

CTCP KINH DOANH VÀ PHÁT TRIỂN BÌNH DƯƠNG

Thông tin cổ phiếu	Ngày 06.08.2014
Giá đóng cửa (VND)	10.400
Thấp nhất – cao nhất 52 tuần (đồng)	6.500-13.900
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	1.010
Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành (cổ phiếu)	100.000.000
P/E trailing (lần) (thị trường)	8,58
P/B trailing (lần) (thị trường)	0,85
EPS trailing (VND)	1.212

- TDC có lợi thế về quỹ đất do công ty mẹ Becamex có quỹ đất lên đến 10.000 ha ở Bình Dương, vị trí đắc địa trong quy hoạch các quận trung tâm Tp.Bình Dương, Tp Thủ Dầu Một và các thị xã lân cận. Hoạt động bán đất nền giá rẻ kỳ vọng sẽ tiếp tục mang lại DT khả quan trong những năm tới.
- Cuối Q1.2014, hệ số Nợ/TTS của TDC ở mức 71,6% cao hơn khá nhiều so với trung bình ngành (đang là 54%). Số dư tiền và tương đương tiền chỉ đạt 20 tỷ đồng trong khi các khoản nợ chịu lãi ngắn hạn và phải trả người bán lên tới 1.600 tỷ đồng (chiếm 37,5% TTS) - áp lực trả nợ của công ty là đáng quan ngại. Đề có thêm tiền đầu tư các dự án và trả các khoản nợ công ty có kế hoạch phát hành thêm 500 tỷ đồng trái phiếu trong năm 2014.
- Q1.2014, TDC chỉ đạt 77 tỷ đồng DTT (-67,3%/yoy) và (-22,8) tỷ đồng LNST (cùng kỳ dương 1 tỷ đồng). Trong đó: (1) Hoạt động kinh doanh vật liệu xây dựng đạt 121,5 tỷ đồng (tương đương cùng kỳ), (2) Hoạt động kinh doanh BĐS âm 49 tỷ đồng do ghi nhận một lượng lớn hàng bán bị trả lại (102 tỷ đồng).
- VCBS dự phóng, năm 2014 TDC ước đạt 1.177 tỷ đồng DT (-27% yoy), và 106 tỷ đồng LNST (-13% yoy). EPS forward đạt 1.060 đồng, với mức giá ngày 06.08.2014 là 10.400 đồng, P/E forward 2014 là 9,81 lần- thấp hơn so với trung bình ngành hiện là 13,x.
- Chúng tôi cho rằng, TDC đang chịu không ít những rủi ro bởi vì: (1) Tỷ lệ đòn bẩy cao, áp lực trả nợ trong ngắn hạn lớn; (2) Hoạt động kinh doanh đất nền kỳ vọng sẽ mang lại dòng tiền về nhanh chóng cho DN tuy nhiên đang gặp các vấn đề về pháp lý; (3) Hoạt động sản xuất và kinh doanh vật liệu xây dựng chưa có động lực tăng trưởng mạnh trong thời gian tới; (4) Hoạt động liên doanh liên kết dàn trải và chưa mang lại hiệu quả. Tuy nhiên, TDC có lợi thế về quỹ đất rộng, vị trí đắc địa, giá trị thương mại cao, khả năng tiêu thụ sản phẩm tốt, tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt tương đối hấp dẫn, P/E đang ở mức thấp hơn so với ngành. Do đó VCBS khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu TDC.

Chỉ tiêu tài chính	2010	2011	2012	2013	Q1.2014
Tổng tài sản (tỷ đồng)	1.686	2.704	3.495	4.398	4.264
VCSH (tỷ đồng)	351	1.251	1.204	1.206	1.184
VĐL (tỷ đồng)	200	1.000	1.000	1.000	1.000
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	613	1.787	1.716	1.618	77
LNTT (tỷ đồng)	123,1	254,2	210,7	194,6	-23
LNST cổ đông cty mẹ (tỷ đồng)	92,8	191,5	159,9	146,0	-21
Nợ/TTS (%)	79,2	53,3	64,3	71,6	71,3
Tỉ suất LN gộp trong kỳ (%)	15,7	17,4	19,6	22,8	18,1
Tỉ suất LN ròng trong kỳ (%)	15,1	10,7	9,3	9,0	-
ROA trailing (%)	5,5	7,1	4,6	3,3	-
ROE trailing (%)	26,4	15,3	13,3	12,1	-
BV (đồng)	17.554	12.507	12.042	12.057	11.842
EPS	4.641	1.915	1.599	1.460	1.212

NỘI DUNG:

- Tổng quan về Doanh nghiệp, Trang 2
- Những nét chính về hoạt động của TDC, Trang 4
- Cập nhật kết quả Q1.2014, Trang 7
- Hoạt động kinh doanh BĐS, Trang 9
- Hoạt động kinh doanh khác, Trang 11
- Phân tích SWOT, Trang 14
- Triển vọng ngành và doanh nghiệp, Trang 15
- Định giá, Trang 16
- Quan điểm đầu tư, Trang 18
- Phụ lục, trang 19

Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 16

Thông kê cổ phiếu theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại

www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx

Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại www.vcbs.com.vn

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

Trương Thị Huyền
+84 4 3 936 6425 (ext 117)
tthuyen@vcbs.com.vn

06.08.2014
Bộ phận Nghiên cứu – Phân tích
VCBS

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành và phát triển Công ty Cổ phần Kinh doanh và Phát Triển Bình Dương được thành lập trên cơ sở cổ phần hóa bộ phận kinh doanh bán buôn bán lẻ trực thuộc Công ty thương mại Đầu tư và phát triển (Becamex IDC Corp) ngày 01.04.2002. Vốn điều lệ ban đầu là 2,5 tỷ đồng trong đó phần vốn góp của nhà nước chiếm 51% và của cán bộ nhân viên trong Công ty là 49%. Ngày 04.05.2010 Công ty cổ phần Kinh doanh và Phát triển Bình Dương chính thức được niêm yết trên sàn HOSE với mã cổ phiếu là TDC.

Công ty con và công ty liên kết Cập nhật đến tháng 7.2014, TDC có các công ty con và công ty liên doanh liên kết sau:

Công ty con	VDL (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	Ngành nghề
CTCP xi măng Hà Tiên Kiên Giang-Becamex (HBC)	27	58,0%	Sản xuất kinh doanh xi măng
CTCP tư vấn đầu tư xây dựng Việt	14.2	78,0%	Xây dựng công trình
CTCP cửa sổ mùa xuân	51	70,6%	Sản xuất lắp ráp cửa, trang trí nội thất
CTCP vật liệu xây dựng Becamex (CMC)	60	81,0%	Sản xuất, mua bán VLXD
Công ty liên doanh, liên kết			
CT liên doanh TNHH SINVIET	280.000 USD	50,0%	Sản xuất nước uống tinh khiết
Trường đại học quốc tế Miền Đông	60	24,0%	Giáo dục đào tạo

Lĩnh vực hoạt động TDC hoạt động trong các mảng kinh doanh chính sau:

- (1) Lĩnh vực thương mại, dịch vụ: kinh doanh vật liệu xây dựng
- (2) Lĩnh vực sản xuất: sản xuất bê tông tươi, bê tông cấu kiện, xi măng, thép cấu kiện...
- (3) Lĩnh vực xây dựng kinh doanh BĐS: xây dựng và kinh doanh các BĐS

Phạm vi hoạt động Bình Dương là địa bàn kinh doanh truyền thống của TDC, ngoài ra công ty cũng mở rộng hoạt động sang các tỉnh Bình Phước, Đồng Nai, một số tỉnh miền Đông Nam Bộ, Tp Hồ Chí Minh và Hải Phòng.

Hoạt động sản xuất và phân phối vật liệu xây dựng: Công ty là Tổng đại lý về phân phối vật liệu xây dựng khu vực Đông Nam Bộ. Công ty cũng cung cấp thành phẩm là bê tông tươi, bê tông cấu kiện trên địa bàn tỉnh Bình Dương và khu công nghiệp VSIP Hải Phòng.

Hoạt động BĐS: Ngoài dự án Phố Sông Cẩm được thực hiện tại Hải Phòng, các dự án của TDC đều tập trung trên địa bàn tỉnh Bình Dương, bao gồm một số khu vực sau:

Thành phố mới Bình Dương: Đất nền Phú Chánh, Unitown 1,2; TDC plaza

Thành Phố Thủ Dầu Một: LĐH Thủ Dầu Một, Dragon Hill, Unitown 3

Thị Xã Bến Cát: Cocoland, Mỹ Phước 1,2; Western Land, Ruby Land, Moon River...

Chiến lược phát triển trong trung và dài hạn **Hoạt động kinh doanh BĐS:** Phát triển quỹ đất sạch với các vị trí thuận lợi tại Bình Dương, Hải Phòng, tạo ra các dự án trong dài hạn và tăng cường hoạt động môi giới BĐS. Tập trung vào các khu trung tâm thương mại, khu biệt thự cao cấp làm nơi nghỉ dưỡng, văn phòng cho thuê, nhà ở và căn hộ chung cư cao cấp.

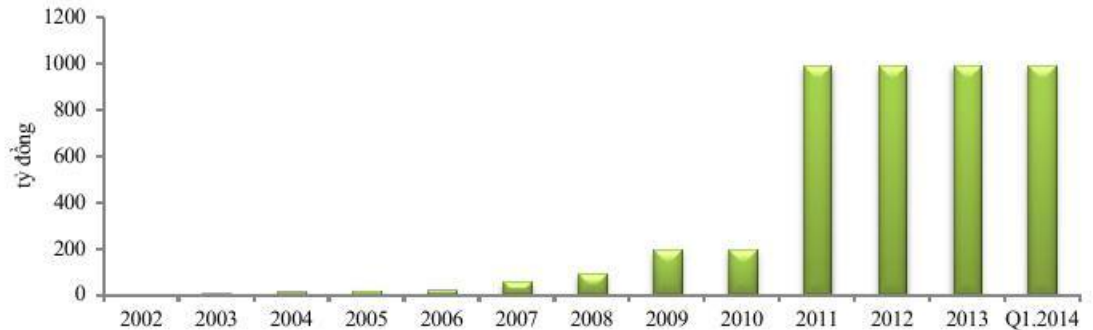
Hoạt động sản xuất và kinh doanh vật liệu xây dựng: nâng cao chất lượng và đặt mức giá hợp lý cho sản phẩm bê tông tươi, bê tông cấu kiện. Tiếp tục kinh doanh hiệu quả các mặt hàng hiện có như sắt, thép,

xi măng...

Hoạt động xây dựng: Chuyên nghiệp hóa các hoạt động thầu xây dựng, quản lý, giám sát công trình.

Quá trình tăng VDL

Vốn điều lệ

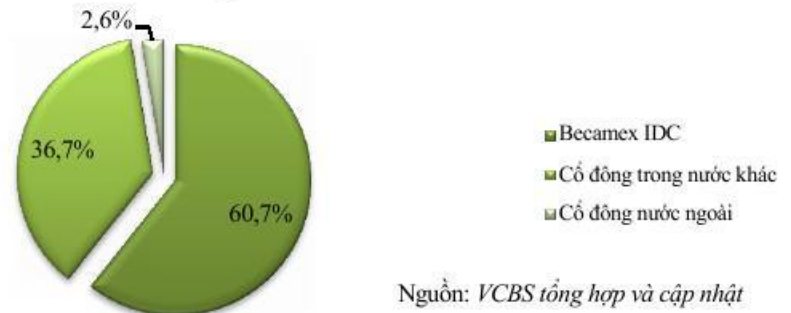


Nguồn: BCTC kiểm toán, VCBS tổng hợp và cập nhật

TDC đã trải qua 9 lần tăng VDL trong giai đoạn 2002-2014. Năm 2011 công ty phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 1:4, tăng VDL của công ty lên 5 lần đạt 1.000 tỷ đồng và giữ nguyên mức VDL này cho đến hiện nay. Việc phát hành thêm cổ phiếu giúp công ty có thêm nguồn vốn để mở rộng quỹ đất ở Bình Dương và Hải Phòng nhưng đồng thời cũng tạo sức ép lên việc chi trả cổ tức của công ty.

Thông tin cổ đông

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: VCBS tổng hợp và cập nhật

Cơ cấu cổ đông của TDC rất cô đặc với 60,7% cổ phần thuộc về Becamex IDC, do đó công ty nhận được sự hỗ trợ mạnh mẽ từ cổ đông lớn là công ty mẹ trong tất cả các mảng hoạt động.

Đối với mảng kinh doanh BDS: Công ty mẹ hỗ trợ TDC trong việc chuyển giao quyền sử dụng đất ở các vị trí đẹp, giá trị thương mại cao và giải quyết các thủ tục pháp lý.

Đối với mảng sản xuất, kinh doanh vật liệu xây dựng: Các công ty cùng họ Becamex vừa là nhà cung cấp nguyên vật liệu đầu vào, vừa là bên bao tiêu chính đối với các sản phẩm của TDC. Do đó, công ty có thể chủ động kế hoạch sản xuất kinh doanh, và đảm bảo đầu ra của sản phẩm.

Do các cổ đông lớn của công ty là Becamex IDC có xu hướng nắm giữ, ít có giao dịch mua bán trên thị trường, do vậy số cổ phiếu tự do lưu hành chỉ khoảng trên 30% số cổ phiếu lưu hành (30 triệu cổ phiếu), điều này giải thích phần nào tính thanh khoản kém của TDC trên thị trường.

Vị thế và năng lực

Đối với mảng sản xuất, kinh doanh vật liệu xây dựng: TDC hiện là nhà cung cấp bê tông tươi, bê tông cấu kiện lớn nhất trên địa bàn tỉnh Bình Dương. Công ty hiện đang có 1 xí nghiệp sản xuất bê tông trộn sẵn ở Mỹ Phước với 2 trạm, mỗi trạm có công suất 150m³/h. Công ty cũng là đại lý cấp một chuyên phân phối vật liệu xây dựng trên địa bàn tỉnh Bình Dương, Bình Phước và các tỉnh Đông Nam Bộ.

Đối với mảng kinh doanh BĐS: TDC là DN BĐS hàng đầu trên địa bàn tỉnh Bình Dương và có lợi thế cạnh tranh rất lớn, đặc biệt là trong phân khúc đất nền. Công ty có ưu thế vượt trội về quy mô TTS, VCSH và đặc biệt là sự hỗ trợ mạnh mẽ từ Công ty mẹ Becamex IDC. Becamex IDC là DN 100% vốn nhà nước với TTS đạt trên 100 nghìn tỷ đồng, VCSH đạt 8,5 nghìn tỷ đồng, đã được UBND tỉnh Bình Dương giao làm chủ đầu tư dự án Tp mới Bình Dương và rất nhiều dự án lớn của tỉnh. Hiện nay TDC không có đối thủ cạnh tranh trực tiếp, nhưng vẫn có các dự án cạnh tranh lẫn nhau giữa TDC và công ty cùng họ là Becamex IJC.

Với tiềm lực về tài chính, kinh nghiệm và sự hậu thuẫn của các công ty trực thuộc tổng công ty Becamex IDC, TDC có khả năng đảm nhận các công trình có quy mô lớn, giá trị cao, thời gian thực hiện kéo dài. Tuy nhiên điều này cũng khiến công ty bị ứ đọng vốn, gặp khó khăn trong việc tự tài trợ các dự án.

So sánh với DN ngành

Chúng tôi lựa chọn một số DN BĐS có quy mô TTS và VCSH tương đối tương đồng với TDC để so sánh.

STT	Mã	TTS (tỷ đồng)	VCSH (tỷ đồng)	Tỷ suất LN gộp ttm (%)	Tỷ suất LN ròng ttm (%)	Nợ/TTS (%)	ROA (ttm) (%)	ROE (ttm) (%)	EPS (ttm) (đồng)
1	BCI	3.344	1.775	34%	27%	47%	3%	6%	1.469
2	CII	8.118	1.558	66%	20%	76%	2%	11%	1.305
3	DIG	4.541	2.338	15%	5%	47%	1%	2%	437
4	IJC	4.764	3.027	44%	27%	37%	4%	6%	600
5	FLC	2.582	1.829	8%	7%	30%	6%	8%	860
6	NBB	3.073	1.318	39%	24%	56%	2%	4%	1.267
7	NLG	3.698	1.711	37%	5%	49%	1%	3%	275
8	PDR	5.772	1.428	54%	6%	75%	0%	0%	18
9	QCG	6.537	2.311	5%	0%	62%	0%	0%	118
10	SCR	5.360	2.274	23%	2%	60%	0%	1%	137
11	SJS	5.652	1.598	40%	10%	72%	1%	4%	593
12	TDH	2.251	1.367	33%	9%	35%	2%	3%	796
13	TDC	4.264	1.184	18%	6%	71%	3%	10%	1.212
Trung bình (**)		4.641	1.878	33%	12%	54%	2%	4%	320

Nguồn: BCTC 2013, Q1.2014 các doanh nghiệp, VCBS tổng hợp và cập nhật

(**) Giá trị Trung bình được tính sau khi đã loại trừ các yếu tố bất thường như giá trị âm, giá trị lớn đột biến(*)

TDC có quy mô vốn và tài sản ở mức trung bình trong nhóm các DN BĐS có quy mô vốn lớn nhất trên thị trường. Tỷ suất LN ròng mà công ty mang lại thấp hơn so với phần lớn các DN trong ngành. Tuy nhiên nhờ vòng quay tổng tài sản cao và sử dụng đòn bẩy tài chính lớn, ROA, ROE của TDC cao hơn so với trung bình các DN có quy mô TTS và VCSH tương đương.

NHỮNG NÉT CHÍNH VỀ HOẠT ĐỘNG CỦA TDC

Doanh thu và lợi nhuận

Hiện nay, DT của TDC được đóng góp bởi 4 hoạt động kinh doanh chính là: (1) Bán hàng hóa, (2) Bán thành phẩm, (3) Kinh doanh Bất Động Sản, (4) Cung cấp dịch vụ (chỉ chiếm dưới 1,5% tổng DT).

TDC là một trong số rất ít những DN BĐS duy trì được DT ổn định trong giai đoạn khó khăn của thị trường BĐS. Sau khi tăng đột biến từ 605 tỷ đồng năm 2010 lên 1.809 tỷ đồng năm 2011, DT của TDC tăng nhẹ trong 2 năm tiếp theo đạt lần lượt 1.854 tỷ đồng và 2.004 tỷ đồng.

DT từ mảng kinh doanh BĐS ngày càng chiếm tỷ trọng cao.

Hoạt động bán thành phẩm

Cơ cấu DT có sự thay đổi trong những năm gần đây (2010-2014). DT từ hoạt động kinh doanh BĐS tăng cả về giá trị (từ 215 tỷ đồng lên 1.246 tỷ đồng) và tỷ trọng (từ 35% lên 77%). Hoạt động bán thành phẩm mang lại DT ổn định, trung bình khoảng 240 tỷ đồng hàng năm, tuy nhiên tỷ trọng trong tổng DT bị co hẹp lại từ mức 35% năm 2010 xuống còn khoảng 12,5-15,4% trong giai đoạn 2011-2013. Hoạt động bán hàng hóa vật liệu xây dựng biến động qua các năm phụ thuộc nhiều vào nhu cầu xây dựng của các

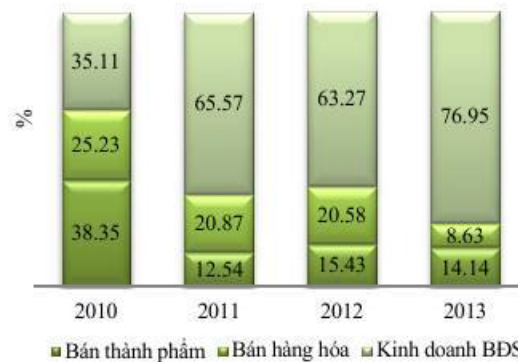
mang lại DT ổn định trung bình khoảng 240 tỷ đồng/năm

Hoạt động bán hàng hóa biến động nhiều qua các năm

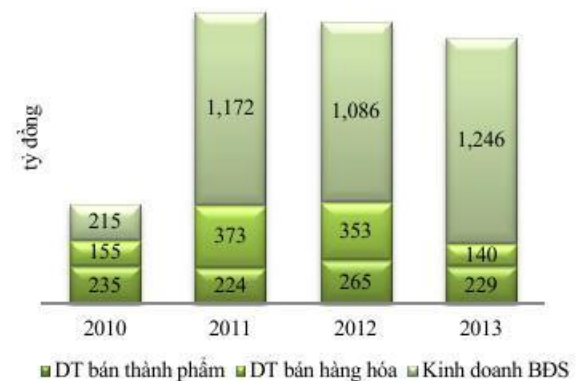
thành viên trong tổng công ty, tỷ trọng của hoạt động này cũng đã thu hẹp đáng kể trong năm 2013, từ mức trên 20% xuống còn 8,6%.

Thu nhập từ hoạt động tài chính giảm từ mức 22 tỷ đồng năm 2011 (10% LN từ hoạt động SXKD) xuống còn 15 tỷ đồng năm 2012 (8,8% LN từ hoạt động SXKD) và 5 tỷ đồng năm 2013 (2,9% LN hoạt động SXKD) do sự sụt giảm thu nhập lãi tiền gửi từ 14,8 tỷ năm 2011 xuống còn 0,4 tỷ năm 2013, và các khoản đầu tư tài chính mang lại thu nhập kém hơn so với các năm trước (năm 2011 là 3,9 tỷ đồng trong khi năm 2013 là 1,7 tỷ đồng).

Cơ cấu doanh thu



Doanh thu



Nguồn: BCTC kiểm toán TDC, VCBS tổng hợp và cập nhật

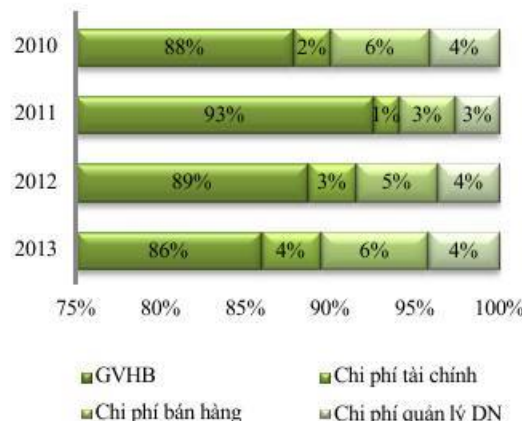
Giá vốn chiếm tỷ trọng lớn.

Chi phí bán hàng và chi phí tài chính có xu hướng tăng lên.

Chi phí quản lý DN được quản trị khá tốt.

GVHB chiếm trên 85% tổng chi phí của TDC, chủ yếu phản ánh chi phí giá vốn hàng kinh doanh BDS. Trong 3 năm gần đây, tỷ trọng chi phí bán hàng đang có xu hướng tăng lên, từ mức 3% lên 5% tổng chi phí (+59 tỷ đồng), do thị trường BĐS khó khăn kéo dài, buộc công ty phải tăng chi phí bán hàng qua các kênh bán hàng bên ngoài nhằm thúc đẩy tiêu thụ sản phẩm. Tỷ trọng chi phí tài chính trên tổng chi phí cũng có xu hướng tăng từ 1% lên 3% vì nợ chịu lãi của công ty đã tăng từ 295 tỷ đồng năm 2011 lên 444 tỷ đồng năm 2012 và 410 tỷ đồng năm 2013, trong khi lãi suất giai đoạn này ở mức cao (15-18%). Chi phí quản lý DN được quản trị khá tốt, duy trì ở mức 4% tổng chi phí.

Cơ cấu chi phí



Chi phí



Nguồn: BCTC kiểm toán TDC, VCBS tổng hợp và cập nhật

Tỷ suất lợi nhuận ròng của TDC thấp hơn trung bình các DN tương đồng và vẫn tiếp tục có xu hướng suy giảm.

Tỷ suất LN gộp mảng kinh doanh BĐS duy trì ổn định trên 20%.

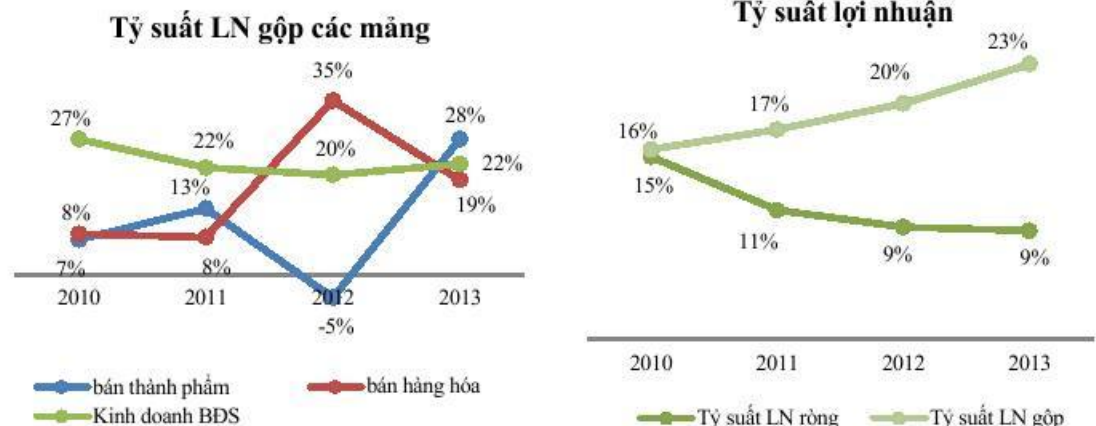
Tỷ suất LN mảng SXKD vật liệu xây dựng rất thấp nhưng đang có xu hướng tăng.

Tỷ suất LN gộp của TDC chỉ đạt dưới 25%, thấp hơn khá nhiều so với trung bình ngành (đang khoảng 32%). Trong đó mảng kinh doanh BĐS có tỷ suất LN gộp duy trì ở mức trên 20% và tương đối ổn định.

Mảng sản xuất và kinh doanh vật liệu xây dựng mang lại tỷ suất LN rất thấp, nhưng đang có xu hướng tăng lên trong những năm gần đây, nhờ đó mà tỷ suất LN gộp của TDC đã được cải thiện từ mức 16% năm 2010 lên 23% năm 2013. Cụ thể, tỷ suất LN gộp từ mảng này năm 2010 là 7,5%, năm 2011 là 9,7%, năm 2012 là 18,1% và năm 2013 là 24,4%.

Tuy nhiên, tỷ suất LN ròng lại sụt giảm từ mức 16% năm 2010 xuống còn 9% năm 2013 do chi phí bán hàng, chi phí quản lý DN tăng lên đáng kể như đã đề cập ở trên.

ROA và ROE của TDC cao hơn trung bình các DN tương đồng nhưng đang có xu hướng giảm, từ 5,5% và 26,4% (2010) xuống còn 3,3% và 12,13% (2013). Mặc dù vậy, các giá trị này vẫn duy trì ở mức cao hơn so với 2% và 4% trung bình các DN tương đồng. Điều này được giải thích là do: (1) Vòng quay tổng tài sản duy trì ở mức cao hơn trung bình (0,45 lần trong khi trung bình ngành khoảng 0,29 lần) nhờ DT duy trì ở mức cao kể cả trong giai đoạn khó khăn của thị trường, (2) TDC thường xuyên duy trì tỷ lệ Nợ/ TTS trung bình ở mức trên 67% cao hơn đáng kể so với mức 54% trung bình ngành.



Nguồn: BCTC kiểm toán TDC, VCBS tổng hợp và cập nhật

TDC hiện có bốn công ty con và hai công ty liên kết với tổng vốn đầu tư là 131,4 tỷ đồng. DTT hạch toán từ các công ty con trong năm 2013 đạt 348,6 tỷ đồng chiếm 21,5% tổng DTT hợp nhất của TDC nhưng LNST chỉ là 13,1 tỷ đồng chiếm 9% LNST hợp nhất. Trong các công ty liên kết, công ty cung cấp nước uống SinViet mang lại LN cho TDC là 471 triệu đồng; trường đại học Quốc tế Miền Đông chưa đi vào hoạt động. Ngoài ra công ty còn có các khoản đầu tư dài hạn với tổng giá trị khoảng 37 tỷ đồng vào bệnh viện Mỹ Phước, Công ty bê tông ly tâm Thủ Đức, Công ty dược Becamex, mang lại thu nhập chỉ khoảng 1 tỷ đồng. Như vậy, **hoạt động đầu tư vào các công ty con, công ty liên doanh liên kết của TDC khá dàn trải và chưa mang lại hiệu quả**

Sức khỏe tài chính

Về cơ cấu tài sản

Hàng tồn kho và Phải thu KH chiếm tới 88,7% TTS và đang là gánh nặng đối với TDC.

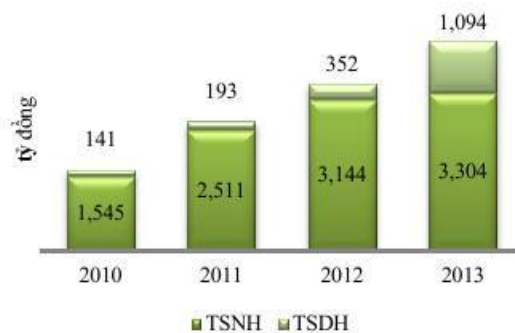
Tài sản của TDC tăng trưởng đều đặn qua các năm, CAGR (2010-2013) đạt 37,7% chủ yếu đến từ sự tăng lên trong giá trị hàng tồn kho và giá trị khoản phải thu khách hàng. Cụ thể:

Hàng tồn kho: Giá trị hàng tồn kho tăng liên tục qua các năm, CAGR là 54,4%. Điều này được giải thích là do công ty tăng cường mở rộng quỹ đất dự án, trong khi sản phẩm tồn kho từ các dự án thuộc phân khúc cao cấp còn khá nhiều. Năm 2013, công ty tiếp tục mở rộng thêm quỹ đất dự án Phú Chánh C,D (Bình Dương) và Phố Sông Cẩm (Hải Phòng) với tổng giá trị đầu tư khoảng 881 tỷ đồng. **Việc tăng giá trị hàng tồn kho, trong khi đầu ra các sản phẩm vẫn gặp nhiều khó khăn sẽ làm ứ đọng vốn của DN, làm gia**

tăng áp lực vay nợ, và trầm trọng thêm khả năng thanh khoản của DN.

Phải thu khách hàng: Giá trị phải thu KH (bao gồm cả ngắn hạn và dài hạn) đã tăng từ 165 tỷ đồng (9,8% TTS) năm 2010 lên 1.262 tỷ đồng (28,7% TTS) năm 2013. Phải thu KH của TDC tăng lên nhanh chóng từ năm 2011 là do công ty thực hiện chính sách bán hàng trả chậm với thời gian khá dài từ 7-10 năm dẫn đến khoản phải thu cao và phần lớn tồn đọng trong khoảng mục phải thu KH dài hạn (528 tỷ đồng năm 2012, 709 tỷ đồng năm 2013 (+34,3%/yoy)). Chính sách này có lợi trước mắt cho DN là bán được hàng nhanh (về số lượng sản phẩm) nhưng về lâu dài sẽ ảnh hưởng không tốt đến dòng tiền của DN. Việc áp dụng chính sách bán hàng trả chậm như vậy sẽ khiến cho TDC thiếu tiền và vốn đầu tư để tiếp tục triển khai các dự án, chưa kể chi phí nhân công, giá cả vật liệu xây dựng trong những năm gần đây vẫn ở mức cao và các dự án của TDC hầu hết là quy mô lớn.

Cơ cấu tài sản



Biến động hàng tồn kho và các khoản phải thu dài hạn

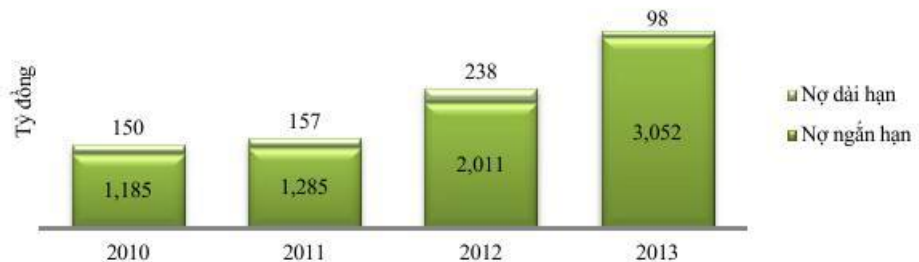


Nguồn: BCTC kiểm toán TDC, VCBS tổng hợp và cập nhật

Về cơ cấu nguồn vốn

Chúng tôi bắt đầu quan ngại về cơ cấu nguồn vốn của TDC.

Cơ cấu nguồn vốn



Nguồn: BCTC kiểm toán TDC, VCBS tổng hợp và cập nhật

Trong 3 năm gần đây, tỷ lệ Nợ/Tổng nguồn vốn của TDC đang có xu hướng tăng lên từ mức 53,3% năm 2011 lên 71,6% năm 2013 và có sự chuyển dịch từ vay nợ dài hạn sang vay nợ ngắn hạn.

Nợ ngắn hạn tăng từ 1.285 tỷ đồng (48% tổng nguồn vốn năm 2011) lên 2.011 tỷ đồng (58% tổng nguồn vốn năm 2012). Đến năm 2013 giá trị này là 3.052 tỷ đồng (69% tổng nguồn vốn), nếu loại bỏ giá trị 1.309 tỷ đồng nợ phải trả cho công ty mẹ và các công ty cùng tập đoàn thì dư nợ ngắn hạn của TDC vẫn ở mức 1.743 tỷ đồng. Với lượng tiền và tương đương tiền chỉ khoảng là 51 tỷ đồng, áp lực thiếu vốn để trả nợ và đầu tư tiếp các dự án của TDC là không nhỏ.

Do tỷ lệ nợ vay chịu lãi/ Nợ đã giảm về mức thấp là 13% trong năm 2013 (công ty tăng cường chiếm dụng vốn của người bán để tài trợ tài sản và trả bớt một phần vay nợ dài hạn trong những năm gần đây), năm 2014, TDC đã quyết định phát hành 500 tỷ đồng trái phiếu 5 năm, mệnh giá 1 tỷ để triển khai các dự án Dragon Hill và Unitown3 (tổng vốn đầu tư là 9.195 tỷ đồng) – chúng tôi cho rằng với việc huy động

70% vốn từ KH, hai dự án này sẽ phải thực hiện trong thời gian dài và TDC sẽ tiếp tục bị ứ đọng vốn trong khoản mục hàng tồn kho. Bên cạnh đó chi phí lãi vay của TDC cũng sẽ tăng đáng kể.

Hiệu quả hoạt động

Khả năng chiếm dụng vốn từ người bán và khả năng quản trị hàng tồn kho của doanh nghiệp tương đối tốt, tuy nhiên chúng tôi bắt đầu quan ngại khả năng thu tiền của DN.

Vòng quay khoản phải trả: duy trì ở mức tốt hơn so với ngành do bên cung cấp nguyên vật liệu đầu vào của TDC là tổng công ty mẹ và các công ty cùng họ Becamex. Năm 2013, vòng quay khoản phải trả đạt 0,9 lần tốt hơn nhiều so với mức 2,1 lần trung bình các DN có quy mô TTS và VCSH tương đương.

Vòng quay khoản phải thu: vòng quay khoản phải thu của công ty tăng đáng kể từ mức 1,68 năm 2011 lần lên 2,93 lần năm 2013. Tuy nhiên nếu tính cả khoản phải thu KH dài hạn thì vòng quay khoản phải thu của TDC chỉ ở mức 1,28 lần thấp hơn một chút so với trung bình các DN tương đồng (là 1,72 lần). Như vậy, các dự án của TDC được tiêu thụ nhưng phần lớn tiền chưa được thu về.

Vòng quay hàng tồn kho: tiếp tục duy trì ở mức cao hơn trung bình ngành do hầu hết các dự án của DA của DN là các dự án đất nền, giá trị đầu tư khá thấp trong khi tốc độ tiêu thụ tốt hơn so với các phân khúc cao cấp. Tuy nhiên cuối tháng 5.2014, TDC đã nhận chuyển nhượng khu đất 373.097m² tại Hòa Phú, Thủ Dầu Một với giá trị 5.221 tỷ đồng vì vậy vòng quay hàng tồn kho của DN sẽ giảm đáng kể trong thời gian tới.

Lưu chuyển dòng tiền

Lưu chuyển tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh dương trong 2 năm gần đây đã bù đắp dòng tiền ra từ hoạt động tài chính và hoạt động đầu tư.

Lưu chuyển tiền thuần của DN biến động qua các năm với biên độ hẹp (-79 tỷ đồng đến +31 tỷ đồng). Lưu chuyển tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh dương trong 2 năm gần đây, đạt 36 tỷ đồng và 146 tỷ đồng, trong khi, năm 2010 và 2011 do công ty chuyển tiền sử dụng đất cho công ty mẹ nên lưu chuyển tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh lần lượt (âm 595 tỷ đồng) và (âm 213 tỷ đồng). Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư âm (dưới 100 tỷ) để tài trợ việc mua sắm tài sản cố định cho dự án TDC Plaza và đầu tư vào công ty liên doanh liên kết. Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư tài chính khá biến động, **dòng tiền ra để trả các khoản vay nợ là gánh nặng với TDC khi ngón khoảng 500-800 tỷ đồng.**

Công ty có kế hoạch trả cổ tức tiền mặt năm 2013 là 14% mệnh giá, tương ứng với mức 140 tỷ đồng trong khi lượng tiền và tương đương tiền tính đến hết Q1.2014 là 20 tỷ đồng, công ty có khả năng sẽ vay vốn ngắn hạn để trả một phần cổ tức tiền mặt và nợ lại một phần cổ tức cho cổ đông công ty mẹ.

CẬP NHẬT KẾT QUẢ Q1.2014

Về kết quả kinh doanh

KQKD Q1.2014 không khả quan do giá trị hàng bán bị trả lại lớn.

DTT đạt 77 tỷ đồng (-67% yoy), LNST đạt -22 tỷ đồng trong khi cùng kỳ năm trước dương 1 tỷ đồng, nguyên nhân là do giá trị hàng bán bị trả lại lớn (102 tỷ đồng) đã khiến DTT hoạt động kinh doanh BĐS sụt giảm mạnh đạt âm 47 tỷ đồng. Hoạt động sản xuất kinh doanh VLXD có DT bằng với cùng kỳ đạt 121,5 tỷ đồng.

TDC không có hoạt động tài chính gì nổi bật, thu nhập hoạt động tài chính chiếm tỷ trọng không đáng kể, Q1.2014 ghi nhận 754 triệu đồng (+14,8%yoy, bằng 0,98% DTT), trong khi, chi phí tài chính gần như không đổi đạt 8,7 tỷ đồng (-1,1% yoy, bằng 11,3% DTT) chủ yếu phản ánh chi phí lãi vay.

Q1.2014, chi phí bán hàng tăng 1,9 lần so với cùng kỳ đạt 24 tỷ đồng chiếm 31,5% DTT trong khi giai đoạn 2010-2013 chỉ xoay quanh mức 5%. Chi phí quản lý giảm nhẹ về mặt giá trị so với cùng kỳ đạt 12,9 tỷ đồng (-5%yoy) tuy nhiên tỷ trọng trên DTT đã tăng từ mức 3-6% giai đoạn 2010-2013 lên 16,7% trong Q1.2014. Như vậy, ngoài việc hàng bán bị trả lại là nguyên nhân chính thì chi phí bán hàng và chi phí quản lý cao cũng góp phần đẩy LNST âm 22 tỷ đồng. Hoạt động liên doanh liên kết chưa mang lại LN đáng kể cho TDC, Q1.2014 ghi nhận 43 triệu đồng (-25,9% yoy, chỉ bằng 0,06% DTT).

Về sức khỏe tài chính

Tính đến Q1.2014, TTS đạt 4.264 tỷ đồng, trong đó hàng tồn kho là 2.679 tỷ đồng (chiếm 63% TTS) chủ yếu phản ánh chi phí chuyển nhượng quyền sử dụng đất các dự án còn tồn đọng như dự án Unitown 1,2, dự án đất nền Phú Chánh C,D, dự án LDH Thủ Dầu Một. Với việc nhận chuyển nhượng quyền sử dụng 373.097m² tại Tp Thủ Dầu Một, có giá trị 5.221 tỷ đồng, khoản mục hàng tồn kho sẽ tăng hơn gấp đôi, xấp xỉ 7.900 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng việc này được thực hiện dưới sự chi đạo của công ty mẹ, và giá trị chuyển nhượng quyền sử dụng đất sẽ là khoản nợ của TDC đối với Becamex IDC. Điều này sẽ làm các chỉ số nợ và chỉ số thanh khoản của TDC xấu hơn nữa, tuy nhiên áp lực trả nợ của công ty đối với khoản nợ này là không thực sự lớn.

Hệ số nợ/TTS cao, và áp lực trả nợ trong ngắn hạn là rất đáng quan ngại.

Tỷ lệ Nợ/tổng nguồn vốn là 71,6% cao hơn khá nhiều so với mức 53,1% trung bình các DN tương đồng. Nợ ngắn hạn là 2.922 tỷ đồng, trong đó, 39,3% là các khoản nợ công ty mẹ và các công ty liên doanh liên kết, 12,7% là khoản mục của người mua trả trước tiền hàng, giá trị các khoản vay nợ ngắn hạn và phải trả khác là 1.402 tỷ đồng. Do vậy, với số dư tiền và tương đương chỉ ở mức 20 tỷ đồng, áp lực trả nợ trong ngắn hạn của TDC là rất đáng quan ngại.

TDC thực hiện chiếm dụng vốn của người bán để tài trợ tài sản và trả bớt nợ vay, vì vậy Nợ dài hạn của TDC tính đến Q1.2014 chỉ là 98 tỷ đồng trong đó một số khoản nợ được ân hạn 12 tháng, áp lực khi các khoản nợ này đáo hạn là không lớn. Do vậy, Công ty đã có kế hoạch phát hành 500 tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 5 năm để đầu tư vào các dự án chuẩn bị triển khai là dự án Unitow 3 và Dragon Hill (tổng mức đầu tư là 9.195 tỷ đồng)

Khó khăn về dòng tiền tài trợ cho các dự án.

Nguồn tiền mặt hiện có để đầu tư các dự án khá ít ỏi, do vậy TDC đã triển khai các dự án bán đất nền giá rẻ nhằm thu được dòng tiền nhanh chóng để tài trợ cho các dự án biệt thự/ nhà phố quy mô lớn của công ty. Tuy nhiên hoạt động này đang gặp những trở ngại về vấn đề pháp lý khi UBND tỉnh Bình Dương yêu cầu DN dừng việc giao đất cho khách hàng khi chưa hoàn thiện các thủ tục cần thiết-do công ty mẹ Becamex chưa thực hiện quy hoạch 1/500 cho các dự án đất nền Phú Chánh.

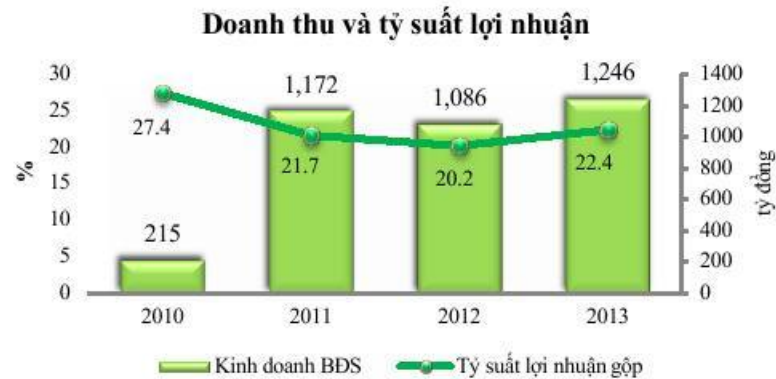
Chúng tôi cho rằng TDC sẽ gặp những khó khăn đáng kể trong việc tìm kiếm dòng tiền để tài trợ cho các dự án hiện hữu và sắp triển khai của DN.

HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ VÀ KINH DOANH BẤT ĐỘNG SẢN

Phạm vi hoạt động	Hầu hết các dự án BĐS của TDC tập trung trên địa bàn tỉnh Bình Dương, ngoài ra TDC đã thực hiện dự án Phố Sông Cẩm ở Hải Phòng.
Phân khúc dự án	<p>Các dự án của công ty có diện tích lớn, vị trí đẹp trong quy hoạch Tp mới Bình Dương và các thị xã lân cận như Bến Cát, Tân Uyên, các KCN như Bàu Bàng, VSIP và Tp Thủ Dầu Một.</p> <p>Hiện nay các dự án của TDC tập trung vào 4 phân khúc sau: (1) Phân khúc đất nền giá rẻ, (2) Phân khúc căn hộ cao cấp, (3) Phân khúc nhà phố thương mại, (4) Phân khúc Biệt thự cao cấp.</p> <p>Đối tượng khách hàng chính mà TDC hướng đến là: (1) Các nhà đầu cơ BĐS, (2) Khách hàng mua để kinh doanh/ cho thuê lại, (3) Các chuyên gia nước ngoài làm việc trong các KCN.</p>
Doanh thu	TDC là một trong số rất ít những DN BĐS duy trì được DT kinh doanh BĐS ổn định trong ba năm trở lại đây , ở mức trên 1.000 tỷ đồng. Các sản phẩm của DN có sức tiêu thụ tốt ở hầu hết các phân khúc đặc biệt là phân khúc đất nền, bất chấp tình trạng trầm lắng chung của thị trường BĐS, nhờ lợi thế về vị trí và mức giá đất nền tương đối rẻ. Các dự án thuộc phân khúc này mang lại dòng tiền về nhanh chóng giúp công ty duy trì hoạt động vượt qua giai đoạn khó khăn của thị trường và tài trợ cho các dự án khác của DN.

Lợi nhuận

Mảng kinh doanh BĐS có tỷ suất LN tương đối ổn định duy trì ở mức trên 20% kể cả trong giai đoạn thị trường khó khăn kéo dài. Tuy nhiên, tỷ lệ GVHB/ DTT kinh doanh BĐS của TDC cao hơn khá nhiều so với DN cùng Tổng Công Ty là Becamex IJC, đã kéo theo tỷ suất LN gộp của TDC thấp hơn khá nhiều so với mức 43,4% của IJC trung bình giai đoạn 2010-2013.



Nguồn: BCTC kiểm toán TDC, VCBS tổng hợp và cập nhật

Cập nhật về các dự án

Tên dự án	Địa điểm	Diện tích	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Số căn hộ/ nền đất	Mô tả	Tiến độ
Phân khúc đất nền giá rẻ						
Phú Chánh A	Tp mới Bình Dương	41.087m ²	156	295	Diện tích 100/150/200m ² Cơ sở hạ tầng hoàn chỉnh, đầy đủ các tiện ích công cộng.	Đã bán 290/295 nền Mức giá: 2,8-3,5 triệu đồng/m ²
Phú Chánh B	Tp mới Bình Dương	51.867m ²	230	351	Diện tích 100/150/200m ² Cơ sở hạ tầng hoàn chỉnh, đầy đủ các tiện ích công cộng.	Đã bán 332/351 nền Mức giá: 2,8-3,5 triệu đồng/m ²
Phú Chánh C	Tp mới Bình Dương	28.500m ²	353	779	Diện tích 100/150/200m ² Cơ sở hạ tầng hoàn chỉnh. Chợ Phú Chánh C đã được xây dựng xong. Các tiện ích công cộng sẵn có.	Đã bán 571/779 nền Được yêu cầu tạm dừng việc giao nền cho khách do chưa hoàn tất thủ tục pháp lý. Mức giá: 2,8-3,5 triệu đồng/m ²
Phú Chánh D	Tp mới Bình Dương	N/A	522	1103	Diện tích 100/150/200m ² Cơ sở hạ tầng hoàn chỉnh, các tiện ích công cộng sẵn có.	Đã bán 472/1103 nền (42,79%) Được yêu cầu tạm dừng việc giao nền cho khách do chưa hoàn tất thủ tục pháp lý Mức giá: 2,8-3,5 triệu đồng/m ²
Coco Land đất nền	Bến Cát, Bình Dương	N/A	34,5	182	Đổi diện KCN Mỹ Phước 2 100/125/150m ² Cơ sở hạ tầng hoàn chỉnh. Các tiện ích công cộng sẵn có.	Đã bán 177/182 nền Mức giá: từ 1,3 triệu đồng/m ²
Mỹ Phước 1	Bến Cát, Bình Dương	N/A	150	591	Diện tích đa dạng từ 125-300 m ² Cơ sở hạ tầng hoàn chỉnh	Đã bán 587/591 nền Mức giá: từ 1,3 triệu đồng/m ²
Mỹ Phước 2	Bến Cát, Bình Dương	N/A	128,2	523	Diện tích đa dạng từ 125-300 m ² Cơ sở hạ tầng hoàn chỉnh	Đã bán 519/523 nền Mức giá: từ 1,3 triệu đồng/m ²
Đất nền Bàu Bàng	Bàu Bàng, Bình Dương	N/A	24,4	72	150-450m ² Cơ sở hạ tầng hoàn chỉnh. Các tiện ích công cộng sẵn có.	Đã bán 71/72 nền Mức giá 1,9-2,1 triệu đồng/m ²
Phố Sông Cấm	Hải Phòng	101.858m ²	60	48	Diện tích 100/150/300m ²	Đã bán 3/48 nền Mức giá 5-10 triệu đồng/m ²

Moon River	Bến Cát, Bình Dương	140.000m ²	139	394	Biệt thự đơn lập: 435-495m ² Biệt thự song lập: 330-467m ² Nhà phố: 145-212,5m ²	Đã bán 342/394 nền Mức giá: 1,9-2,1 triệu đồng/ m ²
LĐH Thủ Dầu Một	Thủ Dầu Một, Bình Dương	24.000m ²	255	606	Diện tích 150m ² Cơ sở hạ tầng hoàn chỉnh	Đã bán 510/606 nền Mức giá: 2,2 triệu/m ²
Phân khúc biệt thự cao cấp						
Coco Land Biệt thự	Bến Cát, Bình Dương	175.934m ²	500	205	4 mẫu biệt thự đơn lập: 420m ² , 1 trệt + 1 lầu xây thô 3 mẫu biệt thự song lập: 450m ² , 1 trệt + 1 lầu + 1 mái	Đã bán 140/205 căn , Mức giá: 1 tỷ đến -1,8 tỷ
Western Land	Bến Cát, Bình Dương	229.570m ²	400	144	500-2.800m ² 1 trệt+2 lầu + 1 lầu áp mái+1 mái	Đã bán 138/144 căn Mức giá: 2,5-10 tỷ đồng/ căn
Ruby Land	Bến Cát, Bình Dương	95.750m ²	300	294	200-700m ² 81 biệt thự đơn lập, 64 biệt thự song lập, 149 căn nhà phố	Đã bán 293/294 căn Mức giá: 1.3 tỷ
Dragon Hill	Thủ Dầu Một, Bình Dương	317.000m ²	6.410	655	NA	Chưa triển khai Doanh thu dự kiến: 7.372 tỷ đồng
Phân khúc căn hộ cao cấp						
TDC Plaza	Tp mới Bình Dương	N/A	894	291	5 block nhà 21 tầng Diện tích 82/84/86m ² : 2 phòng ngủ, 2WC Diện tích 117m ² : 3 phòng ngủ, 2 WC	Đã bán 211/291 căn Mức giá: 1,4-2 tỷ đồng/ căn
Phân khúc nhà phố thương mại						
Nhà phố Bàu Bàng	Bàu Bàng, Bình Dương	25.740	96	72	Diện tích từ 150 - 360 m ² 1 trệt + 2 lầu +1 sân thượng	Đã bán 71/72 căn Mức giá: 1,3-3,5 tỷ đồng/ căn
Uni town 1,2	Tp mới Bình Dương	118.552	2.442	366	Diện tích 370-654m ² , 1 trệt+ 3 lầu + một sân thượng/ 1 trệt + 2 lầu + 1 sân thượng Nhà 2 mặt tiền (lô góc 3 mặt tiền)	Đã bán 148/366 căn căn Mức giá: 4-4.5 tỷ đồng/căn
Uni town 3	Thủ Dầu Một, Bình Dương	56.000	1.585	336	NA	Chưa triển khai Doanh thu dự kiến: 1.823 tỷ đồng
Konia Town	Bến Cát, Bình Dương	26.967m ²	100	117	Diện tích khuôn viên 150m ² được xây dựng gồm 1 trệt+ 2 lầu+ 1 sân thượng	Đã bán 98/117 căn Mức giá: 780-900 triệu/ căn
Phân khúc căn hộ giá rẻ						
Chung cư Phú Mỹ	Bến Cát, Bình Dương	32.746	51	264	Diện tích 50-105m ² , một phòng ngủ	Đã bán 193/264 căn. Mức giá: 173-500 triệu đồng/ căn

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT VÀ KINH DOANH VẬT LIỆU XÂY DỰNG

Hoạt động bán hàng và bán thành phẩm Mảng này bao gồm 2 hoạt động chính đó là:

Sản xuất vật liệu xây dựng (bán thành phẩm): các sản phẩm chủ yếu là: sản xuất bê tông tươi, cấu kiện bê tông đúc sẵn, bên cạnh đó còn có thép cấu kiện, xi măng dưới dạng xá và dạng đóng bao tiêu chuẩn (công ty con Xi măng Hà Tiên Kiên Giang), gạch (công ty con Becamex CMC), cửa sổ plastic/cao su (CTCP cửa sổ Mùa Xuân)

Phân phối vật liệu xây dựng (bán hàng hóa): mặt hàng kinh doanh chủ yếu là: sắt thép xây dựng, xi măng của các công ty Hà Tiên, Holcim, Sao Mai

Năng lực sản xuất

Công ty hiện đang có một xí nghiệp bê tông tươi ở Mỹ Phước với 2 trạm, mỗi trạm công suất 150m³/h. Do đặc thù của sản phẩm bê tông tươi là hạn chế vận chuyển xa nên công ty đã chuyển một trạm sản xuất bê tông đến thành phố mới Bình Dương để tiện phục vụ các dự án của các công ty thuộc tổng công ty Becamex IDC.

Mạng lưới phân phối

TDC đóng vai trò là Tổng đại lý phân phối khu vực Đông Nam Bộ trong nhiều năm, chiếm thị phần lớn trên địa bàn tỉnh Bình Dương, Bình Phước. Công ty còn phân phối vật liệu xây dựng đến tận nơi các dự án đang thi công của tập đoàn Becamex IDC.

Doanh thu và lợi nhuận

Đối với hoạt động sản xuất vật liệu: DT tương đối ổn định do hầu hết các sản phẩm được bao tiêu bởi chính các công trình của TDC và các công ty trong cùng tập đoàn như IJC, BCE, UJC.

Đối với hoạt động phân phối vật liệu xây dựng: DT biến động theo tình hình thị trường BĐS.

Nhìn chung tỷ suất LN của hai hoạt động này không cao và biến động mạnh trong 2 năm trở lại đây. Cụ thể, tỷ suất LN gộp hoạt động sản xuất chỉ đạt 7% năm 2010, 13% năm 2011 sau đó rơi xuống (-5%) trước khi đạt 28% năm 2013. Tỷ suất LN hoạt động phân phối hàng hóa cũng chỉ đạt 8% trong 2 năm 2010 và 2011, sau đó tăng vọt lên 35% trước khi rơi xuống mức 19% trong năm 2013.

Chúng tôi cho rằng sự biến động mạnh trong 2 năm gần đây của hoạt động sản xuất và kinh doanh phân phối vật liệu xây dựng của TDC như trên là do tác động của việc tập đoàn Becamex được giao xây dựng trung tâm hành chính tập trung, trung tâm hội nghị triển lãm và một số công trình công cộng ở trung tâm Tp mới Bình Dương trong giai đoạn cuối năm 2010 đến năm 2013. Do các công trình trên đã được hoàn thành nên động lực tăng trưởng cho hoạt động sản xuất và kinh doanh, phân phối vật liệu xây dựng không còn nữa. Chúng tôi cho rằng DT của mảng này sẽ duy trì quanh mức đạt được trong năm 2013 hoặc giảm nhẹ trong những năm tới.



Nguồn: BCTC kiểm toán TDC, VCBS tổng hợp và cập nhật

PHÂN TÍCH SWOT

- Bình Dương có vị trí thuận lợi thuộc tam giác kinh tế Đồng Nai, Bình Dương, Tp Hồ Chí Minh, cách Tp Hồ Chí Minh 40km, giá đất còn tương đối rẻ chỉ khoảng 2,6 - 4 triệu đồng/m² ở những vị trí đẹp. Do đó thị trường BĐS Bình Dương có tiềm năng phát triển lớn, thị trường BĐS Bình Dương tương đối sôi động ngay cả khi thị trường BĐS Việt Nam ảm đạm.
- TDC thường xuyên nhận được sự hỗ trợ lớn từ công ty mẹ Becamex IDC và các công ty cùng họ trong tất cả các mảng hoạt động.
- Các dự án của TDC có vị trí đắc địa, giá trị thương mại lớn vì nằm trong quy hoạch các quận trung

tâm thành phố mới Bình Dương, gần trung tâm hành chính và các khu phức hợp dịch vụ.

- Hoạt động sản xuất và kinh doanh vật liệu khá ổn định do hàng hóa được bao tiêu bởi các công ty cùng họ.
- Khả năng tiêu thụ sản phẩm tốt.

Điểm yếu

- Một số dự án công ty nhận chuyển quyền sử dụng đất từ công ty mẹ với giá khá cao so với thị trường làm giảm khả năng tiêu thụ và khả năng sinh lời của dự án...
- Phụ thuộc nhiều vào công ty mẹ và các công ty cùng tập đoàn trong việc tiếp nhận và thực hiện dự án BĐS, đầu ra và đầu vào của hoạt động sản xuất kinh doanh vật liệu xây dựng.
- Chính sách bán hàng tiềm ẩn nhiều rủi ro, gây áp lực lên cơ cấu vốn của TDC.

Cơ hội

- Luật nhà đất sửa đổi theo hướng tạo điều kiện cho người nước ngoài được phép sở hữu BĐS tại Việt Nam có thể mang lại lợi ích lớn cho TDC nếu được đưa vào áp dụng khi mà phần lớn sản phẩm của TDC thuộc phân khúc cao cấp hướng tới đối tượng là 4000 chuyên gia làm việc tại các khu công nghiệp tỉnh Bình Dương. Vốn FDI tiếp tục chảy mạnh vào Bình Dương để đầu tư xây dựng các nhà máy do đó số lượng chuyên gia làm việc lâu dài ở Bình Dương tiếp tục tăng lên.
- Dân số Bình Dương có độ tuổi trẻ, đông người nhập cư, có nhu cầu thực sự về nhà ở do vậy tiềm năng của mảng đất nền giá rẻ và vật liệu xây dựng vẫn rất khả quan.
- Trung tâm hành chính chuyển về Tp mới Bình Dương tạo điều kiện đẩy nhanh tốc độ đô thị hóa khu vực này và các thị xã lân cận như, Bến Cát, Tân Uyên... giúp gia tăng giá trị BĐS ở đây.

Thách thức

- Giải quyết vấn đề pháp lý đối với dự án Phú Chánh để tiếp tục giao nền đất cho khách hàng.
- Nợ ngắn hạn lớn trong khi số dư tiền và tương đương tiền rất khiêm tốn làm gia tăng áp lực trả nợ và dòng tiền để tiếp tục triển khai các dự án.
- Phân khúc cao cấp phục hồi yếu, sức tiêu thụ chậm làm ảnh hưởng tới dòng tiền về để tiếp tục tài trợ các dự án của TDC.
- Cung đất nền ở Bình Dương dư thừa trong khi nhu cầu đầu cơ đã bước vào giai đoạn thoái trào.
- Phân khúc sản phẩm của công ty phụ thuộc nhiều vào sự hồi phục của thị trường BĐS.

TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Triển vọng ngành

Thị trường BĐS tiếp tục có những dấu hiệu tích cực.

Kể từ đầu năm 2014, thị trường BĐS tiếp tục có dấu hiệu khởi sắc, lượng giao dịch tăng trưởng khá so với cùng kỳ năm trước, giá nhà có dấu hiệu chững lại không giảm liên tiếp như năm ngoái, thậm chí có dự án tăng giá nhẹ tại Hà Nội và Tp. Hồ Chí Minh. Theo báo cáo của Bộ Xây dựng, trong 6 tháng đầu năm 2014 ước tính có khoảng 4.000 giao dịch thành công, gấp hơn 2 lần so với 6 tháng đầu năm 2013. Theo đó, lượng tồn kho bất động sản đã giảm mạnh, Hà Nội giảm 36%, Tp HCM giảm 45% so với Q1.2013.

Phân khúc biệt thự/ nhà phố trầm lắng, tuy nhiên đất nền có dấu hiệu khởi sắc.

Theo Savill, phân khúc nhà phố/ biệt thự khá trầm lắng trong Q1.2014, lượng giao dịch giảm 20% qoq và tỷ lệ hấp thụ giảm 4% qoq. Tuy nhiên lượng giao dịch đất nền nhà phố/ biệt thự tại Tp. Hồ Chí Minh tăng mạnh 31% qoq và 322% yoy chứng tỏ xu hướng mua đất nền đã có dấu hiệu quay trở lại. Điều này tạo thuận lợi cho việc tiêu thụ nền dự án Phú Chánh C,D.

Triển vọng doanh nghiệp

TDC đặt kế hoạch năm 2014 với DT là 2.334 tỷ (+16,5%/yoy), LNST là 158 tỷ đồng (+8,2% yoy)

Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của TDC dựa trên một số yếu tố sau:

Đối với hoạt động sản xuất và kinh doanh vật liệu xây dựng:

TDC tiếp tục thực hiện các dự án dở dang trong năm, đảm bảo đầu ra cho hoạt động sản xuất VLXD của công ty, bao gồm: nhà khách trung tâm hành chính tập trung, bệnh viện Mỹ Phước, 1.467 căn nhà ở xã hội, trường mầm non Ngô Thị Nhậm. Việc trung tâm hành chính tập trung đi vào hoạt động sẽ thúc đẩy quá trình đô thị hóa ở thành phố mới Bình Dương làm tăng nhu cầu xây dựng nhà ở, tuy nhiên các dự án có nhu cầu xây dựng của các công ty cùng họ như Becamex IJC, BCC, UJC khiêm tốn, kết quả kinh doanh Q1.2014 của mảng chỉ xấp xỉ cùng kỳ. Chúng tôi cho rằng DT từ mảng hoạt động này sẽ vẫn duy trì quanh mức đạt được trong năm 2013 là 368,6 tỷ đồng.

Đối với hoạt động kinh doanh bất động sản:

Các dự án đóng góp chính vào DT mảng hoạt động KD BĐS là Đất nền Phú Chánh C,D; dự án nhà phố Uni Town1,2 và một số các dự án biệt thự sẽ vẫn tiếp tục được tiêu thụ trong năm 2014.

Hoạt động bán đất nền sẽ tiếp tục trầm lắng trong Q2 và có thể có những chuyển biến tốt hơn trong cuối năm.

Đối với Dự án Phú Chánh C, D (Tp Mới Bình Dương)

2 khó khăn lớn mà TDC đang gặp phải là:

- 1) Theo báo cáo của Sở Xây dựng Bình Dương, hiện trên địa bàn có 220 dự án - khu đô thị mới trong đó phần lớn là các dự án bán đất nền chưa xây dựng cơ sở hạ tầng, đối tượng mua chủ yếu là các khách hàng đầu cơ đất nền giá rẻ, do vậy nguồn cung đất nền trên thị trường đang dư thừa.
- 2) UBND yêu cầu TDC tạm thời dừng việc bán đất nền cho đến khi nào đất có giấy chứng nhận QSDĐ (các dự án đất nền này đã có hợp đồng nguyên tắc với chủ đầu tư cấp 1 là Becamex IDC- công ty làm chủ đầu tư dự án trung tâm thành phố mới Bình Dương).

Mặc dù vậy, dự án có những thuận lợi nhất định sau:

- 1) Vị trí thuận lợi thuộc các quận trung tâm thành phố mới Bình Dương, mức giá rẻ 3,2-3,5 triệu đồng/m².
- 2) TDC đã chào bán thành công dự án Phú Chánh A,B trong thời gian ngắn, Phú Chánh A, B đã hình thành khu dân cư đông đúc cạnh khu vực dự án Phú Chánh C,D.
- 3) Tốc độ tiêu thụ Phú Chánh C, D khá tốt (dự án mới mở bán năm 2013) đã tiêu thụ được 571/779 và 472/1.103 nền đất.

Chúng tôi cho rằng với những khó khăn và thuận lợi như trên việc tiêu thụ nền dự án Phú Chánh sẽ tiếp tục gặp khó khăn trong Q2.2014 và chỉ có thể có những chuyển biến tích cực vào 2 quý cuối năm khi Becamex bổ sung quy hoạch 1/500 cho dự án Phú Chánh để hoàn thiện các thủ tục pháp lý, giúp công ty tiếp tục bàn giao các nền đất.

Với quan điểm thận trọng, chúng tôi dự phóng TDC có khả năng tiêu thụ hết các nền đất tại dự án Phú Chánh C và khoảng 500 nền đất Phú Chánh D, ghi nhận DT 355,8 tỷ.

Đối với các dự án thuộc phân khúc nhà phố và biệt thự cao cấp

Dự án Uni Town 1,2

Dự án nhà phố thương mại này nằm thuộc trung tâm thành phố mới Bình Dương, đối diện khu công nghiệp VSIP II, có giá trị thương mại lớn, giá bán từ 4-5,5 tỷ đồng. Mặc dù vị trí thuận lợi, dự án này có sức tiêu thụ yếu, chỉ mới bán được 148/336 căn trong khi mở bán từ năm 2011. Do phân khúc nhà phố/biệt thự cao cấp chưa có sự phục hồi mạnh mẽ chúng tôi cho rằng việc tiêu thụ của Uni town sẽ khó có đột

biến trong năm nay, ước tính ghi nhận khoảng 296,2 tỷ đồng.

Các dự án khác

Với việc quyết tâm giải quyết triệt để hàng tồn kho còn lại của các dự án đã triển khai trong thời gian dài như Ruby Land, Moon River, Bầu Bàng... Chúng tôi dự phóng DT từ các dự án này khoảng 150 tỷ đồng.

Phân khúc nhà phố/ biệt thự cao cấp vẫn rất tiềm năng trong dài hạn

Chúng tôi muốn lưu ý đến việc Luật nhà ở mới trong đó cho phép người nước ngoài được sở hữu BĐS tại Việt Nam đang được Quốc Hội thảo luận trong tháng 6.2014, nếu được thông qua vào cuối năm nay, có thể tạo nên chuyển biến tích cực cho các dự án phân khúc nhà phố và biệt thự tại Bình Dương của TDC trong những năm tới. Do hiện nay trên địa bàn có hơn 4.000 chuyên gia nước ngoài đang làm việc tại các KCN có nhu cầu mua/thuê biệt thự và dòng vốn FDI tiếp tục chảy mạnh vào tỉnh Bình Dương (876 triệu USD trong 6 tháng đầu năm, đứng thứ 2 cả nước), các dự án của công ty nằm ở các vị trí đắc địa.

Tổng hợp lại, VCBS dự phóng, năm 2014, DT của TDC đạt 1.177 tỷ (-29%yoy), LNST đạt 106 tỷ đồng (-27% yoy). EPS forward đạt 1.060 đồng, với mức giá ngày 31.07.2014 là 10.100 đồng, P/E forward 2014 là 9,53 lần, cổ tức dự kiến trong năm 2014 ít nhất là 14% VDL tương ứng với mức cổ tức/ thị giá là 13,86%.

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp so sánh P/E và P/B

Chúng tôi chọn ra 12 DN BĐS có hoạt động và quy mô khá tương đồng với TDC để thực hiện phương pháp so sánh tương đương P/E, P/B.

STT	Mã	Giá tại ngày 06.08.2014	EPS trailing	BV (đồng)	P/E trailing (lần)	P/B (lần)
1	BCI	19.000	1.469	24.558	12,93	0,77
2	DIG	16.100	437	16.666	36,84(*)	0,97
3	IJC	14.100	600	11.038	23,50	1,28
4	FLC	13.200	860	11.847	15,35	1,11
5	NBB	20.500	1.267	24.598	16,18	0,83
6	NLG	18.700	275	14.145	68,00(*)	1,32
7	OGC	11.000	179	10.689	61,36(*)	1,03
8	PDR	10.900	18	10.965	605,56(*)	0,99
9	QCG	7.900	118	18.118	66,95(*)	0,44
10	SCR	8.600	137	15.147	62,77(*)	0,57
11	SJS	19.600	593	16.132	33,05(*)	1,21
12	TDH	15.800	796	36.000	19,85	0,44
13	TDC (**)	10,400	1.212	11.842	8,58	0,88
Trung bình				17.296	17,56	0,91

(Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, VCBS tổng hợp và cập nhật, giá cổ phiếu được lấy tại ngày 06.08.2014)
(**) Đã loại trừ TDC trong giá trị trung bình

Với những rủi ro mà TDC đang gặp phải, chúng tôi quyết định để tỷ trọng 60% cho phương pháp P/B do giá trị ước tính theo phương pháp này thận trọng hơn và phản ánh sát hơn giá thị trường của cổ phiếu TDC; 40% cho phương pháp so sánh P/E. Theo đó, giá của 1 cổ phiếu TDC theo phương pháp so sánh tương đương như sau:

TDC	Hệ số	EPS trailing (đồng)	BV (đồng)	Giá 1 cổ phiếu (đồng)	Tỷ trọng
Phương pháp so sánh P/E	17,56	1.212		21.286	40%

Phương pháp so sánh P/B	0,91	11.842	10.832	60%
Giá trị hợp lý 1 cổ phiếu theo phương pháp so sánh (đồng)		15.008		

Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức (DDM)

TDC có lịch sử chia cổ tức tiền mặt ổn định và kế hoạch cổ tức các năm tiếp theo tương đối rõ ràng, do đó chúng tôi sử dụng mô hình định giá dòng cổ tức để ước tính giá trị hợp lý của 1 cổ phiếu TDC.

Các giả định của mô hình:

- TDC trả cổ tức theo đúng kế hoạch 5 năm đã đề ra.
- Giá trị trích quỹ khen thưởng phúc lợi ổn định trong 5 năm gần đây ở mức 8,6 tỷ đồng và tiếp tục duy trì trong 5 năm tới. Trích thưởng bằng 1% LNST (bằng với phân bổ năm 2013 và kế hoạch năm 2014).
- Tỷ lệ bổ sung vốn và ROE được tính toán theo kế hoạch 5 năm để phản ánh định hướng của doanh nghiệp đối với tỷ suất LN và việc phân phối LN.

	2014	2015	2016	2017	2018	Trung bình
LNST cổ đông công ty mẹ	156,74	174,75	162,84	168,79	178,72	
Cổ tức	150	150	150	150	150	
VCSH	1.202	1.217	1.221	1.230	1.249	
Bổ sung vốn (b)	-2,20%	8,59%	1,97%	5,39%	10,59%	4,87%
ROE	13,04%	14,35%	13,34%	13,73%	14,31%	13,75%
g-TDC						0,67%

Xác định tỷ lệ chiết khấu:

$K = R_f + \text{Beta} * R_p = 18,04\%$. Trong đó:

$R_f = 6,4\%$ lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm gần nhất (Nguồn: <http://bond.hnx.vn>)

$R_p = 7,97\%$ phần bù rủi ro thị trường (Nguồn: Aswath Damodaran tính vào T3.2014)

$\text{Beta} = 1,46$ (Nguồn: VCBS - hệ số beta daily trung bình 1 năm gần đây nhất - tính đến ngày 06/08/2014)

Theo đó: Giá mục tiêu 1 cổ phiếu TDC sẽ là: **P = 9.912 đồng/CP**

(Xem bảng tính toán chi tiết trong phụ lục)

Tổng hợp các phương pháp

Chúng tôi để tỉ trọng 60% cho phương pháp chiết khấu dòng cổ tức vì phương pháp này dựa trên kế hoạch cổ tức tương đối chắc chắn của công ty và 40% cho phương pháp so sánh tương đương

Mô hình định giá	Giá trị	Tỉ trọng
Phương pháp so sánh tương đương	15.008	40%
Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức DDM	9.912	60%
Giá trị hợp lý của 1 cổ phần TDC (đồng)		11.950

Theo đó, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý của TDC xung quanh mức **11.950 đồng/ cổ phiếu**.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Rủi ro đầu tư

Chúng tôi xin lưu ý một số rủi ro liên quan đến việc đầu tư cổ phiếu TDC như sau:

- 1) Becamex IDC là công ty mẹ, chiếm tới 60,9% cổ phần tại TDC do đó Becamex IDC có ảnh hưởng lớn trong việc điều phối, phân bổ các dự án và ấn định mức giá gốc chuyển nhượng quyền sử dụng đất của các dự án giữa công ty này và TDC. Điều này có thể ảnh hưởng không tốt tới chi phí giá vốn các dự án của TDC và quyền lợi của các cổ đông thiểu số.
- 2) Chính sách bán hàng thu tiền chậm của TDC ảnh hưởng tới dòng tiền tự tài trợ các dự án, góp phần khiến cho khả năng thanh toán tiền mặt của công ty đang ở mức rất thấp.
- 3) Thanh khoản của cổ phiếu TDC khá hạn chế, khối lượng giao dịch bình quân 3 tháng đạt 899.555 cổ phiếu/phiên.

Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ**

Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn của TDC là đáng xem xét, do:

- (2) Trong hoạt động kinh doanh BĐS, vị trí đắc địa, giá trị thương mại cao. Sản phẩm đất nền có sức tiêu thụ tốt tạo dòng tiền về nhanh chóng để công ty tiếp tục hoạt động và đầu tư vào các dự án khác.
- (3) TDC luôn có có tỉ lệ chi trả cổ tức tương đối tốt và hầu hết đều chi trả bằng tiền mặt. Cụ thể tỉ lệ chi trả cổ tức tiền mặt năm 2008: 17,6%, năm 2009: 30% năm, 2010: 46%, năm 2011: 20%, năm 2012: 13% và năm 2013: 14% (ngày chốt quyền 20.5.2014, ngày thực hiện quyền là 18.6.2014). Cổ tức dự kiến trong năm 2014 tối thiểu là 14%, theo đó tỉ lệ cổ tức/thị giá là 13,86%- khá hấp dẫn đối với các nhà đầu tư ưa thích cổ tức.

Q1.2014, TDC chỉ đạt 77 tỷ đồng DT (hoàn thành 3,3% KH năm) và bị lỗ 22 tỷ đồng LNST. Kết quả này rất kém so với kế hoạch năm đã đặt ra tại ĐHCĐ 2014 là 2.334 tỷ đồng DT và 158 tỷ đồng LNST.

Mặc dù vậy, theo chúng tôi, kết quả này chưa phản ánh hết được tình hình hoạt động, kinh doanh của doanh nghiệp do đặc thù ngành BĐS thường kinh doanh tốt và ghi nhận DT, LN chủ yếu vào những tháng cuối năm. Dựa trên những cơ sở dự báo về DT, LN và tình hình triển khai, bán hàng tại các dự án của TDC, VCBS thận trọng dự phóng, **năm 2014 TDC ước đạt 1.177 tỷ đồng DT (-29%yoy; hoàn thành 50,4%KH) và 106 tỷ đồng LNST công ty mẹ (-27%yoy; hoàn thành 67,1% KH).**

Hiện tại, EPS trailing đạt 1.212 đồng, với mức giá ngày 06.08.2014 là 10.400 đồng, P/E trailing của TDC đạt 8,58 lần. EPS forward ước đạt 1.060 đồng, P/E forward đạt 9,81 lần. Cả P/E trailing và P/E forward đều thấp hơn so với mức P/E trung bình ngành BĐS đang là 13,x. Do đó chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu TDC.

PHỤ LỤC

	2010	2011	2012	2013
LNST cổ đông công ty mẹ	92.814.796.270	191.350.603.359	160.407.204.801	144.953.087.954
Cổ tức/VĐL	40%	20%	13%	13%
Cổ tức	80.000.000.000	200.000.000.000	130.000.000.000	140.000.000.000
Trích thưởng	1.428.147.963	868.000.000	975.000.000	1.200.000.000
Quỹ khen thưởng phúc lợi	9.281.479.627	8.522.394.987	8.822.396.000	7.972.419.837
Tỉ lệ Bổ sung vốn	2%	-9%	13%	-3%
Tỉ lệ cổ tức	86%	105%	81%	97%

	2014	2015	2016	2017	2018	Trung bình
LNST cổ đông công ty mẹ	156.745.121.765	174.750.400.000	162.835.600.000	168.793.000.000	178.722.000.000	
Cổ tức	150.000.000.000	150.000.000.000	150.000.000.000	150.000.000.000	150.000.000.000	
Thưởng	1.567.451.218	1.747.504.000	1.628.356.000	1.687.930.000	1.787.220.000	
Trích quỹ khen thưởng phúc lợi	8.620.981.697	8.620.981.697	8.620.981.697	8.620.981.697	8.620.981.697	
Bổ sung vốn	(3.443.311.150)	15.002.896.000	3.207.244.000	9.105.070.000	18.934.780.000	
VCSH	1.202.441.232.169	1.217.444.128.169	1.220.651.372.169	1.229.756.442.169	1.248.691.222.169	
Bổ sung vốn(%)	-2,20%	8,59%	1,97%	5,39%	10,59%	4,87%
ROE	13,04%	14,35%	13,34%	13,73%	14,31%	13,75%
g-TDC	0,67%					
k	18,04%					
Chiết khấu các dòng cổ tức sau 2018 về cuối 2014	447.937.411.242					
Tổng chiết khấu các dòng cổ tức về cuối năm 2014	991.162.791.75					
Số cổ phiếu lưu hành	100.000.000					
Giá trị hợp lý của 1 cổ phiếu	9.912					

CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về thị trường trong ngày.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank
198 Trần Quang Khải, Hà Nội
Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024
Fax: 84 - 4 - 39 360 262

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367516/17/18/19/20; 39368601/02; 39365094/95; 39367516; 39366990 - Số máy lẻ: 213/218
Chi nhánh Hồ Chí Minh	: Lầu 1&7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208116
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 2, Toà nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1, Quận Hải Châu, Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng trệt, Tòa nhà Bưu điện, số 2 Đại lộ Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Toà nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	: F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
