHUYỂN BIẾN TÍCH CỰC TỪ CUỐI NĂM 2015

Giai đoạn 2011-2015 hoạt động đầu tư bất động sản của TDH chịu tác động lớn của thị trường và không tạo ra được tăng trưởng, TDH cũng không phát triển thêm các dự án mới và chỉ ghi nhận doanh thu từ các dự án triển khai từ giai đoạn 2007-2009. Tuy nhiên từ nửa cuối năm 2015 và đầu năm 2016 chúng tôi thấy một số điểm thay đổi tích cực của TDH như sau:

- Chuyển nhượng cổ phần các công ty hoạt động không hiệu quả. Cụ thể, TDH đã chuyển nhượng 71,5% cổ phần Công ty Thông Đức và 95% cổ phần tại Công ty Phúc Thịnh Đức, 47,75% Công ty xây dựng Phong Đức, bán 32,23% cổ phần tại CTCP Đầu tư Phước Long (công ty này sau đó đã sáp nhập với Vinatex ITC và đổi tên thành CTCP Dệt May Liên Phương¹), và 30% cổ phần tại Công ty Ngôi sao Gia Định (chủ đầu tư dự án Aquila Plaza), thu về tổng số tiền 458 tỷ đồng.
- Việc huy động vốn thành công trong năm 2016 từ cổ đông hiện hữu giúp TDH tiếp tục cải thiện mạnh mẽ tình hình tài chính. Tổng số tiền huy động được là 247 tỷ đồng.
- Tình hình bán hàng cải thiện ở các dự án triển khai từ năm 2011. Đó là các dự án có chi phí đền bù thấp (dự án Spring Town, Long Hội City, Khu dân cư Bình Chiểu Giai đoạn 2) và dự án chung cư Phước Long. Thêm vào đó, giá bán các sản phẩm bất động sản được điều chỉnh tăng trung bình 7%/năm trong 2 năm trở lại đây giúp biên lợi nhuận cải thiện.

Biên lợi nhuận gộp các dự án



Nguồn: VNDIRECT

¹ TDH hiện sở hữu 7% tại CTCP Dệt may Liên Phương

Cơ cấu doanh thu bất động sản 9T2016

Dự án	Doanh thu 9T2016 (tỷ đồng)	Tỷ trọng
TDH Phước Long	131	37,4%
Khu nhà ở Bình Chiểu (GD 1)	92	26,2%
Long Hội City	51	14,6%
TDH Trường Thọ	17	4,9%
Phước Long Spring Town	17	4,7%
TDH Phước Bình	2	0,6%
Bất động sản đầu tư	9	2,4%
Khác	32	9,2%
Tổng cộng	351	100,0%

Nguồn: VNDIRECT

KQKD 9T2016 VÀ DỰ BÁO 2016 ẮN TƯỢNG

Tốc độ bán hàng cải thiện từ giữa 2015 giúp doanh thu bất động sản 9T2016 tăng mạnh so với cùng kỳ. Trong 9T2016, mặc dù nguồn cung ra thị trường tăng gấp đôi so với cùng kỳ, giá các căn hộ trung bình khá của TDH tăng khoảng 8% so với cùng kỳ (tương đương với mức tăng giá của các căn hộ hạng trung của thị trường theo báo cáo của Cushman & Wakefield) nhờ (1) giá bán ở mức hấp dẫn so với các dự án tương đương, (2) vị trí và hạ tầng giao thông thuận lợi, (3) khách hàng không còn tâm lý chờ đợi khi thị trường đã bước vào điểm rơi chào bán của các dự án (năm 2016 và 2017).

Các dự án đang ghi nhận doanh thu

Dự án	Vị trí	TLSH/Đối tác	Sản phẩm	Thông tin dự án	Tổng số căn/nền	Bán trước 2016	Bán trong 9T2016	Lũy kế	Tồn Kho	Tỷ lệ bán hàng	Tình trạng dự án
Các dự án đã hoàn tất bán hàng, đang ghi nhận doanh thu											
Cao ốc TTTM Văn phòng Hàng Xanh	Quận Bình Thạnh	40%/Satraseco	Sàn văn phòng	Triển khai xây dựng: 2015 Triển khai bán hàng: 2015-hiện tại.						100%	Đã cho thuê 100% diện tích
Tầng 8 - Caltavil Premier	Quận 2	100%	Sàn văn phòng	Triển khai xây dựng: 2009-2010 Triển khai bán hàng: 2010-hiện tại.						100%	Đã cho thuê 100% diện tích
Long Hội City	Long An	65%/IDI	Đất nền	Triển khai xây dựng: 2011-2012 Triển khai bán hàng: từ 2011-hiện tại.	247	145	102	247	0	100%	Kết thúc bán hàng
Phước Long Spring Town	Quận 9	66.9%/LPtex, Vinatexland	Đất nền	Triển khai xây dựng: 2015-2016 Triển khai bán hàng: Q3/2016-hiện tại.	57	54	3	57	0	100%	Kết thúc bán hàng
Các dự án đang bán hàng và ghi nhận doanh thu											
TDH Phước Bình	Quận Thủ Đức	100%	Căn hộ TDH-Apartment	Triển khai xây dựng: 2008-2010 Triển khai bán hàng: 2010-hiện tại. Đã bán 87% số lượng căn hộ.	86	72	3	75	11	87%	Tiếp tục bán hàng
TDH Phước Long	Quận Thủ Đức	100%	Căn hộ S-home	Triển khai xây dựng: 2015-2016 Triển khai bán hàng: 2015-hiện tại. Đã bán 98% số lượng căn hộ.	168	123	43	166	2	99%	Tiếp tục bán hàng
TDH Trường Thọ	Quận Thủ Đức	100%	Căn hộ TDH-Apartment	Triển khai xây dựng: 2007-2009 Triển khai bán hàng: 2009-hiện tại. Đã bán 98% số lượng căn hộ.	262	246	10	256	6	98%	Tiếp tục bán hàng
KDC Bình Chiểu Giai đoạn 2	Quận Thủ Đức	100%	Đất nền	Triển khai xây dựng: 2016 Triển khai bán hàng: từ Q3/2016. Đã bán 100% số lượng. Giá bán từ 13 triệu đồng/m ²	145	0	145	145	0	100%	Kết thúc bán hàng
TDH Tocontap	Quận 9	65%/CTCP ĐT&TM Tập phẩm Sài Gòn	Đất nền/căn hộ S-home	Triển khai xây dựng: 2016 Triển khai bán hàng: mở bán khu đất nền từ Q4/2016. Giá bán dự kiến trung bình 19 triệu đồng/m ² căn hộ, trên 30 triệu đồng/m ² đất nền.	40 đất nền, 223 căn hộ S-home						Đang triển khai xây dựng hạ tầng

Nguồn: VNDIRECT

Dòng sản phẩm trung bình khá của TDH đáp ứng được nhiều tiêu chí quan trọng của khách hàng trong việc lựa chọn sản phẩm hiện tại.

Tiêu chí	Đánh giá
Giá bán	Với GDP bình quân đầu người ở mức 2.100 USD/năm, giá căn hộ dao động trong khoảng 500-1.000 USD/m ² , giá đất nền quanh 500 USD/m ² là mức phù hợp với phần đông người mua.
Diện tích	Diện tích căn hộ đa dạng từ 50-100m ² , đáp ứng được nhiều đối tượng khách hàng.
Vị trí dự án	Các dự án ở phía đông TP.HCM được quan tâm với hạ tầng giao thông hoàn chỉnh nhất so với các khu vực khác của thành phố.
Tiện ích, cảnh quan	Các dự án căn hộ của TDH đáp ứng được một số tiện ích cơ bản cho khách hàng.
Uy tín thương hiệu và tiến độ bàn giao	Thuduc House là thương hiệu có uy tín trên thị trường. Tiến độ bàn giao căn hộ trung bình là 18 tháng, ở mức trung bình so với các dự án trung cấp khác.
Gói hỗ trợ và phương thức thanh toán	TDH chiết khấu cao đối với khách hàng trả sớm và liên kết với ngân hàng cho khách hàng vay mua căn hộ.
Lợi tức đầu tư căn hộ	Theo thống kê của CBRE, hiện tại lợi tức cho thuê trung bình trên thị trường của các căn hộ phân khúc trung cấp ở mức 6-7%/năm. Ngoài ra, chúng tôi thấy rằng sản phẩm căn hộ thuộc phân khúc trung bình thấp có lợi tức cho thuê cao hơn các dòng sản phẩm cao cấp và cao hơn ở các khu vực có hệ thống hạ tầng giao thông thuận lợi như Quận 9 và Quận Thủ Đức.

Nguồn: VNDIRECT

Thông tư 06/2016/TT-NHNN quy định hệ số rủi ro cho vay bất động sản được nâng lên 200%, tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn được giảm từ 60% xuống còn 50% kể từ 01/01/2017 và 40% kể từ 01/01/2018.

Hoạt động kinh doanh bất động sản trong 9 tháng đầu năm đạt khoảng 351 tỷ đồng (+64% yoy), chiếm 47,2% doanh thu. Đóng góp vào vào doanh thu bất động sản là các dự án TDH – Phước Long, KDC Bình Chiểu Giai đoạn 1, Long Hội City và Phước Long Spring Town. Các hoạt động bán hàng hóa và cung cấp dịch vụ đóng góp lần lượt 222 tỷ đồng (+35,2% yoy) và 162 tỷ đồng (+5,1% yoy). Doanh thu hợp nhất 9T2016 đạt 743 tỷ đồng (+36,4% yoy).

Năm 2016 nói chung và 9 tháng đầu năm 2016 nói riêng là điểm rơi ghi nhận doanh thu của các dự án có biên lợi nhuận cao như Long Hội City, Phước Long Spring Town triển khai từ 2011. Điều này đã giúp biên lợi nhuận gộp của công ty trong kỳ (19,7%) cải thiện so với cùng kỳ năm ngoái (18,6%). Kết quả là, 9T2016 lợi nhuận gộp đạt 146 tỷ đồng (+44,7% yoy).

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp giữ ở mức 66 tỷ đồng, tương đương cùng kỳ năm 2015, tỷ lệ trên doanh thu tương ứng trong kỳ là 8,9% trong khi cùng kỳ năm ngoái là 12,1%. Nhờ trong 9T công ty có lượng tiền gửi và cho vay lớn và công ty đã thực hiện thoái vốn tại công ty con Ngôi sao Gia Định thu về lợi nhuận 12,3 tỷ đồng, doanh thu hoạt động tài chính tăng mạnh 137,5% yoy, đạt 55,6 tỷ đồng. Kết thúc 9T đầu năm 2016, LNST đạt 69,5 tỷ đồng (gấp 7,4 lần cùng kỳ năm ngoái), đạt 86,7% kế hoạch năm.

Trong Quý 4/2016, doanh thu mảng bất động sản đến từ các dự án TDH Phước Long, khu thấp tầng TDH – Tocontap và KDC Bình Chiểu Giai đoạn 2. Đây là hai dự án có biên lợi nhuận gộp cao nhất của TDH (>40%). Dự báo doanh thu cả năm 2016 đạt 920 tỷ đồng (+4,2% yoy), bằng 92% kế hoạch năm. Trong đó doanh thu từ hoạt động kinh doanh bất động sản dự báo đạt 530 tỷ đồng (-15,4% yoy) do năm 2015 TDH ghi nhận doanh thu từ việc chuyển nhượng 1,2 ha dự án Phước Long Spring Town (thu về 68 tỷ đồng doanh thu). LNST dự báo tăng trưởng mạnh 94,6% yoy, đạt 91,6 tỷ đồng. EPS tương ứng đạt 1.291 đồng/cổ phần.

TRIỂN VỌNG TRUNG HẠN TÍCH CỰC VỚI DÒNG SẢN PHẨM PHÙ HỢP NHƯ CẦU THỊ TRƯỜNG

Đối với TDH, chúng tôi đánh giá triển vọng trong trung hạn là khá tích cực dựa trên những yếu tố sau:

Sản phẩm thuộc phân khúc trung bình khá tỏ rõ là hướng đi phù hợp của TDH

Các dự án nhà ở trung bình - khá ít chịu tác động của biến động lãi suất

Tháng 05/2016, Thông tư 06/2016/TT-NHNN ra đời thay thế Thông tư 36/2014/TT-NHNN, theo đó dòng vốn dành cho các doanh nghiệp bất động sản sẽ bị hạn chế dần trong năm 2017 và 2018. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá chính sách này của cơ quan quản lý nhắm đến các mục tiêu (1) hạn chế tăng trưởng tín dụng nóng cho bất động sản đặc biệt là phân khúc nhà ở trung và cao cấp, vốn có hệ số sử dụng nợ vay cao tiềm ẩn nguy cơ bất ổn cho hệ thống tín dụng và (2) khuyến khích thị trường chuyển sang phân khúc nhà ở vừa túi tiền và nhà ở xã hội có vốn đầu tư thấp, tránh tình trạng đóng băng bất động sản do mất cân đối nguồn cung. Vì vậy chúng tôi vẫn giữ góc nhìn lạc quan đối với tín dụng dành cho phân khúc trung bình khá của TDH. Ngoài ra:

- Tỷ lệ vốn vay tài trợ cho các dự án của TDH thường ở mức 30%, đây là tỷ lệ an toàn, nhất là khi các dự án của TDH có tổng mức đầu tư không quá lớn so với vốn chủ sở hữu (từ 100-300 tỷ đồng). Chi phí lãi vay do đó chiếm từ 5-9% tổng chi phí của các dự án. Hiện tại, với mỗi 1% tăng lãi suất, chi phí lãi vay của công ty tăng tương ứng 6 tỷ đồng.

Có trên 50% số lượng khách hàng mua căn hộ của Thuduchouse sử dụng gói vay từ các ngân hàng.

- Giá bán vừa túi tiền giúp áp lực lãi vay đối với khách hàng không quá lớn. Dòng sản phẩm căn hộ của TDH có mức giá tập trung nhiều nhất trong khoảng 1-1,5 tỷ đồng, như vậy các hộ gia đình sẽ trả từ 7-14 triệu đồng/tháng trong đó bao gồm từ 4-8 triệu lãi vay (tùy vào mức vay từ 50%-70% giá trị căn hộ, và không vay gói 30.000 tỷ đồng). Với mỗi 1% tăng lãi suất vay mua nhà, khách hàng sẽ phải trả thêm 0,5-1 triệu đồng/tháng.

Không chịu áp lực cạnh tranh như phân khúc trung và cao cấp

Chúng tôi nhận thấy áp lực cạnh tranh rất lớn tại phân khúc căn hộ cao cấp và trung cấp. Tại TP.HCM, căn hộ hạng trung và cao cấp hiện chiếm tới 80% nguồn cung thị trường. Theo CBRE, số lượng căn hộ hoàn thành trong năm 2017 sẽ tăng 345% ở phân khúc cao cấp và tăng 27% ở phân khúc trung cấp. Trong khi đó, nhu cầu thị trường nằm chủ yếu ở phân khúc nhà trung bình khá và nhà ở xã hội nhưng nguồn cung lại chỉ chiếm 20%. Những doanh nghiệp ở phân khúc trung bình khá như TDH sẽ tránh được áp lực cạnh tranh lớn trong năm 2017 và 2018.

Từ năm 2016, TDH tập trung triển khai xây dựng các dự án thuộc dòng sản phẩm S-home (chung cư Bình Chiểu lô I, H, chung cư TDH Tocontap). Điểm rơi ghi nhận KQKD của các dự án này sẽ là năm 2018-2019, tuy nhiên TDH sẽ thu được dòng tiền sớm hơn so với quy định về việc ghi nhận doanh thu, lợi nhuận theo Thông tư 200.

Danh mục dự án sẽ phát triển

Dự án	Vị trí	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	TLSH/ĐỐI TÁC	Sản phẩm	Thông tin dự án
Các dự án đang phát triển					
Dự án Green Pearl	378 Phố Minh Khai, Hà Nội	1.600	14%/NA	500 căn hộ, 61 căn nhà phố	Khởi công từ tháng 04/2016, đang xây dựng hạ tầng. Giá bán từ 30-35 triệu đồng/m2 căn hộ (chưa VAT).
Các dự án sẽ phát triển					
Bình Chiểu Lô I, H	Phường Bình Chiểu, Quận Thủ Đức	390	100%	623 căn hộ S-home	Đã có GCN QSDĐ, đang triển khai thiết kế và xin chấp thuận đầu tư. Mở bán từ Q1/2017. Giá bán dự kiến trung bình 16 triệu đồng/m2 (chưa VAT).
Centum Wealth	Xa Lộ Hà Nội, Phường Hiệp Phú, Quận 9	1.100	51%/Daewon	Căn hộ S-home	Đang điều chỉnh thiết kế từ cao xuống trung bình khá. Kế hoạch mở bán từ Q2-Q3/2017. Chưa có giá bán.
TDH Phúc Thịnh Đức	Đường Nam Hòa, Phường Phước Long A, Quận 9	912	5%/Fideco	Căn hộ TDH-Apartment	Đã đóng tiền sử dụng đất, đang xin chấp thuận đầu tư. Giá bán dự kiến trung bình 22 triệu đồng/m2 (chưa VAT).
V- Building	39-43 Võ Văn Kiệt, Quận 1	400	NA/LPTex	12.000 m2 sàn văn phòng hạng A	Quyền sử dụng đất dài hạn. Dự kiến khởi công trong năm 2017 và hoàn thành sau 24 tháng xây dựng.
Dự án 28 Phùng Khắc Khoan	Quận 1	530	NA/Fideco	Phức hợp căn hộ/văn phòng	Thuê dài hạn Nhà nước thời hạn 50 năm đối với Lô 1 (2,300m2) và 30 năm đối với Lô 2 (1.000m2). Dự kiến khởi công trong năm 2017 và hoàn thành sau 24 tháng.
Chung cư Liên Phương	18 Tăng Nhơn Phú, Quận 9	200	NA/LPTex	300 căn hộ trung bình thấp	Chưa triển khai
Khu đô thị Dệt may Nam Định	43 Tô Hiệu, TP.Nam Định	412	NA/LPTex	133 căn biệt thự, 833 nhà liền kề	Chưa triển khai
Chung cư Vĩnh Hải	68A đường 2/4 TP.Nha Trang, Nha Trang	150	NA/LPTex	200 căn hộ, 10 căn nhà phố	Chưa triển khai
Khu dân cư Cần Giờ	Huyện Cần Giờ	NA	NA/Fideco	Nhà thấp tầng, biệt thự 29,8ha	Chưa triển khai
La Sapinette Lăng Cô	Thừa Thiên Huế	NA	75%/NA	Khu nghỉ dưỡng 39ha	Chưa triển khai
Khu du lịch nghỉ dưỡng Cantavi Long Hải	Bà Rịa Vũng Tàu	NA	40%/Daewon	Khu nghỉ dưỡng 47ha	Chưa triển khai
Dự án 10ha Phường Hiệp Bình Chánh	Quận Thủ Đức	NA	NA	NA	Chưa triển khai

Nguồn: VNDIRECT

Hợp tác chiến lược giúp TDH mở rộng danh mục dự án

Tổng hợp quỹ đất các dự án TDH tham gia phân theo địa phương (m2)

Địa phương	Diện tích đất đã phát triển dự án	Diện tích đất chưa phát triển dự án	Diện tích sàn xây dựng đã phát triển	Diện tích sàn xây dựng sẽ phát triển	Diện tích nền đã phát triển	Diện tích nền sẽ phát triển
Quận Thủ Đức	274.806	103.000	63.994	49.186	-	NA
Quận 9 (*)	37.140	37.536	-	15.000	22.896	NA
Hà Nội	-	28.736	-	90.453	-	6.000
Bà Rịa Vũng Tàu	-	47.000	NA	NA	NA	NA
Huế	-	39.200	NA	NA	NA	NA
Quận 2	122.753	-	49.863	-	57.811	-
Quận Bình Thạnh	607	-	3.306	-	-	-
Long An	278.200	-	-	-	47.966	-
Quận 1 (**)	-	3.282	-	26.868	-	-
Nha Trang (***)	-	1.742	-	16.000	-	-
Nam Định (****)	-	248.300	NA	NA	NA	NA
H.Cần Giờ (*****)	-	298.000	NA	NA	NA	NA
Tổng cộng	713.506	806.796	117.163	197.507	128.673	6.000

(*): bao gồm dự án Chung cư Liên Phương (hợp tác với LPTex)
(**): dự án 28 Phùng Khắc Khoan (hợp tác với Fideco) và V-Building (hợp tác với LPTex)
(***): dự án Chung cư Vĩnh Hải (hợp tác với Fideco)
(****): dự án Khu đô thị dệt may Nam Định (hợp tác với LPTex)
(*****): dự án Khu dân cư cao cấp Cần Giờ (hợp tác với Fideco)

Nguồn: TDH, VNDIRECT

Phát triển quỹ đất là nhiệm vụ lớn và khó khăn đối với các công ty có tiềm lực tài chính và quỹ đất hạn chế như TDH

Trong những năm qua, các dự án của TDH được phát triển dựa trên quỹ đất sẵn có ở các quận phía đông TP.HCM như Quận Thủ Đức, Quận 9, Quận 2 và Quận Bình Thạnh. Với sự ra đời của tuyến Metro Bến Thành – Suối Tiên, quỹ đất tại các khu vực phía đông TP.HCM ngày càng khan hiếm. Vì vậy, tình hình tài chính cải thiện và quan hệ hợp tác chiến lược với CTCP Ngoại thương và Phát triển TP.HCM (Fideco – FDC/HSX) và CTCP Dệt may Liên Phương (LPTex) sẽ giúp TDH tránh khỏi sự bế tắc trong việc phát triển quỹ đất.

Hợp tác tạo cơ hội để TDH tham gia vào các dự án căn hộ/văn phòng tại trung tâm TP.HCM. Trong các dự án hợp tác cùng Fideco và LPTex, chúng tôi đánh giá cao tiềm năng của hai dự án văn phòng 28 Phùng Khắc Khoan và V-Building. Hai dự án này sẽ có điểm rơi doanh thu từ năm 2020 và theo chúng tôi là có hiệu quả đầu tư cao với vị trí gần trung tâm Quận 1-TP.HCM và sẽ gia tăng giá trị của cổ phiếu. Gần đây, TDH công bố nghị quyết HĐQT về việc nâng tỷ lệ sở hữu tại FDC lên 65% và đại diện TDH cho biết việc nâng tỷ lệ sở hữu tại FDC có thể hoàn thành trong Quý 4/2016. Theo chúng tôi, việc nâng tỷ lệ sở hữu tại FDC sẽ giúp việc triển khai các dự án TDH Phúc Thịnh Đức và 28 Phùng Khắc Khoan nhanh hơn.

Ngoài ra, TDH cũng đang tự tìm kiếm dự án mới nhờ vào nguồn tiền từ tái cơ cấu các khoản đầu tư. Chúng tôi kỳ vọng TDH sẽ sớm công bố các dự án này trong thời gian tới.

Dưới đây là dự phóng của chúng tôi về doanh thu và lợi nhuận gộp từ hoạt động kinh doanh bất động sản căn cứ vào tiến độ bán hàng và thu tiền của các dự án dựa trên những đánh giá về nhu cầu thị trường và khả năng bán hàng của TDH. Theo đó, giai đoạn 2016-2018 doanh thu sẽ được ghi nhận chủ yếu từ các dự án thuộc quỹ đất cũ (Chung cư Bình Chiểu lô I, H, dự án TDH Tocontap, KDC Bình Chiểu Giai đoạn 2) Các dự án Centum Wealth, V-Building và 28 Phùng Khắc Khoan sẽ được chúng tôi bổ sung vào mô hình dự phóng khi có đầy đủ thông tin của các dự án này.

Dự báo doanh thu các năm tới (tỷ đồng)

Dự án	2016	2017	2018
Căn hộ	189,9	181,0	349,2
TDH Trường Thọ	32,9	7,8	-
TDH Phước Bình	3,8	6,7	9,3
TDH Phước Long	186,0	-	-
Bình Chiểu Lô I	-	76,6	127,6
Bình Chiểu Lô H	-	19,1	63,8
TDH Tocontap	-	61,6	108,8
TDH Phúc Thịnh Đức	-	17,0	39,6
Green Pearl	-	-	-
Đất nền	266,9	187,6	8,9
Spring Town	42,1	-	-
Long Hội city	51,5	-	-
Bình Chiểu Giai đoạn 1	92,0	-	-
Bình Chiểu Giai đoạn 2	48,7	146,2	-
TDH -Tocontap (đất nền)	32,5	41,4	8,9
Văn phòng	10,0	10,0	10,0
Cantavil Premier	10,0	10,0	10,0
Hàng hóa, dịch vụ và khác	420,0	429,0	462,0
TỔNG DOANH THU	919,7	815,4	830,1

Nguồn: VNDIRECT

Dự báo lợi nhuận gộp các năm tới (tỷ đồng)

Dự án	2016	2017	2018
Căn hộ	31,7	43,8	82,8
TDH Trường Thọ	9,6	2,3	-
TDH Phước Bình	0,2	0,4	0,6
TDH Phước Long	21,9	-	-
Bình Chiểu Lô I	-	20,1	33,5
Bình Chiểu Lô H	-	5,7	19,0
TDH Tocontap	-	10,7	18,8
TDH Phúc Thịnh Đức	-	4,6	10,8
Green Pearl	-	-	-
Đất nền	92,9	76,9	3,8
Spring Town	14,9	-	-
Long Hội city	16,8	-	-
Bình Chiểu Giai đoạn 1	27,6	-	-
Bình Chiểu Giai đoạn 2	19,8	59,3	-
TDH -Tocontap (đất nền)	13,8	17,6	3,8
Văn phòng	8,0	8,0	8,0
Cantavil Premier	8,0	8,0	8,0
Hàng hóa, dịch vụ và khác	56,4	44,6	48,5
LỢI NHUẬN GỘP	189,0	173,3	143,0

Nguồn: VNDIRECT

So sánh chỉ tiêu Nợ vay chịu lãi/VCSH

Công ty	Nợ chịu lãi/VCSH
PDR	141,0%
VIC	106,8%
NBB	91,9%
HDO	79,2%
QCG	58,6%
ITC	55,2%
KDH	55,0%
SCR	34,0%
NLG	24,4%
TDH	22,3%
DXG	18,3%
HQC	18,2%

Nguồn: VNDIRECT

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Đòn bẩy tài chính ở mức an toàn. Dự nợ vay chịu lãi tại thời điểm cuối Quý 3/2016 ở mức 637 tỷ đồng, bằng 22,3% tổng tài sản. Tỷ lệ này đặc biệt thấp so với các công ty cùng ngành. Điều này tạo dư địa lớn cho hoạt động huy động vốn vay để tài trợ cho các dự án trong tương lai.

Phần lớn phải thu ngắn hạn nhằm mục tiêu phát triển quỹ đất. Khoản phải thu ngắn hạn tại thời điểm 30/09/2016 là 1.023 tỷ đồng, tăng mạnh so với thời điểm đầu năm (+60,7%). Trong đó khoản phải thu từ cho vay là 555 tỷ đồng. Chúng tôi được biết TDH đang trong quá trình phát triển một số dự án (trong đó có 1 dự án căn hộ chưa công bố) tại TP.HCM và khoản phải thu này nhằm tài trợ cho việc phát triển các dự án trên.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để xác định giá NPV các dự án nằm trong các khoản mục hàng tồn kho, khoản phải thu. Đối với các khoản đầu tư tài chính, chúng tôi chiết khấu từ 10% đến 50% giá trị sổ sách dựa trên hiểu biết về thanh khoản và triển vọng của các khoản đầu tư này. Đối với các dự án chưa triển khai như V-Building và 28 Phùng Khắc Khoan cũng như các quỹ đất đang phát triển, chúng tôi chưa đưa vào mô hình định giá.

Đánh giá lại giá trị sổ sách các khoản đầu tư

Các giả định chính trong mô hình định giá:

- Diện tích xây dựng, số lượng căn hộ/nền là thông tin do TDH công bố. Giá bán dự kiến được thu thập từ TDH hoặc giá bán hiện tại trong cùng khu vực.
- Chi phí xây dựng hạ tầng đối với các dự án đất nền là 1 triệu đồng/m², điều chỉnh cho từng dự án.
- Chi phí xây dựng căn hộ từ 7-9 triệu đồng/m² tùy thuộc vào quy mô dự án.
- Giá trị dự án được tính sau khi trừ thuế thu nhập doanh nghiệp 20%.
- Suất chiết khấu 15% được áp dụng để tính NPV các dự án.

Khoản mục	Giá trị sổ sách 30/09/2016	Giá trị đánh giá lại
Đầu tư tài chính dài hạn	516.281	399.642
CTCP Ngoại thương và Phát triển đầu tư TP (FDC)	178.992	120.022
CTCP Phát triển nhà Daewon Thủ Đức	131.455	105.164
CT TNHH Bách Phú Thịnh	-	-
CTCP Đầu tư phát triển Phong Phú	54.400	43.520
CTCP Chứng khoán Sen Vàng	26.695	13.348
CTCP Liên doanh Thuduchouse Property Venture	17.553	14.043
CTCP DV Và XTTM Hiệp hội DN TPHCM (TPS)	1.570	785
CN Công ty TNHH Bảo vệ Hùng Vương	936	468
CT TNHH TM Vận tải DV Than Ngọc Thành	600	300
CTCP Đầu tư Nghĩa Phú	310	155
CT CP Đầu tư Ngôi sao Gia Định	-	-
CTCP Phát triển nhà Phong Phú Daewon Thủ Đức	62.717	61.796
CPCP Dệt may Liên Phương	29.774	29.774
CT TNHH Đầu tư Phúc Thịnh Đức	10.269	10.269
CTCP Thông Đức	1.010	0
Khoản phải thu	1.469.379	1.377.298
Phải thu từ khách hàng	283.025	226.420
Phải thu cho vay	569.764	512.788
Khoản phải thu khác	616.590	638.090
Hàng tồn kho - Chi phí sản xuất kinh doanh dở dang	445.193	406.386
TDH Trường Thọ	40.485	80.764
TDH Phước Bình	37.001	47.753
TDH Phước Long	20.497	54.883
Spring Town	-	-
TDH Tocontap	3.675	3.675
Bình Chiểu GD2 + Bình Chiểu Lô I	92.064	151.224
Bình Chiểu Lô H	-	25.145
Khác	53.676	42.941

Nguồn: VNDIRECT

Tóm tắt kết quả định giá

	Giá trị sổ sách 30/09/2016	Giá trị đánh giá lại
TÀI SẢN NGẮN HẠN	1.648.261	1.416.395
Tiền và tương đương tiền	88.301	88.301
Đầu tư ngắn hạn	58.112	46.083
Khoản phải thu ngắn hạn	1.023.342	865.120
Hàng tồn kho	476.251	414.635
Tài sản ngắn hạn khác	2.254	2.254
TÀI SẢN DÀI HẠN	1.206.219	1.074.149
Khoản phải thu dài hạn	515.452	512.178
Tài sản cố định	82.892	82.892
Bất động sản đầu tư	65.410	52.328
Đầu tư tài chính dài hạn	515.356	399.642
Tài sản dài hạn khác	27.108	27.108
TỔNG TÀI SẢN	2.854.480	2.490.544
NỢ PHẢI TRẢ	1.212.133	1.212.133
VỐN CHỦ SỞ HỮU	1.627.517	1.221.854
LỢI ÍCH CỎ ĐỒNG THIỂU SỐ	-	56.556
Số lượng cổ phiếu lưu hành	70.988.381	70.988.381
Giá cổ phiếu (VND/cổ phần)	22.927	16.415

Nguồn: VNDIRECT

Mức chiết khấu hấp dẫn so với giá trị tài sản ròng. Cổ phiếu TDH đang giao dịch ở mức 10.300 đồng/cổ phần, tức là thấp hơn 37,2% so với giá trị tài sản ròng (16.415 đồng/cổ phần) và 55% giá trị sổ sách. Kết quả định giá NAV của chúng tôi phản ánh kỳ vọng phân khúc trung bình khá nhắm đến nhu cầu thực sẽ tiếp tục chiếm lĩnh thị trường bất động sản trong thời gian tới. Đối với cổ phiếu TDH, chúng tôi nhận thấy nhiều khả năng tăng giá khi các dự án có thanh khoản tốt trong danh mục được triển khai kể từ đầu năm 2017.

TDH thuộc số ít các doanh nghiệp bất động sản có thể duy trì chi trả cổ tức cao trong 3 năm trở lại đây. Trong năm 2016, TDH đã thực hiện

Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền các công ty cùng ngành

Công ty	2013	2014	2015
PDR	-	-	-
NBB	10,0%	-	-
VIC	21,5%	-	-
HDO	-	-	-
QCG	-	-	-
KDH	-	-	15,0%
NLG	-	5,7%	6,6%
SCR	-	-	-
ITC	-	-	-
TDH	5,0%	5,0%	10,0%
DXG	-	-	-
HQC	3,0%	1,5%	-

Nguồn: VNDIRECT

chia cổ tức của 2015 là 10% tiền mặt, 15% cổ phiếu thưởng. Đối với kế hoạch 2016, mức chia cổ tức bằng tiền tối thiểu sẽ bằng 2015 vì lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng. Lợi suất cổ tức như vậy ở mức 9,7%/năm.

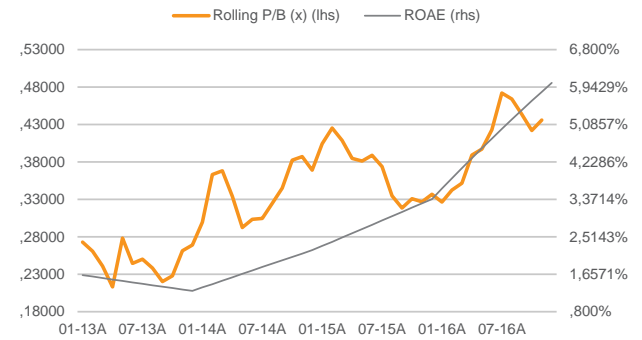
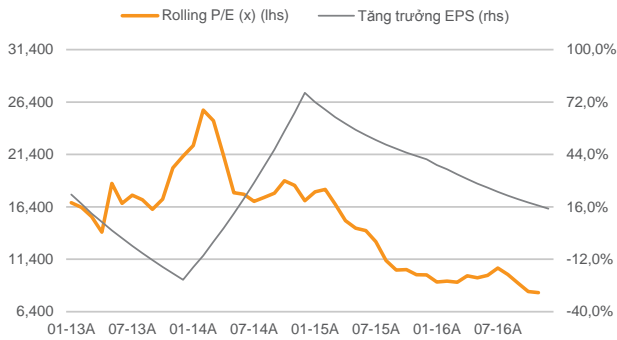
RỦI RO, HẠN CHẾ

Những thay đổi chính sách là rủi ro thường trực đối với các doanh nghiệp bất động sản. Hiện tại, chúng tôi nhận thấy tác động tiêu cực của Thông tư 06/2016/TT-NHNN thay thế Thông tư 36/2014/TT-NHNN, theo đó dòng vốn dành cho các doanh nghiệp bất động sản sẽ bị hạn chế dần trong năm 2017 và 2018. Các doanh nghiệp bất động sản trong đó có TDH có thể sẽ phải chịu lãi suất cao hơn cho các khoản vay. Ngoài ra, việc mặt bằng lãi suất tăng sẽ giảm tiến độ bán hàng và khiến TDH phải gia tăng nợ vay để giữ tiến độ bàn giao sản phẩm.

Khi triển vọng ngành khó khăn thì giá cổ phiếu sẽ vẫn chịu mức chiết khấu lớn so với giá trị tài sản ròng. Khả năng giảm giá đối với mô hình định giá của chúng tôi là khi giá bán, tiến độ bán hàng giảm do thay đổi từ phía cầu hoặc phía cung hoặc khi lãi suất tăng, khi đó NPV các dự án sẽ thấp hơn do dòng tiền thu vào chậm và mức chiết khấu đối với các khoản đầu tư sẽ lớn hơn do thời gian chôn vốn kéo dài. Trước mắt, chúng tôi nhận thấy nguồn cung căn hộ hình thành trong tương lai nhắm vào phân khúc trung bình khá đang có xu hướng tăng kể từ Quý 4/2016.

Việc hợp tác với Fideco và Liên Phương có thể đem lại cơ hội tham gia vào các dự án tiềm năng cho TDH, tuy nhiên việc tham gia vào các dự án văn phòng tại Quận 1 sẽ khiến TDH chuyển sang hướng đầu tư dài hạn. Ngoài ra TDH đang tiếp tục thiếu hụt quỹ đất để duy trì dòng sản phẩm truyền thống làm nên thương hiệu của Thuduc House.

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-15A	12-16A	12-17A
Doanh thu	882,4	919,7	815,4
Giá vốn hàng bán	(754,5)	(730,7)	(642,2)
Chi phí quản lý DN	(95,0)	(80,0)	(70,9)
Chi phí bán hàng	(10,9)	(8,1)	(7,1)
LN hoạt động thuần	22,0	101,0	95,2
EBITDA thuần	40,5	104,1	98,9
Chi phí khấu hao	(18,5)	(3,2)	(3,8)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	22,0	101,0	95,2
Thu nhập lãi	90,8	83,4	75,9
Chi phí tài chính	(71,4)	(70,6)	(64,5)
Thu nhập ròng khác	5,5	0,0	0,0
TN từ các Cty LK & LD	(0,5)	0,7	0,0
LN trước thuế	46,4	114,6	106,5
Thuế	(0,5)	(22,9)	(21,3)
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,2	0,0	0,0
LN ròng	47,1	91,6	85,2
Thu nhập trên vốn	47,1	91,6	85,2
Cổ tức phổ thông	(38,2)	(71,0)	(71,0)
LN chưa phân phối	9,0	20,7	14,2

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(tỷ VND)	12-15A	12-16E	12-17E
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	383	62	232
Lợi nhuận trước thuế	46	115	107
Điều chỉnh các khoản			
Khấu hao tài sản cố định	19	3	4
Các khoản dự phòng	0	35	22
Lãi, lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện	-	-	-
Lãi, lỗ từ hoạt động đầu tư	(4)	(5)	(4)
Chi phí lãi vay	53	-	-
Lợi nhuận từ HĐKD trước thay đổi VLD	114	149	128
Thay đổi vốn lưu động	269	(87)	103
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(296)	(340)	35
Chi để mua sắm, xây dựng TSCĐ	(6)	(12)	(12)
Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	0	1	1
Tiền chi cho vay	(360)	(240)	-
Thu hồi cho vay	75	-	-
Chi đầu tư góp vốn vào đơn vị khác	(106)	(185)	(50)
Thu hồi đầu tư góp vốn vào đơn vị khác	94	94	94
Lãi cho vay, cổ tức, lợi nhuận được chia	8	2	2
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	123	378	(138)
Thu từ phát hành cổ phiếu	-	290	-
Nợ vay ròng	162	155	(33)
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(38)	(71)	(71)
Cổ tức, lợi nhuận được nhận	-	4	(34)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	211	100	128
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	94	305	405
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	305	405	533

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-15A	12-16A	12-17A
Tiền và tương đương tiền	305	405	533
Đầu tư ngắn hạn	63	88	88
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.128	678	623
Hàng tồn kho	402	402	312
Các tài sản ngắn hạn khác	8	19	18
Tổng tài sản ngắn hạn	1.906	1.591	1.574
Tài sản cố định	85	284	294
Tổng đầu tư	445	1.049	1.049
Tài sản dài hạn khác	94	93	89
Tổng tài sản	2.529	3.017	3.005
Vay & nợ ngắn hạn	292	309	303
Phải trả người bán	100	99	115
Nợ ngắn hạn khác	261	272	265
Tổng nợ ngắn hạn	653	680	682
Vay & nợ dài hạn	452	591	563
Các khoản phải trả khác	41	43	42
Vốn chủ sở hữu	1.384	1.651	1.665
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	53	53
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	2.529	3.017	3.005

Phân tích Dupont

	12-15A	12-16A	12-17A
Dupont			
Biên LN ròng	5,3%	10,0%	10,5%
Vòng quay TS	0	0	0
ROAA	1,9%	3,3%	2,8%
ĐBTC điều chỉnh	2	2	2
ROAE	3,4%	6,0%	5,1%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	466	270	279
Số ngày nắm giữ HTK	194	201	177
Số ngày phải trả tiền bán	48	50	65
Vòng quay TSCĐ	5	5	3
ROIC	2,2%	3,5%	3,3%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	3	2	2
Khả năng thanh toán nhanh	2	2	2
Khả năng thanh toán tiền mặt	1	1	1
Vòng quay tiền	613	421	391
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT	55,3%	4,2%	(11,3%)
Tăng trưởng LN từ HĐKD	0,7%	359,3%	(5,7%)
Tăng trưởng LN ròng	54,3%	94,6%	(7,0%)
Tăng trưởng EPS	41,4%	15,0%	(7,0%)
Giá trị cổ phiếu			
LN trên cổ phiếu (VND)	1.122	1.291	1.201
Giá trị sổ sách/cp (VND)	32.970	23.257	23.458
Cổ tức / cp (VND)	909	1.000	1.000

Nguồn: VNDIRECT

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Nguyễn Mai Phương, CFA – Giám đốc Phân tích

Email: phuong.nguyenmai@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Quyết – Chuyên viên phân tích

Email: quyet.nguyennhoc@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>