

**Ngành Xây dựng**

Báo cáo nhanh  
27 tháng 5, 2015

Khuyến nghị

Giá kỳ vọng (VND)

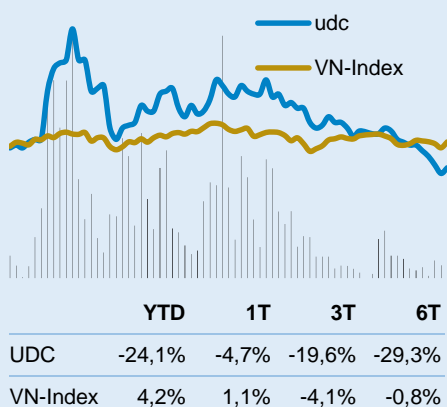
Giá thị trường (27/05/2015) **3.900**

Lợi nhuận kỳ vọng

**THÔNG TIN CỔ PHẦN**

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	3.400 - 7.400
Vốn hóa	142
SL cổ phiếu lưu hành	34.706.000
KLGD bình quân 10 ngày	52.407
% sở hữu nước ngoài	0,07%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/A
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/A
Beta	1.20

**BIẾN ĐỘNG GIÁ**



Chuyên viên phân tích

**Phan Thùy Trang**

(84 4) 3928 8080 ext 621

phanthuytrang@baoviet.com.vn

# CTCP Xây dựng & Phát triển đô thị tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

Mã giao dịch: UDC

Reuters: UDC.HM

Bloomberg: UDC VN

## Dự án Bàu Sen nếu chuyển nhượng thành công sẽ giúp giảm bớt áp lực tài chính

**KQKD Q1/2015.** Doanh thu và LNTT hợp nhất lần lượt đạt 53 tỷ đồng và 1 tỷ đồng, trong đó doanh thu xây lắp là 38 tỷ đồng, doanh thu bán thành phẩm hàng hóa là 6,6 tỷ đồng, 9 tỷ đồng là doanh thu cung cấp dịch vụ. Như vậy trong Q1/2015, UDC mới chỉ hoàn thành 11% kế hoạch doanh thu và 6,4% kế hoạch LNTT. Biên lợi nhuận trước thuế mảng xây lắp rất thấp, chỉ khoảng 0,25%.

**Triển vọng KQKD 2015.** Năm 2015, UDC đặt kế hoạch Doanh thu 467 tỷ đồng và LNTT 15,7 tỷ đồng. Theo chúng tôi, UDC có khả năng hoàn thành kế hoạch doanh thu nhưng khó có khả năng đạt kế hoạch lợi nhuận như kỳ vọng.

- ❑ Kế hoạch Doanh thu 467 tỷ đồng, trong đó doanh thu từ các hợp đồng xây lắp khoảng 359 tỷ đồng. Tính đến hết Q1/2015, tổng giá trị các hợp đồng chuyển tiếp và đấu thầu thành công khoảng 380 tỷ đồng. Tuy nhiên mảng xây lắp của UDC có biên lợi nhuận trước thuế rất thấp, do đó khả năng hoàn thành kế hoạch lợi nhuận thấp.
- ❑ Doanh thu từ dự án khách sạn Phú Mỹ và CTCP Thành Trí khoảng 100 tỷ đồng, trong đó doanh thu dự án khách sạn Phú Mỹ khoảng 40 tỷ đồng. Dự án khách sạn Phú Mỹ hạch toán lỗ do khấu hao sẽ được bù trừ bởi kết quả kinh doanh ổn định từ CTCP Thành Trí.
- ❑ Trong trường hợp UDC chuyển nhượng thành công dự án Bàu Sen, áp lực nợ vay sẽ giảm, chi phí tài chính theo đó sẽ được tiết giảm, giúp nâng cao lợi nhuận. Tuy nhiên do việc chuyển nhượng được đánh giá là kém khả quan, cùng với việc chuyển nhượng các dự án Bất động sản thường rơi vào thời điểm cuối năm, chúng tôi cho rằng ảnh hưởng tích cực của việc giảm nợ vay sẽ vẫn chưa thể hiện nhiều trên báo cáo tài chính năm 2015.

**Một số chỉ tiêu tài chính của UDC**

Chỉ số tài chính	2012	2013	2014
Doanh thu (tỷ đồng)	405	340	288
EBITDA (tỷ đồng)	46,88	49,35	24,68
EBIT (tỷ đồng)	27,09	26,94	24,68
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	8,2	1,6	4,0
EPS (đồng/cổ phần)	184	5,82	44,17
P/E (x)	20,55	652,41	86,04
P/B (x)	0,36	0,36	0,36
ROA (%)	0,37%	0,01%	0,09%
ROE (%)	1,73%	0,06%	0,42%

## Thiếu nguồn vốn để tiếp tục triển khai dự án Bàu Sen

**Thông tin dự án.** Dự án Bàu Sen tọa lạc tại góc đường Hoàng Hoa Thám – Võ Thị Sáu, thành phố Vũng Tàu với diện tích khu đất 9.597 m<sup>2</sup>, quy mô xây dựng 2 block 25 tầng do UDC làm chủ đầu tư. Vị trí địa lý dự án tương đối tốt khi nằm tại góc đường, gần khu nhà ở Á Châu (*được xây dựng từ năm 2007*) và gần công viên Bàu Sen, chỉ cách biển khoảng 700 mét. Đây là dự án với mục đích ban đầu là cung cấp khoảng 588 sản phẩm căn hộ chung cư cao cấp có diện tích từ 90 m<sup>2</sup> đến 110 m<sup>2</sup> và giá bán khoảng 16.000.000 đồng/m<sup>2</sup>. Tuy nhiên do việc tiêu thụ khó khăn nên năm 2014 công ty đã xin chuyển đổi dự án nhà ở thương mại thành nhà ở xã hội, điều chỉnh diện tích các căn hộ xuống 70 m<sup>2</sup> và giá bán nhỏ hơn 1,1 tỷ/căn theo đúng quy định nhà ở xã hội.

**Tiến độ dự án.** Hiện nay dự án đã xây dựng đến tầng 14 trên tổng số 25 tầng với tổng số 392 căn. Dự án Bàu Sen đã đầu tư 533 tỷ nhưng thiếu vốn để triển khai tiếp, do đó UDC dự định chuyển nhượng lại dự án nhằm thu hồi vốn đầu tư. UDC đã làm việc với một số đối tác như Tập đoàn đầu tư địa ốc Novaland, CTCP đầu tư kinh doanh địa ốc Hưng Thịnh, Cty TNHH Nhà Mơ,...và UBND tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu, tuy nhiên vẫn chưa có đối tác nào quan tâm đến việc mua lại để phát triển tiếp dự án Bàu Sen.

**Triển vọng dự án.** UDC dự định chuyển nhượng ngang giá vốn, tức khoảng 533 tỷ đồng. Dự án Bàu Sen nếu chuyển nhượng thành công sẽ giúp cho UDC chi trả bớt các khoản nợ, giúp giảm bớt gánh nặng tài chính và tăng lợi nhuận. Tuy nhiên hiện nay các dự án bất động sản tại Bà Rịa Vũng Tàu không quá thu hút do nhu cầu người dân mua để ở không quá cao. Phần lớn các chủ đầu tư Bất động sản hiện đang tập trung các dự án bất động sản trung cấp tại vùng ven ngoại thành thành phố Hồ Chí Minh, nhu cầu thực mua sẽ cao và hiệu quả dự án cao hơn.

## Dự án khách sạn Golf Phú Mỹ bắt đầu đem lại doanh thu trong năm 2015, tuy nhiên lợi nhuận hạch toán âm do chi phí khấu hao

**Tình trạng dự án.** Công ty TNHH Du lịch UDEC là công ty con của UDC với số vốn góp 70 tỷ đồng, sở hữu 100%, thực hiện quản lý dự án khách sạn Golf Phú Mỹ. Dự án khách sạn Golf Phú Mỹ với tiêu chuẩn 4 sao, quy mô xây dựng 16 tầng, được thiết kế bao gồm 92 phòng ngủ và căn hộ cho thuê. Tổng diện tích sàn xây dựng 24.053 m<sup>2</sup> với tổng mức đầu tư 315 tỷ đồng. Dự án được xây dựng từ tháng 01/2008 và dự kiến bắt đầu hoạt động từ quý 2/2015.

**Triển vọng dự án.** Dự án được xây dựng với mục đích đáp ứng nhu cầu nghỉ dưỡng, lưu trú, hội nghị, giải trí cho các nhà đầu tư, chuyên gia, thủy thủ đến

làm việc tại khu công nghiệp, cảng biển trên địa bàn Tân Thành như Phú Mỹ, Mỹ Xuân và hệ thống cảng biển Thị Vải – Cái Mép. Đây cũng là dự án tương đối tiềm năng, do hiện nay tại Tân Thành Vũng tàu chỉ mới có 2 khu nghỉ dưỡng là khu nghỉ dưỡng Lesco và khu nghỉ dưỡng Sao Mai Phú Mỹ. Trong khi đó, nhu cầu nghỉ dưỡng của các chuyên gia, thủy thủ làm việc tại khu công nghiệp và cảng biển tương đối cao. Bên cạnh đó, tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu được quy hoạch để đáp ứng xu thế phát triển về cảng biển, sẽ là cụm cảng chính của vùng kinh tế trọng điểm phía Nam cùng hàng loạt dự án di dời cảng từ trong nội thành TP Hồ Chí Minh, lại có vị trí nằm gần đảo Long Sơn với dự án lọc hóa dầu Long Sơn, theo đó cùng với sự phát triển các tuyến đường cao tốc như Long Thành – Dầu Giây, Bến Lức – Long Thành, việc phát triển về du lịch nghỉ dưỡng dành cho các chuyên gia, thủy thủ và chính người dân từ các vùng lân cận được đánh giá tương đối khả quan. Trong năm 2015, UDC dự tính doanh thu từ khách sạn Golf Phú Mỹ 40 tỷ đồng và sẽ chịu lỗ do khấu hao. Tuy nhiên dòng tiền sẽ tốt hơn, giúp cho UDC giảm bớt áp lực nợ vay.

**Bảng so sánh tiêu chuẩn, vị trí và giá cả các khu nghỉ dưỡng tại Vũng Tàu**

Khu nghỉ dưỡng	Tiêu chuẩn	Vị trí	Quy mô	Giá phòng 2 người/đêm
Khu nghỉ dưỡng Lesco	☆☆	Thị trấn Phú Mỹ, Tân Thành, Vũng Tàu, cách trung tâm thành phố Vũng Tàu khoảng 40 km, cách khu công nghiệp Phú Mỹ 10 phút đi đường	Sức chứa khoảng 65 phòng nghỉ trang bị hiện đại	1.600.000 – 1.800.000 đồng/đêm
Khu nghỉ dưỡng Lotus	☆☆☆	Tọa lạc tại trung tâm bãi tắm Thùy Vân (bãi sau) thành phố Vũng Tàu, 165C Thùy Vân, Phường Thắng Tam, thành phố Vũng Tàu	Gồm 9 tòa Biệt thự với sức chứa 47 phòng	1.050.000 đồng/đêm
Nghỉ dưỡng Sao Mai Phú Mỹ	☆☆☆☆	Km47, quốc lộ 51, Tân Thành, Bà Rịa Vũng Tàu, cách trung tâm Vũng Tàu 40 km, rấp giáp với KCN Phú Mỹ, cảng Cái Mép Thị Vải	Bao gồm 99 phòng tiện nghi cao cấp	1.056.000 đồng/đêm
Khách sạn Golf Phú Mỹ	☆☆☆☆	Nằm góc quốc lộ 51, Tân Thành, Bà Rịa Vũng Tàu	Bao gồm 92 phòng ngủ và căn hộ cho thuê	Giá đang xây dựng

## Công ty con Thành Trí dự kiến hoạt động ổn định, bù đắp lỗ từ công ty TNHH Du lịch Phú Mỹ

CTCP Thành Trí với số vốn điều lệ 43,89 tỷ đồng (UDC sở hữu 52,15%) hoạt động trong lĩnh vực sản xuất Vật liệu xây dựng, cho thuê kho bãi. Công ty sở hữu một kho ngoại quan tại Khu công nghiệp Phú Mỹ 1 và hoạt động khai thác mỏ đá cung cấp cho các tỉnh miền Tây. Do tại các tỉnh miền Tây không có mỏ đá cung cấp, trong khi đó tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu thì gần hơn Đồng Nai Bình Dương, do đó Vũng Tàu sẽ có lợi thế cung cấp đá xây dựng hơn so với các tỉnh lân cận khác. Nhờ vậy mà hoạt động tại công ty con Thành Trí tương đối ổn

định, hàng năm đem lại doanh thu khoảng 50 – 60 tỷ đồng và lợi nhuận khoảng 4 tỷ đồng.

## Tổng giá trị xây dựng (bao gồm chuyển tiếp và đấu thầu thành công) tính đến hết Q1/2015 khoảng 380 tỷ đồng

Trong Q1/2015, KQKD của UDC kém khả quan với doanh thu 53 tỷ đồng và LNTT 1 tỷ đồng, hoàn thành 11% KH Doanh thu và 6,3% KH LNTT. Trong đó mảng xây lắp mới ghi nhận 38 tỷ đồng doanh thu và 97 triệu đồng LNTT. Với việc ký kết được giá trị hợp đồng xây lắp 380 tỷ đồng, khả năng hoàn thành kế hoạch doanh thu xây lắp 359 tỷ đồng là có khả năng. Nhưng nếu biên lợi nhuận mảng xây lắp ở mức thấp như Q1/2015 (0,25%), chúng tôi cho rằng UDC khó có khả năng hoàn thành kế hoạch lợi nhuận trước thuế 15,7 tỷ đồng. Nếu tính mức biên lợi nhuận trước thuế mảng xây lắp ngang mức trong Q1/2015, thì dự đoán lợi nhuận xây lắp của UDC chỉ khoảng 897 triệu đồng.

Trong trường hợp UDC chuyển nhượng dự án Bàu Sen thành công và dùng khoản tiền chuyển nhượng chi trả bớt nợ vay, chúng tôi cho rằng KQKD của UDC sẽ được cải thiện hơn nhưng vẫn khó có khả năng hoàn thành kế hoạch lợi nhuận. Do khả năng chuyển nhượng thành công vẫn ở mức thấp, đồng thời nếu chuyển nhượng thành công nhiều khả năng sẽ rơi vào thời điểm cuối năm, việc giảm nợ vay sẽ chưa có tác động nhiều đến chi phí tài chính trong năm 2015.

## Cơ cấu tài chính rủi ro với tỷ trọng tổng nợ chiếm tới 76% cơ cấu tài sản, dòng tiền hoạt động âm

Do đặc thù hoạt động trong lĩnh vực xây lắp, do đó tiến độ thanh quyết toán thường khá chậm trễ, nhu cầu sử dụng vốn lưu động của UDC ở mức cao. Bên cạnh đó, UDC lại đầu tư phát triển dần trải các dự án Bất động sản với nguồn vốn chủ ở mức thấp. Thị trường Bất động sản khó khăn trong những năm trước đã khiến cho doanh nghiệp rơi vào nợ nần và chịu áp lực chi phí tài chính cao.

## Khuyến nghị

Chúng tôi cho rằng nhà đầu tư nên theo dõi tiến triển thương vụ chuyển nhượng của UDC tại dự án Bàu Sen. Mặc dù trong năm 2015, chúng tôi cho rằng kế hoạch lợi nhuận của doanh nghiệp khó có thể hoàn thành và việc chuyển nhượng dự án Bàu Sen mới chỉ giúp cho dòng tiền của doanh nghiệp khả quan hơn. Trong trường hợp chuyển nhượng thành công dự án Bàu Sen, hoạt động kinh doanh của UDC sẽ bớt rủi ro hơn và kết quả kinh doanh cũng sẽ được cải thiện tốt hơn.

## THUYẾT MINH BÁO CÁO

**Giá kỳ vọng.** Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



## **KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

## **BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ**

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt**

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999