

**Khuyến nghị**

Giá mục tiêu (1 năm) (VND)	44,690
Giá hiện tại (VND)	26,800
Lợi nhuận kỳ vọng (1 năm)	66%

**ĐỒ THỊ GIÁ**



**THÔNG TIN GIAO DỊCH**

Giá hiện tại (VND):	26,800
EPS (VND):	4,540
P/E:	5.90
Giá trị sổ sách (VND):	34,717
Hệ số Beta:	0.19
KLGD trung bình:	7,395
KLCP đang niêm yết:	5,039,709
KLCP đang lưu hành:	5,039,298
Vốn hóa (Tỷ VND):	135.05

**CƠ CẤU CỔ ĐÔNG**

Tổng Công ty Địa ốc Sài Gòn	33.60%
America LLC	9.07%
Shih Kuan Tung	5.67%
CTCP Quản lý quỹ Sao Vàng	3.33%
CTCP Hóa An	2.35%

**THÔNG TIN LIÊN LẠC**

118 Hưng Phú, Phường 8, Quận 8, Thành phố Hồ Chí Minh

Tel: 84-(8) 3855 73 32  
Fax: 84-(8) 3855 72 98  
Website: <http://www.cholonres.com.vn/>

**Khuyến nghị:**

Chúng tôi định giá mỗi cổ phiếu của RCL ở mức **44,690** đồng. Giá hiện tại của RCL là 26,800 đồng. Do đó chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua cổ phiếu này với tầm nhìn đầu tư 1 năm, lợi nhuận kỳ vọng 66%.

**Điểm nổi bật:**

- ❖ **Hoạt động sản xuất kinh doanh của RCL gồm 2 mảng chính là xây lắp và kinh doanh bất động sản.** Hoạt động xây lắp chiếm khoảng 80% doanh thu, tuy nhiên có biên lợi nhuận thấp, khoảng 10%. Hoạt động bất động sản dù gặp khó khăn, chỉ chiếm 20% doanh thu nhưng vẫn đóng góp lớn cho lợi nhuận.
  - ❖ **Dịch vụ xây lắp của RCL sẽ phát triển nhanh trong những năm tới.** Nguyên nhân là nhờ chất lượng dịch vụ xây lắp và uy tín của RCL đã được khẳng định. Nhiều khách hàng đã tiếp tục sử dụng dịch vụ của Công ty và trở thành khách hàng quen thuộc.
  - ❖ **Các dự án của RCL chủ yếu tập trung tại Quận 8, Thành phố Hồ Chí Minh.** Quận 8 cách trung tâm Quận 1 và Quận 7 khoảng 15 phút đi xe, gần liền với 2 tuyến giao thông quan trọng của Thành phố Hồ Chí Minh là Đại lộ Võ Văn Kiệt và Nguyễn Văn Linh. Ngoài ra, nhiều cây cầu mới được xây dựng như cầu Him Lam càng làm hệ thống giao thông tại Quận 8 thuận tiện hơn.
  - ❖ **RCL hoàn toàn có đủ khả năng cạnh tranh và phát triển trong tương lai nhờ những lý do như:** các dự án của RCL có vị trí tốt, các sản phẩm của RCL phù hợp với đối tượng khách hàng có thu nhập trung bình và thấp, RCL có năng lực tài chính dồi dào và nhiều năm kinh nghiệm phát triển bất động sản tại Quận 8.
  - ❖ **Các điều kiện thuận lợi về kinh tế, lãi suất, tín dụng cùng với nhu cầu về nhà ở còn rất lớn của người dân sẽ giúp thị trường bất động sản phục hồi và phát triển nhanh trong những năm tới.** Các công ty bất động sản có các dự án ở vị trí tốt, sản phẩm hợp lý như RCL sẽ phát triển nhanh nhất.
- Điểm hạn chế:**
- ❖ **Tính cạnh tranh giữa các công ty bất động sản tại Quận 8 là khá cao với sự tham gia của nhiều công ty như NBB, QCG, Him Lam và Đất Xanh Miền Nam.** Nhiều dự án đã được hoàn thành và cho kết quả rất thành công. Số lượng dự án đang được triển khai ngày càng tăng. Bởi vậy, việc sớm hoàn thành các dự án của mình có ý nghĩa sống còn đối với RCL.

**Tóm tắt các chỉ tiêu tài chính**

<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>
DTT (tỷ đồng)	152.61	131.24	176.39	209.44	241.96
+/- yoy	2.48%	-14.00%	34.40%	18.73%	15.53%
LNST (tỷ đồng)	25.45	23.24	19.59	28.21	37.17
+/- yoy	-42.05%	-8.68%	-15.71%	44.00%	32.76%
TTS (tỷ đồng)	261.79	260.78	314.56	305.44	325.91
+/- yoy	16.39%	-0.39%	20.62%	-2.90%	6.70%
VCSH (tỷ đồng)	146.63	162.32	168.58	177.78	188.66
+/- yoy	13.24%	10.70%	3.86%	5.46%	6.12%
Nợ/TTS	0.44	0.38	0.46	0.45	0.44
TS LN gộp	36.72%	35.31%	20.97%	25.47%	27.36%
TS LN ròng	16.68%	17.71%	11.11%	13.47%	15.36%
EPS (đồng)	5,657	5,166	3,887	5,597	7,377
ROA	9.72%	8.91%	6.23%	9.24%	11.40%
ROE	17.36%	14.32%	11.62%	15.87%	19.70%

## TỔNG QUAN

### MỤC LỤC

Tổng quan	P03
Hoạt động SXKD	P04
Phân tích ngành	P07
Phân tích tài chính	P08
Triển vọng	P10
Định giá	P10

### Lịch sử thành lập

Công ty Cổ phần Địa ốc Chợ Lớn (RCL) được thành lập từ việc cổ phần hóa Doanh nghiệp Nhà nước là Công ty Xây dựng và Dịch vụ nhà Quận 8 năm 2003.

Cổ phiếu RCL được niêm yết trên sàn HNX từ ngày 14/06/2007. Từ đó đến nay, Công ty đã tăng vốn điều lệ 4 lần thông qua phát hành cổ phiếu thường. Vốn điều lệ tại thời điểm hiện tại của RCL là gần 50.4 tỷ đồng. Thông tin tăng vốn chi tiết được trình bày trong bảng dưới đây:

Thời gian	Vốn điều lệ (Triệu VND)
2007	15,000
2008	25,000
2010	30,000
2010	45,000
2013	50,397

### Cơ cấu cổ đông

Tính đến 17/12/2014, các cổ đông lớn nhất của RCL bao gồm Tổng Công ty Địa ốc Sài Gòn (Resco), Công ty American LLC và ông Shih Kuan Tung. Thông tin cổ đông chi tiết được trình bày trong bảng dưới đây:

Cổ đông	Tỷ lệ %	Tính đến ngày
Tổng Công ty Địa ốc Sài Gòn	33.60%	19/11/2014
America LLC	9.07%	17/12/2014
Shih Kuan Tung	5.67%	30/12/2013
CTCP Quản lý quỹ Sao Vàng	3.33%	18/11/2014
CTCP Hóa An	2.35%	17/01/2013

Hiện tại, 81.75% số cổ phiếu RCL đang lưu hành được nắm giữ bởi các nhà đầu tư trong nước, 18.25% còn lại được nắm giữ bởi các nhà đầu tư nước ngoài.

Việc các quỹ đầu tư nước ngoài mua vào RCL trong thời gian gần đây là một tín hiệu tốt nhờ cải thiện hơn nữa chất lượng quản trị công ty. Đồng thời, Resco cũng đang giảm bớt sở hữu của mình tại RCL. Việc này có thể làm ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận các quỹ đất tốt của RCL trong tương lai.

### Ban lãnh đạo

Chủ tịch HĐQT của RCL là ông Trần Văn Châu. Tổng Giám đốc của Công ty là ông Nguyễn Xuân Dũng.

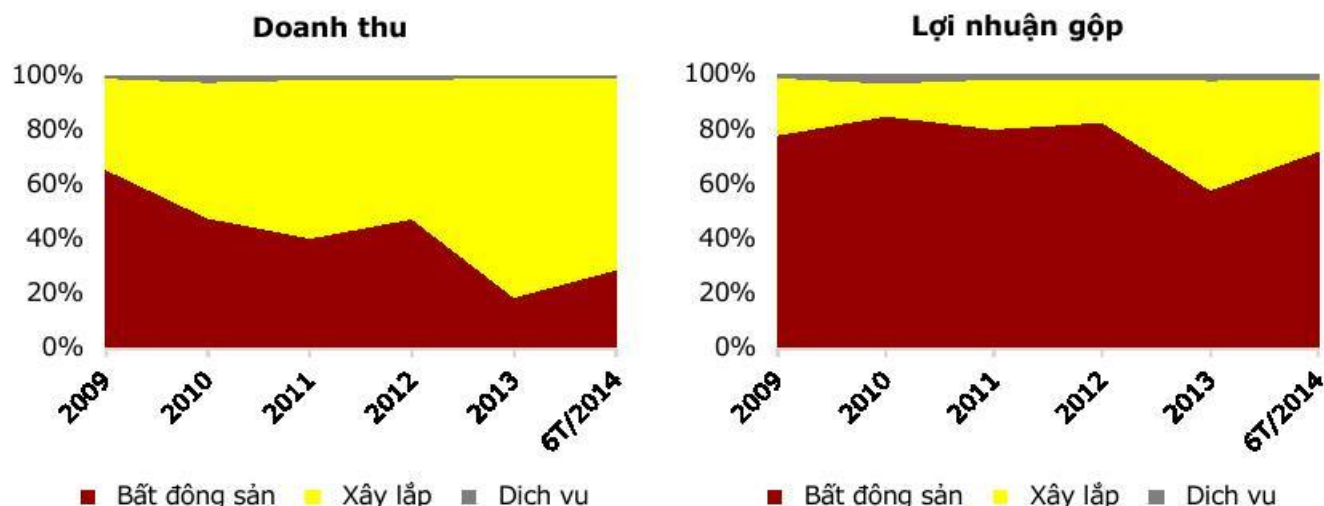
Hội đồng Quản trị	Họ tên	Chức vụ khác
Chủ tịch	Trần Văn Châu	
Thành viên	Nguyễn Xuân Dũng	Tổng Giám đốc
Thành viên	Lê Thị Lan	Phó Tổng Giám đốc
Thành viên	Vũ Quốc Tuấn	Phó Tổng Giám đốc
Thành viên	Dương Thế Quang	

Ông Trần Văn Châu nguyên là Tổng Giám đốc của RCL. Tuy nhiên, ông đã thôi giữ chức Tổng Giám đốc từ ngày 02/06/2014. Hiện ông chỉ còn giữ chức Chủ tịch HĐQT.

Ông Nguyễn Xuân Dũng nguyên là Phó Tổng Giám đốc của RCL. Ông bắt đầu nắm giữ chức Tổng Giám đốc từ ngày 02/06/2014. Ông Dũng là người đã gắn bó với Công ty lâu năm, kể từ 1997, và đã nắm giữ nhiều chức vụ quan trọng khác nhau.

## HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

### Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp



Dựa vào cơ cấu doanh thu những năm qua, có thể thấy **RCL có 2 hoạt động chính là kinh doanh bất động sản và xây lắp**. Ngoài ra, Công ty còn có hoạt động dịch vụ như môi giới bất động sản, cho thuê nhà hay cung cấp vật liệu xây dựng. Hoạt động này chiếm tỉ trọng rất nhỏ trong cơ cấu doanh thu hàng năm.

Hoạt động kinh doanh bất động sản của RCL luôn chiếm tỉ trọng trên 40% tổng doanh thu trong giai đoạn 2009 – 2012. Do tình hình khó khăn chung của thị trường bất động sản và kinh tế vĩ mô nên hoạt động này của Công ty có xu hướng giảm dần, chỉ còn chiếm 20% tổng doanh thu năm 2013. Mặc dù giảm về mặt doanh thu, hoạt động này luôn đóng góp lớn nhất cho lợi nhuận gộp của RCL, khoảng 80%.

Hoạt động xây lắp ngày càng phát triển và chiếm tỉ trọng lớn hơn trong tổng doanh thu của RCL. Năm 2009, hoạt động xây lắp chỉ đóng góp hơn 30% tổng doanh thu nhưng đến năm 2013 hoạt động này đã chiếm đến gần 80% tổng doanh thu. Tuy doanh thu cao nhưng do có biên lợi nhuận thấp, hoạt động xây lắp chỉ đóng góp khoảng 20% lợi nhuận gộp của Công ty.

#### Hoạt động xây lắp

Hoạt động xây lắp của RCL tập trung vào xây lắp dân dụng và được thực hiện bởi 2 Xí nghiệp xây dựng và xây lắp. Theo số liệu của báo cáo tài chính, Xí nghiệp xây dựng chủ yếu thực hiện các dự án bất động sản của Công ty, còn Xí nghiệp xây lắp chủ yếu thực hiện các dự án của khách hàng.

Một số hợp đồng đã và đang được RCL thực hiện trong thời gian gần đây là thi công nhà xưởng cơ khí Thủ Đức, thi công kho thực phẩm Bình Dương, thi công cơ sở hạ tầng khu Nhơn Đức, Nhà Bè, xây mới và sửa chữa các siêu thị Co.op Mart tại nhiều địa điểm khác nhau như Cao Lãnh, Bến Tre hay Rạch Giá. Trong đó, Co.op Mart là khách hàng thường xuyên của Công ty nhiều năm qua và là nhân tố chính cho sự tăng trưởng doanh thu xây lắp.

Nhờ ký kết được nhiều hợp đồng xây dựng mà hoạt động xây lắp đã đạt được kết quả rất ấn tượng. Doanh thu xây lắp ngày càng tăng, bình quân tăng hơn 44% một năm cho giai đoạn 2009 – 2013. Kết quả tăng trưởng này càng ấn tượng hơn trong bối cảnh thị trường bất động sản đóng băng và rất nhiều doanh nghiệp xây lắp khác gặp khó khăn. Chất lượng dịch vụ và uy tín của RCL là nhân tố chính giúp đem lại kết quả ấn tượng này.

Đơn vị: Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	2013
Doanh thu	48.48	74.18	88.89	67.24	141.69
Giá vốn hàng bán	32.34	65.79	78.71	60.03	126.88
Biên lợi nhuận gộp	33.29%	11.31%	11.45%	10.72%	10.45%

Giống như cả ngành xây dựng nói chung, hoạt động này của RCL có biên lợi nhuận gộp thấp, chỉ khoảng 10%. Bởi vậy, dù doanh thu tăng nhanh nhưng lợi nhuận gộp từ hoạt động xây lắp vẫn thấp.

Tuy vậy, không thể phủ nhận nhờ sự phát triển của hoạt động xây lắp mà RCL đã duy trì được kết quả kinh doanh tốt hơn nhiều so với các doanh nghiệp cùng ngành khác. Hơn nữa, **việc tự thực hiện xây lắp các dự án của mình đã giúp Công ty vừa đảm bảo được chất lượng, tiến độ công trình, vừa duy trì được biên lợi nhuận kinh doanh bất động sản cao.**

#### **Hoạt động kinh doanh bất động sản**

**Hoạt động kinh doanh bất động sản của RCL chủ yếu là phát triển các sản phẩm cho người có thu nhập trung bình và thấp.** Sản phẩm chủ yếu của Công ty là nhà phố, nhà liền kề và chung cư. Ngoài ra, Công ty còn kinh doanh bất động sản tại một số dự án khác như mua bán căn hộ tại dự án Hùng Vương Plaza, Quận 5, Thành phố Hồ Chí Minh.

Dù kết quả kinh doanh bất động sản giảm dần trong những năm gần đây nhưng nhờ biên lợi nhuận gộp cao, khoảng 65%, nên bất động sản vẫn là kênh tạo ra lợi nhuận lớn nhất cho RCL.

<b>Đơn vị: Tỷ đồng</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Doanh thu	96.05	71.62	62.06	62.77	33.51
Giá vốn hàng bán	35.67	12.05	17.04	24.40	12.03
Biên lợi nhuận gộp	62.86%	83.18%	72.54%	61.13%	64.10%

**Các dự án của RCL chủ yếu tập trung tại Quận 8, Thành phố Hồ Chí Minh. Đây là khu vực có vị trí thuận lợi và cơ sở hạ tầng đang ngày càng phát triển.** Quận 8 cách trung tâm Quận 1 và 7 khoảng 15 phút đi xe, cách Sân bay Tân Sơn Nhất khoảng 30 phút đi xe. Quận 8 gần liền với 2 tuyến giao thông quan trọng của Thành phố Hồ Chí Minh là Đại lộ Võ Văn Kiệt và Nguyễn Văn Linh. Ngoài ra, nhiều cây cầu mới được xây dựng như cầu Him Lam càng làm hệ thống giao thông tại Quận 8 thuận tiện hơn. Những yếu tố thuận lợi này đã giúp cho RCL đã rất thành công với các dự án bất động sản cho người có thu nhập trung bình và thấp của mình tại đây.

Ngoài Quận 8, RCL hiện đang góp vốn đầu tư với Công ty TNHH MTV Công ích Nhà Bè thực hiện dự án phát triển khu dân cư 28ha tại xã Nhơn Đức, huyện Nhà Bè.

Thông tin chi tiết về các dự án của RCL được trình bày trong bảng dưới đây:

<b>Dự án</b>	<b>Vị trí</b>	<b>Thông tin chi tiết</b>	<b>Tiến độ</b>
Khu dân cư 2 Bùi Minh Trực	P.5, Q.8, HCM	Giai đoạn 1 của dự án gồm 88 căn nhà phố đã được hoàn thành và bán hết từ năm 2008. Do khó khăn giải phóng mặt bằng nên giai đoạn 2 đã bị hoãn lại. Đến hết năm 2013, 5,280m <sup>2</sup> , tương đương 50.67%, diện tích đất của giai đoạn 2 đã được giải phóng. Giai đoạn 2 bao gồm 74 căn nhà phố.	Hiện tại, giai đoạn 2 của dự án đang được triển khai. Trong năm 2014, 14 căn nhà đã và đang được xây dựng.
Khu dân cư 3 Bùi Minh Trực	P.5, Q.8, HCM	Dự án này đã hoàn thành xây dựng trong năm 2012, bao gồm 170 căn nhà, tổng diện tích xây dựng là 13,600m <sup>2</sup> . Đây là dự án đem lại doanh thu và lợi nhuận chính cho RCL trong giai đoạn 2009 – 2012.	Hiện tại, cơ sở hạ tầng của khu dân cư đang được hoàn thiện. Một số căn nhà còn lại đang được giao bán nốt.
Khu dân cư B Tạ Quang Bửu	P.4, Q.8, HCM	Dự án nằm tại Phường 4, Quận 8, bao gồm các căn nhà có diện tích khoảng	Hiện tại dự án đang tiếp tục trong quá

		78m <sup>2</sup> .	trình thi công, hoàn thiện.
Chung cư B Bùi Minh Trực III	P.5, Q.8, HCM	Dự án có quy mô lớn với diện tích xây dựng hơn 5,800m <sup>2</sup> , bao gồm 600 căn hộ có diện tích từ 60m <sup>2</sup> đến 73m <sup>2</sup> . Đây vốn là dự án nhà ở xã hội, nhưng đã được chuyển đổi thành nhà thương mại, hứa hẹn đem lại lợi nhuận lớn trong tương lai.	Dự án đã hoàn thành quy hoạch, giải phóng mặt bằng và đang bắt đầu khởi công.
Chung cư 99 Bến Bình Đông	P.11, Q.8, HCM	Dự án có diện tích xây dựng 1,527m <sup>2</sup> , bao gồm 300 căn hộ có diện tích từ 40m <sup>2</sup> đến 62m <sup>2</sup> . Đây cũng vốn là dự án nhà ở xã hội, nhưng đã được chuyển đổi thành nhà thương mại, hứa hẹn đem lại lợi nhuận lớn trong tương lai.	Hồ sơ điều chỉnh thiết kế đã được hoàn tất. RCL đang tiến hành thẩm định giá, nộp tiền sử dụng đất để bắt đầu việc thi công.
Khu dân cư 28ha Nhơn Đức, Nhà Bè	Xã Nhơn Đức, Huyện Nhà Bè, HCM	Dự án do RCL liên kết cùng Công ty TNHH MTV Công ích Nhà Bè thực hiện. Tổng vốn đầu tư là gần 1,500 tỷ đồng (RCL góp vốn 25%), bao gồm nhà chung cư, nhà liền kề, nhà phố và biệt thự.	Hiện hệ thống cơ sở hạ tầng đã được hoàn thiện. RCL đang tiến hành thẩm định giá, nộp tiền sử dụng đất để bắt đầu khai thác kinh doanh.

### Cạnh tranh

Do Quận 8 có vị trí địa lý thuận lợi và cơ sở hạ tầng ngày càng phát triển, nên ngoài RCL còn có nhiều công ty bất động sản khác đã và đang phát triển các dự án của mình tại đây như NBB, QCG, CTCP Địa ốc Him Lam, hay CTCP Địa ốc Đất Xanh Miền Nam.

Chẳng hạn, NBB đã hoàn thành dự án Carina Plaza tại Phường 16, Quận 8 của mình từ cuối năm 2011 và đã bán được hơn 93% số căn hộ của dự án. Tiếp nối sự thành công này, NBB đang bắt đầu xây dựng và mở bán khu chung cư City Gate cũng tại Phường 16, Quận 8, với quy mô hơn 1,000 căn hộ có diện tích từ 67m<sup>2</sup> đến 82m<sup>2</sup>.

QCG cũng đã hoàn thành 5 khối nhà thuộc dự án chung cư cao cấp Giai Việt Residence tại Phường 5, Quận 8. Cuối năm 2014, công ty này đã bắt đầu thi công khối nhà thứ 6 của dự án này với các căn hộ có diện tích từ 78m<sup>2</sup> đến 150m<sup>2</sup>.

Ngoài ra, một dự án có quy mô lớn khác là Topaz City tại Phường 4, Quận 8 của CTCP Địa ốc Đất Xanh Miền Nam cũng đã bắt đầu được khởi công và sẽ được mở bán vào đầu năm 2015.

**Như vậy, tính cạnh tranh giữa các công ty bất động sản tại Quận 8 là khá cao.** Nhiều dự án đã được hoàn thành và cho kết quả rất thành công. Số lượng dự án đang được triển khai ngày càng tăng. **Bởi vậy, việc sớm hoàn thành các dự án của mình có ý nghĩa sống còn đối với RCL.** Ở một khía cạnh khác, việc phát triển các dự án bất động sản tại Quận 8 cũng góp phần nâng cao giá trị cho các dự án hiện tại của RCL nhờ việc phát triển cơ sở hạ tầng tại đây.

Dù tình hình cạnh tranh cao nhưng **chúng tôi vẫn cho rằng RCL hoàn toàn có đủ khả năng cạnh tranh và phát triển trong tương lai nhờ những lý do sau:**

- Các dự án của RCL có vị trí tốt hơn dự án City Gate của NBB, và tương đương với dự án Giai Việt Residence của QCG cũng như Topaz City của CTCP Địa ốc Đất Xanh Miền Nam.
- Các sản phẩm của RCL có diện tích từ 42m<sup>2</sup> đến 78m<sup>2</sup>, phù hợp với đối tượng khách hàng chính của Công ty là người có thu nhập trung bình và thấp. Các đối thủ cạnh tranh tập trung vào phân khúc cao

cấp hơn.

- RCL có năng lực tài chính dồi dào. Công ty có hơn 70 tỷ đồng tiền và tương đương tiền hết quý 3 năm 2014. Ngoài ra, do hiện tại Công ty không hề sử dụng nợ vay ngân hàng nên nguồn vốn này có thể được dễ dàng huy động để phát triển các dự án trong tương lai.
- RCL có kinh nghiệm lâu năm phát triển nhà ở cho người có thu nhập trung bình và thấp tại Quận 8.

## PHÂN TÍCH NGÀNH

Sự hồi phục của nền kinh tế và mức lãi suất thấp là hai yếu tố giúp cho thị trường bất động sản ấm dần lên. Năm 2014, tăng trưởng GDP đạt mức 5.98%, vượt xa kế hoạch và các dự báo. Mức tăng trưởng này cũng cao hơn mức 5.42% và 5.25% của năm 2013 và 2012. Sự hồi phục này ngoài tăng cường sức mua còn củng cố niềm tin về nền kinh tế của người tiêu dùng.

Lãi vay ngân hàng được hạ về mức thấp cùng với tín dụng cho bất động sản ngày càng tăng là điều kiện thuận lợi đẩy mạnh nhu cầu mua bất động sản của người dân. Ngoài gói hỗ trợ tín dụng 30,000 tỷ đồng của Chính phủ, các ngân hàng cũng đang tích cực cho vay mua nhà đến 70% giá trị căn nhà với lãi suất hợp lý, khoảng 8% một năm.

Thị trường bất động sản tại Thành phố Hồ Chí Minh đang hồi phục nhanh hơn cả. Số căn hộ được trao bán ra thị trường năm 2014 đạt mức 8,393 căn, cao hơn gấp đôi so với năm 2013, tỷ lệ giao dịch thành công đạt từ 50 – 70%. Số lượng căn hộ hàng tồn kho được giải quyết trong năm 2014 cũng đạt mức 3,131 căn.

Có kết quả này ngoài tình hình thuận lợi chung, thì trường bất động sản Thành phố Hồ Chí Minh còn có lợi thế là cơ sở hạ tầng phát triển, các dự án được quy hoạch tốt, vị trí thuận lợi và giá cả hợp lý.

Về các phân khúc khác nhau của thị trường, phân khúc căn hộ có giá từ trung bình đến thấp tiếp tục hồi phục mạnh mẽ nhờ nhu cầu vẫn còn rất lớn. Trong khi đó, phân khúc cao cấp vẫn tiếp tục không tạo được nhiều giao dịch trên thị trường.

***Các điều kiện thuận lợi kể trên cùng với nhu cầu về nhà ở còn rất lớn của người dân sẽ giúp thị trường bất động sản phục hồi và phát triển nhanh trong những năm tới. Chúng tôi đánh giá thị trường Thành phố Hồ Chí Minh và phân khúc căn hộ có giá hợp lý sẽ phát triển nhanh nhất. RCL với các dự án có vị trí tốt, sản phẩm hợp lý sẽ được hưởng lợi lớn từ su hướng này.***

## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

### Kết quả hoạt động kinh doanh

Đơn vị: Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	2013
Doanh thu thuần	145.48	148.91	152.61	131.24	176.39
Lợi nhuận gộp	77.25	70.00	56.04	46.34	36.99
Lợi nhuận từ HĐKD	61.45	58.89	37.09	30.43	23.01
+/- yoy	139.76%	-4.17%	-37.02%	-17.96%	-24.38%
Lợi nhuận sau thuế	55.44	43.92	25.45	23.24	19.59
+/- yoy	205.29%	-20.78%	-42.05%	-8.68%	-15.71%
EPS*	11,002	8,716	5,050	4,611	3,887

\*Số liệu EPS được tính trên số lượng cổ phiếu đang lưu hành hiện tại

Kết quả hoạt động kinh doanh của RCL trong giai đoạn 2009 – 2013 thể hiện 2 xu hướng trái ngược nhau. Doanh thu từ mức 145.48 tỷ đồng năm 2009 đã tăng lên mức 176.39 tỷ đồng năm 2013, dù giảm vào năm 2012. Lợi nhuận sau thuế từ mức 55.44 tỷ đồng năm 2009 đã giảm dần xuống mức 19.59 tỷ đồng năm 2013.

Nguyên nhân chính khiến doanh thu tăng là sự phát triển của hoạt động xây lắp. Doanh thu xây lắp tăng từ 28.50 tỷ đồng năm 2009 lên 141.69 tỷ đồng năm 2013. Do vậy, dù doanh thu kinh doanh bất động sản giảm trong giai đoạn này, tổng doanh thu của RCL vẫn tiếp tục tăng.

Nguyên nhân chính khiến lợi nhuận sau thuế sụt giảm bất chấp việc doanh thu tăng là do sự suy giảm của hoạt động kinh doanh bất động sản. Hoạt động này có biên lợi nhuận gộp cao, trung bình 65%, còn hoạt động xây lắp có biên lợi nhuận gộp thấp, trung bình 10%. Do vậy, lợi nhuận từ hoạt động xây lắp không đủ bù đắp cho sự suy giảm của lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh bất động sản.

#### Kết quả hoạt động kinh doanh 9 tháng đầu năm 2014

Đơn vị: Tỷ đồng	9T/2013	9T/2014	Thay đổi
Doanh thu thuần	102.81	157.20	52.90%
Lợi nhuận sau thuế	14.85	18.14	22.15%

RCL có kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2014 tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ năm 2013. Doanh thu thuần của Công ty tăng đến gần 53%, còn lợi nhuận sau thuế cũng tăng hơn 22%.

Doanh thu của RCL tăng mạnh là do hoạt động kinh doanh bất động sản tăng hơn 26% và hoạt động xây lắp tăng hơn 65% so với năm trước. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp của hoạt động xây lắp chỉ đạt mức 10%, thấp hơn mức 65% của hoạt động kinh doanh bất động sản. Do vậy lợi nhuận sau thuế chỉ tăng hơn 22%, thấp hơn so với mức tăng của doanh thu thuần.

#### Hàng tồn kho

Đơn vị: Tỷ đồng	2013	Q2/2014
<b>Xây dựng cơ bản dở dang</b>	<b>166.65</b>	<b>140.00</b>
Khu dân cư 2 Bùi Minh Trực	2.97	3.74
Khu dân cư 3 Bùi Minh Trực	18.34	12.59
Khu dân cư B Tạ Quang Bửu	0.72	0.72
Khu chung cư Bình Đăng	1.27	1.27
Khu dân cư Xóm Đầm	0.73	0.73
Khu chung cư B Bùi Minh Trực III	66.87	67.27
Khu dân cư bổ sung phía Nam	0.08	0.08
Chung cư 99 Bến Bình Đông	9.83	9.83
Xí nghiệp xây dựng	6.08	3.29
Xí nghiệp xây lắp	59.73	47.48
<b>Hàng hóa bất động sản</b>	<b>3.75</b>	<b>-</b>
<b>Hàng tồn kho</b>	<b>170.40</b>	<b>140.00</b>

Hàng tồn kho là tài sản lớn nhất của RCL, chiếm hơn 46% tổng tài sản. Hàng tồn kho chủ yếu là chi phí xây dựng cơ bản dở dang tại các dự án của RCL và của 2 xí nghiệp.

Có thể thấy, giai đoạn 2 của dự án khu dân cư 2 Bùi Minh Trực đã bắt đầu được triển khai trở lại. Ngoài ra còn có khu chung cư B Bùi Minh Trực III cũng đang bắt đầu được thực hiện. Dự án 99 Bến Bình Đông chưa có thêm đầu tư do đang trong quá trình thẩm định giá và nộp tiền thuế đất. Ngoài ra, hàng tồn kho tại dự án khu dân cư 3 Bùi Minh Trực đang được bán dần.

Chúng tôi cho rằng trong các năm tiếp theo, doanh thu của RCL sẽ lần lượt đến từ dự án khu dân cư 2 Bùi Minh Trực, khu chung cư B Bùi Minh Trực III và chung cư 99 Bến Bình Đông.

#### Đầu tư dài hạn

Đơn vị: Tỷ đồng	2012	Q2/2014
<b>Đầu tư cổ phiếu</b>	<b>20.46</b>	<b>8.83</b>
CTCP Cấp nước Chợ Lớn	4.35	4.35
CTCP Địa ốc Đà Lạt	4.48	4.48
CTCP Phát triển hạ tầng Sài Gòn	1.00	-



CTCP KCN & Đô thị Đức Hòa III	10.63	-
<b>Đầu tư góp vốn dự án</b>	<b>41.34</b>	<b>42.26</b>
Dự án phía nam Đường Xuyên Á	3.06	3.36
Dự án 28ha Nhơn Đức, Nhà Bè	19.49	30.11
Dự án Nhơn Trạch, Đồng Nai	8.79	8.79
Dự án ấp 3, Nhơn Đức, Nhà Bè	10.00	-
<b>Đầu tư dài hạn</b>	<b>61.80</b>	<b>51.09</b>

Các khoản đầu tư dài hạn của RCL tập trung vào 2 nhóm, cổ phiếu và dự án bất động sản. Theo kế hoạch, RCL đang giảm bớt đầu tư cổ phiếu để tập trung nguồn lực phát triển các dự án của mình. Điều này có thể thấy rõ qua việc Công ty đã bán hết số cổ phần của mình tại 2 CTCP là Phát triển hạ tầng Sài Gòn và KCN & Đô thị Đức Hòa III.

Cũng giống như với các khoản đầu tư cổ phiếu, RCL đang giảm bớt vốn góp của mình tại các dự án chưa đem lại hiệu quả, tập trung chủ yếu nguồn lực cho dự án 28ha tại Nhơn Đức, Nhà Bè. Trong năm 2014, vốn góp tại dự án ấp 3, Nhơn Đức, Nhà Bè đã được bán. Hiện này, vốn góp tại dự án Nhơn Trạch, Đồng Nai đang trong quá trình tìm đối tác để bán lại.

Việc tập trung thoái vốn khỏi các dự án không hiệu quả là bước đi hợp lý của Ban lãnh đạo RCL. ***Nó giúp cho Công ty củng cố nguồn lực tài chính phục vụ cho phát triển các dự án trong thời gian tới.***

#### Chỉ số tài chính

Chỉ số tài chính	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Khả năng thanh toán</b>					
Chỉ số thanh toán hiện hành	1.33	1.70	1.92	2.22	2.25
Chỉ số thanh toán nhanh	0.59	0.77	0.54	0.53	0.65
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.23	0.22	0.06	0.12	0.23
<b>Cấu trúc tài chính</b>					
Vay dài hạn/Tài sản	-	-	-	-	-
Vốn vay/Tài sản	0.01	-	-	-	-
Công nợ/Tài sản	0.46	0.42	0.44	0.38	0.46
<b>Hiệu quả hoạt động</b>					
Thời gian TB thu tiền khách hàng	114	69	60	67	72
Thời gian TB xử lý hàng tồn kho	253	162	193	282	388
Thời gian TB trả cho nhà cung cấp	19	16	37	38	20
Chu kỳ tiền tệ	348	215	216	311	439
<b>Tỉ suất sinh lời</b>					
Lãi gộp/Doanh thu	53.10%	47.01%	36.72%	35.31%	20.97%
Lãi hoạt động/Doanh thu	42.24%	39.55%	24.30%	23.19%	13.04%
Lãi trước thuế/Doanh thu	42.45%	38.77%	24.80%	23.38%	14.70%
Lãi ròng/Doanh thu	38.11%	29.49%	16.68%	17.71%	11.11%
ROA	28.69%	19.53%	9.72%	8.91%	6.23%
ROE	52.99%	33.92%	17.36%	14.32%	11.62%

**Khả năng thanh toán:** RCL hiện có khả năng thanh toán được cải thiện đáng kể so với giai đoạn khó khăn 2011 – 2012. Các chỉ số về khả năng thanh toán trong năm 2013, đặc biệt là tiền/nợ ngắn hạn, đều cao hơn 2 năm trước đó.

**Cấu trúc tài chính:** RCL gần như không cần sử dụng vốn vay ngân hàng cho hoạt động sản xuất kinh doanh của mình. Tình hình công nợ của Công ty nhìn chung ổn định qua các năm. 2 khoản phải trả lớn nhất là Chi phí phải trả và Doanh thu chưa thực hiện.

**Hiệu quả hoạt động:** RCL có năm hoạt động khó khăn nhất trong năm 2013. Các chỉ số thời gian trung bình thu tiền khách hàng và xử lý hàng tồn kho đều tăng cao so với năm 2012. Trong khi đó Thời gian trung bình trả tiền cho nhà cung cấp lại giảm.

**Tỉ suất sinh lời:** RCL có 2 năm rất thành công là 2008 và 2009. Sau đó,

các chỉ số tỉ suất sinh lời đều giảm. Năm 2013, chỉ số lãi hoạt động/doanh thu lần đầu giảm xuống dưới mức 20%. Nguyên nhân chính là sự sụt giảm của hoạt động kinh doanh bất động sản.

### So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Chỉ số	RCL	HLD	PHH	HDG	API	VIC
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	131.02	334	110.41	1,759.15	385.44	68,435.85
EPS cơ bản (VND)	4,540	6,413	129	1,510	1,740	3,389
Book Value (VND)	34,717	19,246	12,460	13,151	10,399	18,856
P/E cơ bản	5.73	2.60	47.26	17.88	8.39	14.04
P/B	0.75	0.87	0.49	2.05	1.40	2.52
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.91	0.23	0.08	0.3	0.20	0.52
TSLĐ/Nợ ngắn hạn	3.31	2.71	1.09	1.28	0.76	1.70
Vay dài hạn/Tài sản	-	0.03	-	-	-	0.34
Vốn vay/Tài sản	-	0.15	0.17	0.01	0.04	0.39
Công nợ/Tài sản	0.44	0.39	0.59	0.61	0.50	0.71
Lãi gộp/Doanh thu	20.64%	28.38%	8.09%	12.92%	0.00%	37.06%
Lãi ròng/Doanh thu	9.68%	18.59%	1.69%	7.21%	0.00%	18.21%
ROA	6.71%	10.23%	0.28%	4.44%	9.89%	6.20%
ROE	12.15%	16.55%	0.92%	13.49%	18.01%	27.55%

So với các doanh nghiệp cùng ngành, RCL có giá trị vốn hóa nhỏ. Vốn hóa của Công ty ở mức 131.02 tỷ đồng. Trong khi đó, vốn hóa của HDG ở mức 1,759.15 tỷ đồng và của VIC lên đến 68,435.85 tỷ đồng.

Tuy vậy, các chỉ tiêu tài chính của RCL lại thuộc hàng tốt nhất của cả ngành bất động sản. Điều này được thể hiện rõ qua chỉ số EPS cơ bản và các chỉ số về khả năng thanh toán. Trong khi đó, chỉ số lãi ròng/doanh thu lại thấp hơn khá nhiều so với HLD và VIC là do hoạt động xây dựng chiếm tỉ trọng lớn trong hoạt động của Công ty thời gian gần đây.

Điểm đặc biệt là RCL hoàn toàn không sử dụng vốn vay như các công ty bất động sản khác. Cơ cấu tài chính này, cộng thêm việc lãi suất giảm, giúp cho Công ty có thể dễ dàng chủ động nguồn vốn cho các dự án của mình trong tương lai. Đây là lợi thế rất lớn so với nhiều doanh nghiệp bất động sản khác.

### TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Dựa vào phân tích hoạt động sản xuất kinh doanh của RCL và các điều kiện chung của ngành bất động sản, **chúng tôi đánh giá RCL sẽ hồi phục tiếp tục phát triển tốt trong tương lai.**

Hoạt động xây lắp sẽ tiếp tục phát triển nhờ chất lượng và uy tín của RCL đã được khẳng định. Mức tăng trưởng doanh thu 10% một năm hoàn toàn có thể thực hiện được bởi RCL.

Hoạt động kinh doanh bất động sản đã qua thời kỳ khó khăn nhất và sẽ tăng trưởng mạnh trong các năm tới. **Các dự án giai đoạn 2 khu dân cư 2 Bùi Minh Trực, chung cư B Bùi Minh Trực III và chung cư 99 Bến Bình Đông sẽ lần lượt đóng góp lớn vào doanh thu và lợi nhuận của RCL trong các năm tới.**

### Dự phóng doanh thu không có TPP

Đơn vị: Tỷ đồng	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Xây lắp	150.82	165.90	182.49	200.74	220.81	242.89
Bất động sản	57.58	74.85	104.80	141.47	183.92	229.90
Dịch vụ	1.04	1.20	1.44	1.71	2.02	2.36
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>209.44</b>	<b>241.96</b>	<b>288.72</b>	<b>343.92</b>	<b>406.75</b>	<b>475.15</b>

### ĐỊNH GIÁ, KHUYẾN NGHỊ

Đối với cổ phiếu RCL, chúng tôi sử dụng 3 phương pháp định giá là phương

pháp DFCF, P/E và P/B.

#### Phương pháp DFCF

Đơn vị: Tỷ đồng	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Doanh thu	209.44	241.96	288.72	343.92	406.75	475.15
LNST	28.21	37.17	52.87	72.13	94.44	118.59
Lãi suất (1-T)	-	-	-	-	-	-
Khấu hao TSCĐ	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Dòng tiền tự do (FCFF)	29.21	38.17	53.87	73.13	95.44	119.59
Giá trị hiện tại (NPV)	29.21	33.19	40.73	48.08	54.57	59.46
Giá trị doanh nghiệp						265.25
Số lượng cổ phiếu						5,039,298
Giá trị cổ phiếu (đồng)						<b>52,635</b>

#### Phương pháp P/E và P/B

	TB ngành	RCL	Giá
P/E	8.0	4,540	36,320
P/B	1.3	34,717	45,132

#### Khuyến nghị

Mức giá trung bình của 3 kết quả định giá theo tỉ trọng ngang nhau là **44,690** đồng cho mỗi cổ phiếu. Với mức định giá này, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào cổ phiếu RCL, tầm nhìn đầu tư 1 năm và lợi nhuận kỳ vọng 66%.

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



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

Chuyên viên Phân tích: Nguyễn Khánh

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

Tel: (84- 4) 3573 0200

Fax: (84- 4) 35771966

Website: <http://www.apec.com.vn>

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của APECS:

**VŨ THỊ THU TRANG**

Trưởng phòng Phân tích

[trangvtt@apec.com.vn](mailto:trangvtt@apec.com.vn)

Tel: (84- 4) 3573 0200 – 692

**NGUYỄN KHÁNH**

Chuyên viên Phân tích

[khanhnquyen@apec.com.vn](mailto:khanhnquyen@apec.com.vn)

Tel: (84- 4) 3573 0200 – 649