

## CTCP Phát triển nhà Thủ Đức (TDH – HSX)

### Doanh nghiệp nhỏ, triển vọng lớn

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY16	Q1-FY16	+/- qoq	Q2-FY15	+/- yoy
Doanh thu thuần	278,0	130,8	113%	184,9	50%
Lợi nhuận sau thuế	50,0	13,0	285%	(16,4)	-405%
EBIT	40,6	8,4	385%	(29,8)	-236%
Tỷ suất EBIT	14,6%	6,4%	819bps	-16,1%	3.073bps

Nguồn: TDH và RongViet Securities tổng hợp

- **TDH có năng lực đa dạng ở nhiều lĩnh vực và phân khúc**
- **Phương án tái cơ cấu hoạt động tài chính ghi nhận nhiều kết quả tích cực**
- **Phân khúc căn hộ vừa túi tiền vẫn còn nhiều dư địa phát triển**

#### Quan điểm và định giá:

Là một nhà phát triển BĐS có tên tuổi tại TP.HCM, TDH đặc biệt có kinh nghiệm và lợi thế trong phân khúc BĐS trung bình – thấp và đất nền KDC. Việc tăng vốn thành công lên 701 tỷ đồng cộng với những thay đổi trong cơ cấu cổ đông là chất xúc tác cho các kế hoạch mở rộng của TDH. Bên cạnh việc cơ cấu lại danh mục đầu tư, TDH đã bổ sung được hàng loạt các dự án mới ở những vị trí đắc địa xung quanh Tp.HCM, Nha Trang, Nam Định, vv.

Trong khi tiêu thụ BĐS cao cấp đang có dấu hiệu chững lại, chúng tôi tin rằng nhu cầu về nhà ở, đặc biệt là nhà ở vừa túi tiền tại TP.HCM còn rất dồi dào. Đây sẽ là động lực tăng trưởng chính cho TDH về dài hạn. Trong 2016 và 2017, TDH sẽ triển khai nhiều dự án nhà ở vừa túi tiền với điểm rơi bàn giao và ghi nhận doanh thu là giai đoạn 2018-2019.

Kết hợp phương pháp chiết khấu dòng cổ tức (DDM) và giá trị tài sản ròng (RNAV), chúng tôi xác định giá trị hợp lý đối với TDH là **15.800 đồng/cp**, cao hơn giá đóng cửa ngày 24/08/2016 là 31% và tương đương với vốn hóa là 1.121 tỷ đồng. Hiện tại, tỷ suất cổ tức tiền mặt của TDH khoảng 8,33%, khá cao so với mặt bằng chung. Với các luận điểm trên, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu TDH trong **DÀI HẠN**. Tuy nhiên, với kỳ vọng tương đối dài hơi về triển vọng của TDH, nhà đầu tư cũng cần xem xét lựa chọn thời điểm tích lũy hợp lý.

#### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2014	FY2015	FY2016F	FY2017F
Doanh thu thuần	568,3	882,4	615,3	851,5
% tăng trưởng	38,8	55,3	-30,3	38,4
LNST (Cty mẹ)	51,1	47,1	97,9	79,1
% tăng trưởng	135,5	-7,7	107,9	-19,2
Tỷ suất LNST (%)	9,0	5,3	15,9	9,3
ROA (%)	2,2	1,9	3,9	3,2
ROE (%)	3,7	3,4	6,6	5,0
EPS (VND)	1.342	1.122	1.187	959
EPS đ/chính (VND)	997	920	1.380	959
Giá trị sổ sách (VND)	36.837	32.970	22.260	22.375
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.000	1.000	1.000	1.000
P/E (x)	10,1	9,9	10,1	12,5
P/BV (x)	0,4	0,3	0,4	0,6

Nguồn: TDH, RongViet Securities tổng hợp, \*Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 24/08/2016

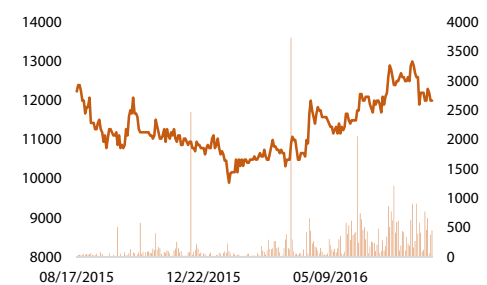
## TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	11.800
Giá mục tiêu (VND)	15.800

Thời gian đầu tư **DÀI HẠN**

#### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	838
SLCPDLH	709.888.381
Beta	0,7
Free Float (%)	84,0
Giá cao nhất 52 tuần	13.000
Giá thấp nhất 52 tuần	9.900
KLGD bình quân 20 phiên	432,172



#### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
TDH	-1,1	2,8	-28,2
Bất động sản	-1,8	-13,2	n/a
VNMid Index	-9,0	-19,8	n/a
VNIndex	-7,4	-13,8	-7,6

#### Cổ đông lớn (%)

KWE Beteiligungen AG	8,49
Công ty TNHH Đầu tư Việt Thái Sơn	6,12
HFIC	6,00
Room cho NDTNN (%)	4,7

#### Nguyễn Bá Phước Tài

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1330

[tai.nbp@vdsc.com.vn](mailto:tai.nbp@vdsc.com.vn)

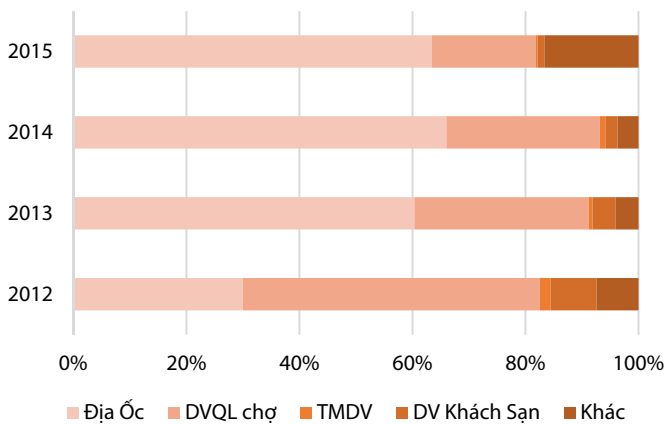
**TDH là một trong những tên tuổi lớn trên thị trường bất động sản Tp.HCM với năng lực đa dạng ở nhiều lĩnh vực và phân khúc**

Được thành lập năm 1990 với tiền thân là một doanh nghiệp có 100% sở hữu Nhà Nước, TDH là một tên tuổi lâu năm trên thị trường BĐS TP.HCM. Các dự án của Công ty tập trung chủ yếu ở Q.9, Q.2 và Q.Thủ Đức. Sản phẩm chính của TDH là đất nền KDC và chung cư phân khúc trung bình – thấp với các dự án nổi bật như TDH – Trường Thọ, TDH- Phước Bình, Phước Long-Spring Town, Khu nhà ở Bình Chiểu, vv. Ngoài ra, TDH còn thực hiện một số dự án phức hợp chung cư- văn phòng – TTTM cao cấp như Cantavil và Cantavil Premier (P.An Phú, Q.2) và nghỉ dưỡng như khách sạn La Sapinette Đà Lạt, Resort La Sapinette Lăng Cô.

Giai đoạn 2009-2015, TDH đã tham gia nhiều liên doanh và hợp đồng hợp tác đầu tư, nổi bật là liên doanh với Daewon trong dự án Cantavil (TDH chiếm 40%), dự án Centum Wealth (quận 9, Tp.HCM - TDH chiếm 49%), dự án Green Pearl (Q. Hai Bà Trưng, Hà Nội - TDH giữ 14%), góp vốn với Tocontap trong dự án KDC TDH - Tocontap (TDH giữ 65%), góp vốn với PPI trong dự án Long Hội City (Bến Lức, Long An -TDH giữ 65%).

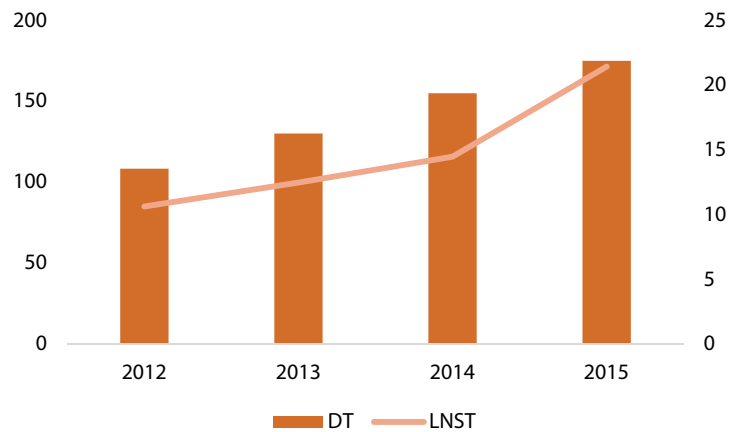
Đồng thời, TDH cũng là đơn vị phát triển, quản lý và kinh doanh tại Chợ Đầu mối Nông sản Thủ Đức nơi Công ty cung cấp các dịch vụ cho thuê mặt bằng, bốc dỡ hàng hóa, dịch vụ kho bãi... thông qua công ty con là Công ty TNHH QL&KD Chợ Nông sản Thủ Đức (Thu Duc Agro Market - TDAM). Giai đoạn thị trường BĐS khó khăn, hoạt động quản lý và kinh doanh chợ là nguồn thu chính của TDH. Năm 2015, doanh thu từ TDAM đạt 174,7 tỷ đồng và LNST đạt 21,39 tỷ đồng, chiếm 18,4% doanh thu và 45,4% LNST hợp nhất của TDH.

**Hình 1: Cơ cấu doanh thu theo các mảng hoạt động 2011-2015**



Nguồn: TDH, RongViet Research

**Hình 2: KQKD của Công ty Quản lý và Kinh doanh Chợ Nông sản Thủ Đức (ThuDuc Agro Market)**



Nguồn: TDH, RongViet Research

Nhìn chung, tính đa dạng hóa là ưu điểm của TDH đồng thời cũng là điểm yếu của doanh nghiệp. Hoạt động kinh doanh phân mảng và thiếu dấu ấn trong khi quy mô và nền tảng tài chính còn mỏng là các nguyên nhân chính khiến KQKD của TDH một vài năm qua chưa có sự đột phá. Tuy nhiên, cũng chính vì lý do này, chúng tôi tin rằng (1) những chuyển biến gần đây về cơ cấu cổ đông và (2) sự năng động hơn của ban lãnh đạo TDH trong việc tìm kiếm dự án mới và tái cơ cấu các khoản đầu tư kém hiệu quả sẽ là chất xúc tác cho một sự chuyển mình mạnh mẽ của TDH.

**Bảng 1: Chi tiết các dự án BĐS của TDH**

Dự án	Sở hữu	Vị trí	Vốn đầu tư	Diện tích	Mô tả	Tiến độ
<b>CHUNG CƯ</b>						
<b>TDH – Phước Long</b>	100%	Q.Thủ Đức, TP.HCM	162 tỷ đồng	3.573 m <sup>2</sup>	GFA 11.252 m <sup>2</sup> , 168 căn	- Đã bán 92%; - Giá bán từ 17,5 tr.đ./m <sup>2</sup> ; - Dự kiến bàn giao Q3/2016.
<b>TDH – Phước Bình</b>	100%	Q.Thủ Đức, TP.HCM	109 tỷ đồng	2.325 m <sup>2</sup>	GFA 12.885m <sup>2</sup> , 13 tầng, 86 căn hộ	- Đã bán 90%; - Giá bán trung bình 17,5 tr.đ./m <sup>2</sup> ; - Bàn giao từ Q4/2011.
<b>TDH – Trường Thọ</b>	100%	Q.Thủ Đức, TP.HCM	314 tỷ đồng	6.994 m <sup>2</sup>	GFA 39.857 m <sup>2</sup> , gồm 1 block 12 tầng và 1 block 15 tầng với 262 căn hộ	- Đã bán 96% - Giá bán trung bình 16 tr.đ./2m <sup>2</sup> ; - Bàn giao từ Q4/2010.
<b>CC Bình Chiểu lô I</b>	100%	Q.Thủ Đức, TP.HCM	288 tỷ đồng	6.748 m <sup>2</sup>	GFA 33.186 m <sup>2</sup> , 405 căn hộ	- Đã có GCN QSDĐ; đang triển khai thiết kế; - Dự kiến mở bán 2017.
<b>CC Bình Chiểu lô H</b>	100%	Q.Thủ Đức, TP.HCM	162 tỷ đồng	3.754 m <sup>2</sup>	GFA 3.754 m <sup>2</sup> , 218 căn	- Đã có GCN QSDĐ; đang triển khai thiết kế; - Dự kiến mở bán 2017.
<b>TDH - Tocontap</b>	65%	Q.9, TP.HCM	196 tỷ đồng	3.760 m <sup>2</sup>	GFA 22.000 m <sup>2</sup> , 223 căn hộ	- Đang hoàn chỉnh hạ tầng và thiết kế; - Dự kiến mở bán 2017.
<b>Centum Wealth</b>	49%	Q.9, TP.HCM	50 triệu USD	11.582 m <sup>2</sup>	GFA 38.444 m <sup>2</sup> , 547 căn hộ để bán, 36 căn hộ dịch vụ, 1 TTTM	- Đã có GCN QSDĐ, đang điều chỉnh thiết kế.
<b>Cantavil Premier</b>	40%	Q.2, TP.HCM	60 triệu USD	11.170 m <sup>2</sup>	GFA 49.863 m <sup>2</sup> , 184 căn, 2 tầng TTTM	- Đã bán 91%; - Khu VP-TTTM đi vào hoạt động từ 01/2014; - Giá thuê văn phòng từ 16USD/m <sup>2</sup> /tháng; - Giá căn hộ trung bình 37 tr.đ./m <sup>2</sup> .
<b>Green Pearl</b>	14%	Q.Hai Bà Trưng, Hà Nội	1.618 tỷ đồng	28.736 m <sup>2</sup>	- Khu thấp tầng 12.928m <sup>2</sup> , 61 căn - Khu cao tầng 10.334 m <sup>2</sup> , 500 căn hộ	- Khởi công tháng 4/2016; - Đang xây dựng hạ tầng và triển khai thiết kế;
<b>TDH – Phúc Thịnh Đức*</b>	5%	Q.9, TP.HCM	912 tỷ đồng	14.680 m <sup>2</sup>	GFA 51.619m <sup>2</sup> , 935 căn hộ, 3 khu TM-DV	- Đã đóng tiềnSDĐ; đang xin chấp thuận đầu tư và triển khai thiết kế; - Chuyển nhượng 95% cổ phần tại công ty dự án cho FDC trong quý 4/2015; - Dự kiến mở bán 2017.

**ĐẤT NỀN KDC**

<b>Phước Long Spring Town</b>	66,9%	Q.9, TP.HCM	862 tỷ đồng	37.140 m <sup>2</sup>	-Khu thấp tầng 1,579m <sup>2</sup> , 95 lô NLK -Khu cao tầng 12.627m <sup>2</sup> , 4 block chung cư	- Tỷ lệ bán hàng đạt 100%; - Giá bán từ 16-28 tr.đ./m <sup>2</sup> ; - Đã có GCN QSDĐ, hoàn chỉnh hạ tầng kỹ thuật; - Chuyển nhượng khu cao tầng cho Hưng Thịnh trong quý 3/2015; - Đang xây dựng khu thấp tầng.
<b>Long Hội City</b>	65%	Bến Lức, Long An	266,9 tỷ đồng	20,35 ha	- Khu 1: 15.25 ha, 424 nền, 1 khu TM - Khu 2: 5,1 ha, 142 nền	- Tỷ lệ bán hàng đạt 100%; - Giá bán hàng từ 5,5tr.đ/m <sup>2</sup> ; - Khu 1 đã hoàn chỉnh hạ tầng kỹ thuật; - Khu 2 đã đến bù 100% và có quy hoạch 1/500.
<b>Khu nhà ở TDH - Tocontap</b>	65%	Q.9, TP.HCM	160 tỷ đồng	16.594 m <sup>2</sup>	Diện tích kinh doanh 4.690 m <sup>2</sup> , 40 nền NLK	- Đã có quyết định giao đất; - Mở bán trong 2017.
<b>KDC Bình Chiểu GD2</b>	n/a	Q.Thủ Đức, TP.HCM	373 tỷ đồng	39.412 m <sup>2</sup>	Diện tích kinh doanh 14.553 m <sup>2</sup> , 145 nền NLK	- Đang triển khai hạ tầng kỹ thuật; - Mở bán Q3/2016.

**CÁC DỰ ÁN KHÁC**

<b>La Sapinette Lăng Cô</b>	75%	Lăng Cô, Huế	173 tỷ đồng	3,92 ha	Khu nghỉ dưỡng 3.732 m <sup>2</sup> , khu dịch vụ 5.811 m <sup>2</sup>	- Đã có quyết định giao đất; - Đã có GCNQSDĐ; - Đang san lấp mặt bằng.
<b>Cao ốc Hàng Xanh</b>	45%	Q. Bình Thạnh, TP.HCM	42,2 tỷ đồng	607 m <sup>2</sup>	GFA 3.306m <sup>2</sup>	- Đã cho thuê 100%.

Nguồn: TDH, RongViet Research

**Thông qua việc cơ cấu lại các khoản đầu tư, TDH đang tích cực bổ sung quỹ đất ở nhiều vị trí tiềm năng**

Để tiết kiệm thời gian và chi phí cho việc đền bù, giải phóng mặt bằng, TDH thường chọn cách thức hợp tác với các doanh nghiệp có sẵn đất nhưng thiếu năng lực thi công và bán hàng. Bên cạnh các công ty LDLK và đầu tư dài hạn, TDH còn có nhiều hợp đồng hợp tác kinh doanh với PPI, Dệt may Liên Phương, Daewon, Tocontap, vv. So với các công ty BĐS khác tại TP.HCM như BCI, KDH, NLG... quỹ đất của TDH là tương đối nhỏ, ước tính chỉ vào khoảng 30-40ha và chủ yếu là các dự án quy mô vừa và nhỏ (khu dân cư từ 4ha và chung cư từ 3.000m<sup>2</sup>) chủ yếu là quận Thủ Đức, Q.2, Q.9 và Q. Bình Thạnh. Vì vậy, các năm qua, TDH luôn tích cực tìm kiếm cơ hội để mở rộng quỹ đất, đặc biệt là quỹ đất ở khu vực trung tâm.

**Bảng 2: Danh mục công ty con và công ty liên doanh liên kết của TDH**

STT	Tên công ty	Số lượng CP/Tỷ lệ SH trước chuyển nhượng	Số lượng CP/tỷ lệ đã chuyển nhượng	Ghi chú
1	Thông Đức	71,5%	71,5%	- Chủ đầu tư khách sạn La Sapinette Đà Lạt - Chuyển nhượng cho Fideco với giá trị 161,4 tỷ đồng
2	Phúc Thịnh Đức	100%	95%	- Chủ đầu tư dự án TDH-Phúc Thịnh Đức - TDH chuyển nhượng 65% và công ty con (TDAM) chuyển nhượng 30% cho Fideco với tổng giá trị 195,7 tỷ đồng
3	CTCP Đầu tư Phước Long	61,94%	53,44%	- Hợp tác đầu tư dự án Phước Long Spring Town (TDH nắm 66,9%) - Hợp nhất với Vinatex ITC và đổi tên thành CTCP Dệt May Liên Phương từ cuối 2015
4	Ngôi sao Gia Định	30%	30%	- Chủ đầu tư dự án Aquila Plaza - Chuyển nhượng 3.300.000 cổ phần, giá chuyển nhượng tối thiểu 20.000 đồng/cổ phần
5	Xây dựng Phong Đức	47,75%	47,75%	
6	Tài chính Dệt May	3.450.000	3.450.000	

Nguồn: TDH, RongViet Research

Quý 4/2015, TDH đã chuyển nhượng 95% cổ phần của CTCP Thông Đức và 71,5% cổ phần của CTCP Phúc Thịnh Đức cho CTCP Ngoại thương và Đầu tư Phát triển TP.HCM (Fideco, HSX – FDC) với giá trị khoảng 357 tỷ đồng. Cũng trong quý 4/2015, TDH tiếp tục giảm tỷ lệ sở hữu tại CTCP Đầu tư Phước Long (được sáp nhập vào CTCP Phát triển Hạ tầng Công nghiệp và SXKD Dệt May Việt Nam và đổi tên thành CTCP Dệt May Liên Phương) từ 61,94% xuống còn 8,5%. Tháng 1/2016, TDH công bố việc chuyển nhượng 30% cổ phần của CTCP Ngôi sao Gia Định (chủ đầu tư dự án Aquila Plaza) với giá trị khoảng 66 tỷ đồng. Ở chiều ngược lại, TDH đã nâng tỷ lệ tại FDC lên 24,9%, đồng thời công bố việc hợp tác chiến lược với FDC và Dệt May Liên Phương tại hàng loạt dự án mới ở TP.HCM, Nam Định, Nha Trang vào cuối quý 1/2016.

- 1) *CTCP Ngoại thương và Đầu tư Phát triển TP.HCM (Fideco, HSX – FDC)* là doanh nghiệp đa ngành, hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực phát triển BĐS và xuất nhập khẩu. Lợi thế lớn nhất của FDC là quỹ đất tương đối dồi dào ở Q.1, Q.2 và huyện Cần Giờ. Trong đó, dự án 28 Phùng Khắc Khoan (2.282m<sup>2</sup>, Q.1, TP.HCM) được đánh giá cao về tiềm năng kinh doanh nhờ vị trí vô cùng đặc địa và nhu cầu về văn phòng cho thuê ở khu vực trung tâm đang ngày càng gia tăng. Trong điều kiện quỹ đất trong nội thành TP.HCM ngày càng khan hiếm, dự án này có thể xem là một trong số ít “khu đất vàng” còn sót lại. TDH hiện đã nắm giữ 24,9% cổ phần và tham gia sâu vào việc điều hành tại FDC. Do vậy, không loại trừ khả năng TDH sẽ tiếp tục tăng tỷ lệ sở hữu tại đây trong thời gian tới.
- 2) *CTCP Dệt may Liên Phương (trước đây là CTCP Đầu tư Phước Long)* là một đơn vị thuộc Tập đoàn Dệt may Việt Nam (Vinatex). Bên cạnh hoạt động kinh doanh chính là sản xuất nguyên phụ liệu dệt may, LPTex còn sở hữu một số quỹ đất tại TP.HCM. Nằm trên đường Võ Văn Kiệt, dự án V-Building có vị trí khá đặc địa. Với quy mô 24 tầng và 12.000m<sup>2</sup> sàn căn hộ và văn phòng cho thuê, đây là dự án có thể xây dựng và kinh doanh để thu hồi vốn trong thời gian ngắn.

**Bảng 3: Chi tiết các dự án hợp tác đầu tư với Fideco và Dệt may Liên Phương**

Dự án	Vị trí	Vốn đầu tư	Mô tả	Tiến độ
<b>V-Building</b>	39-41-43 Võ Văn Kiệt, Q.1, TP.HCM	400 tỷ đồng	Diện tích 1.000m <sup>2</sup> , 24 tầng, 12.000m <sup>2</sup> sàn xây dựng, 50% cho căn hộ, 50% cho văn phòng	Dự kiến khởi công quý 3/2016 Hoàn thành sau 24 tháng
<b>Chung cư Liên Phương</b>	18 Tăng Nhơn Phú, Q.9, TP.HCM	200 tỷ đồng	Diện tích 5.600m <sup>2</sup> , cao 12 tầng gồm 300 căn hộ từ 42-60m <sup>2</sup>	Dự kiến khởi công quý 1/2017 Hoàn thành sau 24 tháng
<b>Khu đô thị dệt may Nam Định</b>	43 Tô Hiệu, TP.Nam Định	412 tỷ đồng	Diện tích 24,8ha gồm 103 biệt thự, 833 nhà liên kế	Dự kiến khởi công quý 3/2016 Hoàn thành 2020
<b>Chung cư Vĩnh Hải</b>	68A đường 2/4, TP. Nha Trang	150 tỷ đồng	Diện tích 1.742m <sup>2</sup> , cao 19 tầng, gồm 200 căn hộ từ 45-90m <sup>2</sup> và 10 căn nhà phố	Dự kiến khởi công quý 3/2016 Hoàn thành 2020
<b>Dự án căn hộ - văn phòng</b>	28 Phùng Khắc Khoan, Q.1, TP.HCM	530 tỷ đồng	Diện tích 2.282m <sup>2</sup> : - Lô 1: 1.238m <sup>2</sup> để làm văn phòng (3.473m <sup>2</sup> ), căn hộ cho thuê (3.268m <sup>2</sup> ) và bán lẻ (1.127m <sup>2</sup> ) - Lô 2: 1.044m <sup>2</sup> gồm 89 căn hộ để bán	Lô 1 đã có GCNQSDĐ, lô 2 đang hoàn chỉnh pháp lý
<b>Khu dân cư cao cấp Cần Giờ</b>	Xã Long Hòa, H.Cần Giờ, TP.HCM	n/a	Diện tích 29,8ha để xây dựng nhà thấp tầng và biệt thự	Đang san lấp GĐ1 và chờ phê duyệt các thủ tục đầu tư

Nguồn: TDH, RongViet Research

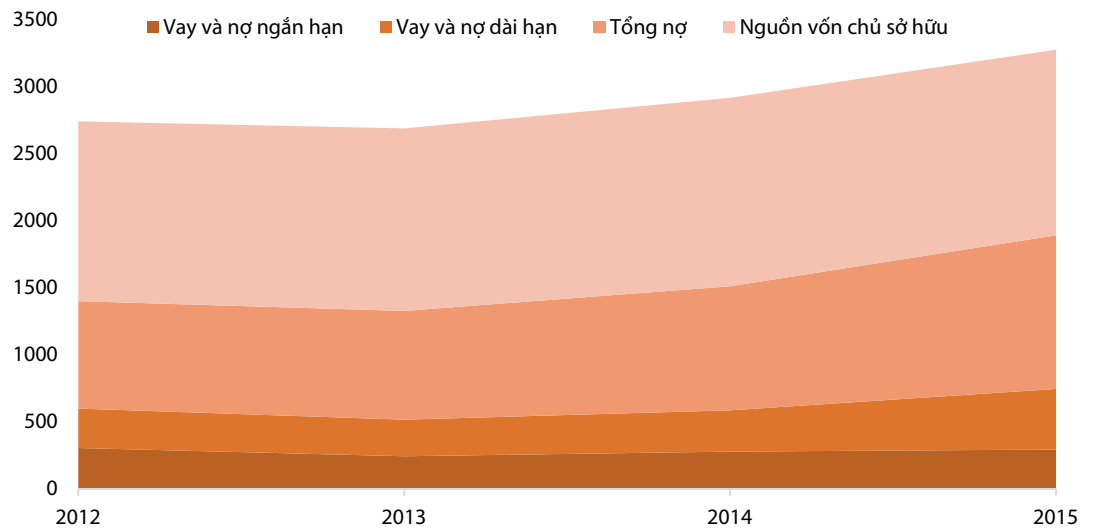
Một mặt, các thương vụ nói trên giúp TDH “chuyển bớt” các tài sản kém thanh khoản ra khỏi báo cáo tài chính. Nhưng quan trọng hơn, việc hợp tác giữa TDH với Fideco và Dệt may Liên Phương tuy không mang lại cho TDH nhiều lợi ích về dòng tiền nhưng lại là bước đi chiến lược để TDH khắc phục về hạn chế về quỹ đất và mở rộng danh mục dự án tại những vị trí tiềm năng.

**Sự bổ sung về nguồn vốn là chất xúc tác cho các kế hoạch mở rộng**

Trong quý 2/2016, TDH hoàn tất phát hành thêm gần 20 triệu cổ phiếu với giá 12.500/cp đồng thời tăng vốn điều lệ từ 419,6 tỷ đồng lên 617,3 tỷ đồng. Việc cải thiện được VSCH cho phép TDH gia tăng nợ vay để thực hiện các dự án. Năm 2015, dư nợ vay ngắn và dài hạn của TDH tăng 27% so với cuối 2014. Tuy nhiên đến cuối quý 2/2016, tỷ lệ Nợ vay/VCSH của TDH vẫn chỉ vào khoảng 42,1%, là mức khá thấp so với các công ty BĐS khác.

Mặt khác, ngay sau khi tăng vốn thành công, danh mục dự án của TDH đã liên tục mở rộng. Bên cạnh các dự án hợp tác với Fideco và Dệt may Liên Phương, TDH hiện đang tiếp cận một số vị trí ở trung tâm TP.HCM (Q.1, Q.2, Q.3 và Q.4). Đặc biệt, cuối quý 2/2016, TDH có các khoản phải thu từ cho vay với giá trị 516 tỷ đồng, tăng 55% so với cuối năm 2016, chủ yếu là các cho vay phục vụ cho việc thầu tóm các dự án BĐS mới.

**Hình 3: Cơ cấu vốn của TDH qua các năm (tỷ đồng)**



Nguồn: RongViet Research

Mặt khác, theo quan sát của chúng tôi, giai đoạn 2012-2014, TDH thường xuyên duy trì tỷ lệ Nợ vay/VCSH từ 37% đến 45%. Đồng thời, TDH là một trong số ít các doanh nghiệp BĐS có thể duy trì mức chi trả cổ tức ổn định (trung bình 1.000 đồng/cp/năm) trong khoảng 2 năm qua. Ở mức giá hiện tại, tỷ suất cổ tức của TDH ở mức khoảng 8,33%, một mức khá cao không chỉ riêng với ngành BĐS và XD mà với cả mặt bằng chung toàn thị trường. Nói tóm lại, nền tảng vốn mỏng, yêu cầu duy trì cổ tức tiền mặt và tỷ lệ đòn bẩy tài chính là những yếu tố khiến TDH gặp khó khăn trong việc tu bổ quỹ đất các năm qua. Chúng tôi kỳ vọng việc giải quyết được vấn đề nguồn vốn cho các dự án cùng lúc với việc thầu tóm hàng loạt dự án mới sẽ là tiền đề để TDH tạo ra sự đột phá trong mảng kinh doanh BĐS.

**Bảng 4: Một số chỉ tiêu cơ bản của TDH so với các doanh nghiệp cùng ngành**

Mã CK	Vốn hóa thị trường (tr. đồng)	P/E cơ bản* (x)	P/B (x)	Vốn vay ngắn dài hạn/VCSH (x)	ROE (%)	ROA (%)	Tỷ suất cổ tức (%)
KBC	8.596,61	11,19	1,14	0,27	9,47	5,53	0,00
HAG	5.055,36	14,56	0,34	1,56	2,07	0,73	0,00
KDH	4.788,00	12,07	1,39	0,52	9,48	4,90	5,64
ITA	4.597,78	30,36	0,44	0,17	1,48	1,10	0,00
NLG	2.984,40	10,89	1,28	0,25	11,17	5,50	2,38
PDR	2.623,53	16,32	1,13	1,43	7,06	2,02	0,00
IJC	2.358,07	24,99	0,82	0,65	3,22	1,28	13,95
SJS	2.317,58	6,70	1,12	0,55	17,47	6,01	6,41
SCR	2.062,15	29,73	0,67	0,32	2,30	1,22	10,53
BCI	2.055,27	7,06	1,01	0,23	14,41	8,70	4,22
HDG	2.036,87	12,90	1,99	1,70	11,37	4,47	5,08
DIG	1.784,05	-257,38	0,69	0,63	-0,26	-0,13	10,39
DXG	1.781,52	4,87	1,05	0,21	18,94	9,57	0,00
QCG	1.238,08	50,98	0,33	0,59	0,62	0,30	0,00
DRH	1.078,00	20,82	1,90	0,34	8,84	5,72	0,00
CEO	1.060,24	6,23	0,89	0,71	12,28	5,18	9,71
NBB	1.047,27	256,53	0,87	0,92	0,33	0,11	4,44
<b>TDH</b>	<b>851,86</b>	<b>6,13</b>	<b>0,52</b>	<b>0,42</b>	<b>8,29</b>	<b>4,62</b>	<b>8,33</b>
ITC	816,89	104,33	0,55	0,53	0,52	0,31	0,00
FDC	717,86	116,39	1,49	0,00	1,30	1,04	3,46
LDG	682,50	3,67	0,66	0,05	18,18	8,05	0,00
LHG	624,25	7,59	0,92	0,12	12,35	5,66	0,00
NTL	597,70	7,38	0,68	0,00	8,97	6,17	10,20
HDC	563,22	11,21	0,90	0,74	7,99	4,08	7,30
<b>Bìnhquần</b>		<b>13,79</b>	<b>0,96</b>	<b>0,59</b>	<b>7,59</b>	<b>3,76</b>	<b>3,36</b>

Nguồn: FiinPro, RongViet Research



### Phân khúc căn hộ vừa túi tiền vẫn còn nhiều dư địa phát triển

Theo nghiên cứu năm 2015 của World Bank, chỉ 3 nhóm hộ gia đình có thu nhập cao nhất ở Việt Nam là có khả năng tiết kiệm để mua nhà, chiếm 60% số hộ gia đình cả nước. Trong đó, tại TP.HCM, ngoại trừ nhóm 20% số hộ gia đình có thu nhập bình quân cao nhất, các nhóm còn lại, chiếm 80% số hộ chỉ có khả năng chi trả cho một căn nhà có giá trị tối đa là 600 triệu đồng. Điều này cho thấy nhu cầu thực của thị trường chủ yếu vẫn phân khúc nhà ở giá rẻ tại Việt Nam còn rất lớn.

**Bảng 5: Khả năng tiết kiệm bình quân theo ngũ phân vị thu nhập hộ gia đình cả nước (Nghìn đồng)**

Thành thị Việt Nam		TB thu nhập Hộ gia đình	TB chi tiêu Hộ gia đình	Chênh lệch (đã bao gồm tiết kiệm)
Ngũ phân vị thu nhập Hộ gia đình	Nhóm 5	29.805	21.330	8.475
	Nhóm 4	14.279	12.628	1.651
	Nhóm 3	10.315	9.353	963
	Nhóm 2	7.325	7.270	55
	Nhóm 1	3.982	4.338	-356
<b>TỔNG</b>			<b>13.134</b>	<b>2.155</b>

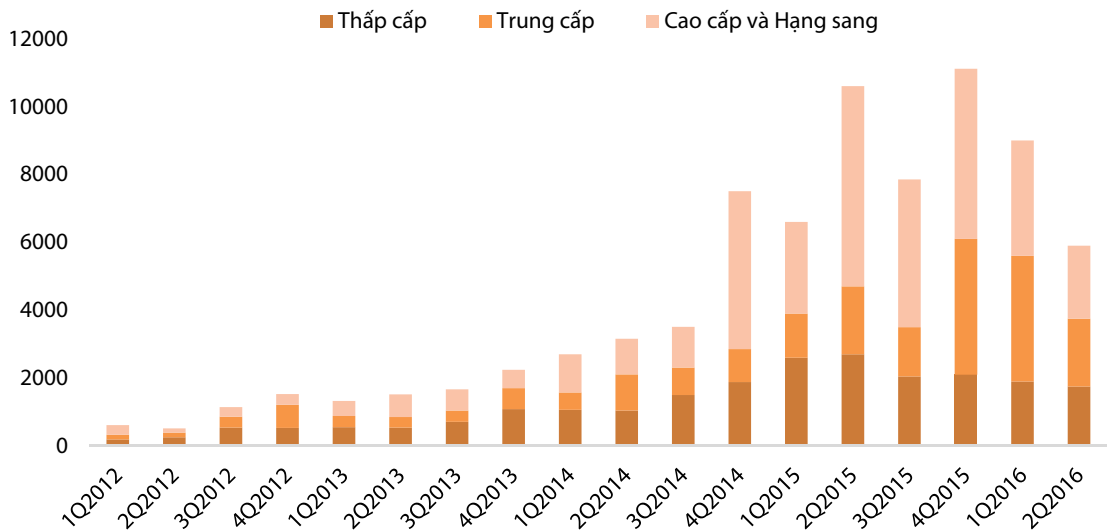
**Bảng 6: Khả năng chi trả nhà ở thực theo thu nhập hộ gia đình tại TP Hồ Chí Minh (nghìn đồng)**

Phương thức trả nợ	Nhóm thu nhập	Thu nhập hộ gia đình hàng tháng	Mức tiết kiệm trả nợ	Số tiền trả nợ	Thời gian vay	Lãi suất	Số tiền vay	Tỷ lệ tự tài trợ	Số tiền tự tài trợ	Tổng giá trị căn nhà
Dư nợ giảm dần	Nhóm 5	41.306	40%	<b>16.522</b>	20	12%	<b>1.500.518</b>	30%	643.079	<b>2.143.598</b>
	Nhóm 4	15.639	30%	<b>4.692</b>	20	12%	<b>426.125</b>	30%	182.625	<b>608.750</b>
	Nhóm 3	11.760	25%	<b>2.940</b>	15	12%	<b>244.966</b>	30%	104.985	<b>349.951</b>
Dư nợ giảm dần	Nhóm 5	41.306	40%	<b>16.522</b>	20	10%	<b>1.537.495</b>	30%	658.926	<b>2.196.421</b>
	Nhóm 4	15.639	30%	<b>4.692</b>	20	10%	<b>436.626</b>	30%	187.125	<b>623.751</b>
	Nhóm 3	11.760	25%	<b>2.940</b>	15	10%	<b>273.589</b>	30%	117.252	<b>390.841</b>
Gói 30.00 tỷ	Nhóm 4	15.639	30%	<b>4.692</b>	15	5%	<b>593.328</b>	30%	254.283	<b>847.611</b>
	Nhóm 3	11.760	25%	<b>2.940</b>	15	5%	<b>371.778</b>	30%	159.334	<b>531.112</b>

Nguồn: WorldBank, đã điều chỉnh lạm phát (13%, 2012-2014), giả định các hộ gia đình trong Nhóm 5 không vay từ gói 30.000 tỷ

Theo CBRE, số lượng giao dịch trên thị trường căn hộ Tp.HCM trong quý 2/2015 bất ngờ sụt giảm mạnh 45% so với cùng kỳ 2015 và hơn 30% so với quý 1. Trong khi lượng giao dịch ở phân khúc cao cấp giảm gần 60% thì phân khúc căn hộ vừa túi tiền chỉ giảm khoảng 20% so với cùng kỳ năm trước. Cũng theo CBRE, lượng bàn giao trên thị trường căn hộ cao cấp và hạng sang dự kiến sẽ tăng gấp đôi mỗi năm từ 2014 đến 2017. Sự sa sút về thanh khoản và tỷ lệ hấp thụ trong quý 2 có thể là do một số chủ đầu tư ở TP.HCM lùi ngày mở bán để tránh cạnh tranh với các dự án lớn của Vingroup. Tuy nhiên, ảnh hưởng tâm lý mạnh mẽ từ Dự thảo Thông tư 06 cũng là dấu hiệu cảnh báo về tình trạng dư cung căn hộ cao cấp ở TP.HCM.

**Hình 5: Tiêu thụ căn hộ theo quý tại TP.HCM (căn)**



Nguồn: CBRE

Vừa qua, NHHH đã ban hành Thông tư 06/2016/TT-NHNN, trong đó, hệ số rủi ro cho các khoản vay bất động sản đã được nâng từ 150% lên 200%, thay vì 250% như dự thảo trước đó; thời hạn và thực hiện cũng được lùi đến ngày 1/1/2017. Tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung-dài hạn được giữ nguyên 60% từ nay đến ngày 31/12/2016, rồi giảm dần xuống 50% từ ngày 1/1/2017 và từ ngày 1/1/2018 sẽ xuống mức 40%. Với Thông tư 06, việc “hãm” lại dòng vốn tín dụng cho BĐS thực tế chỉ được lùi lại thêm 1 năm. Do đó, chúng tôi đánh giá từ năm tới, việc tiêu thụ của các dự án BĐS, đặc biệt là phân khúc cao cấp, sẽ khó khăn hơn.

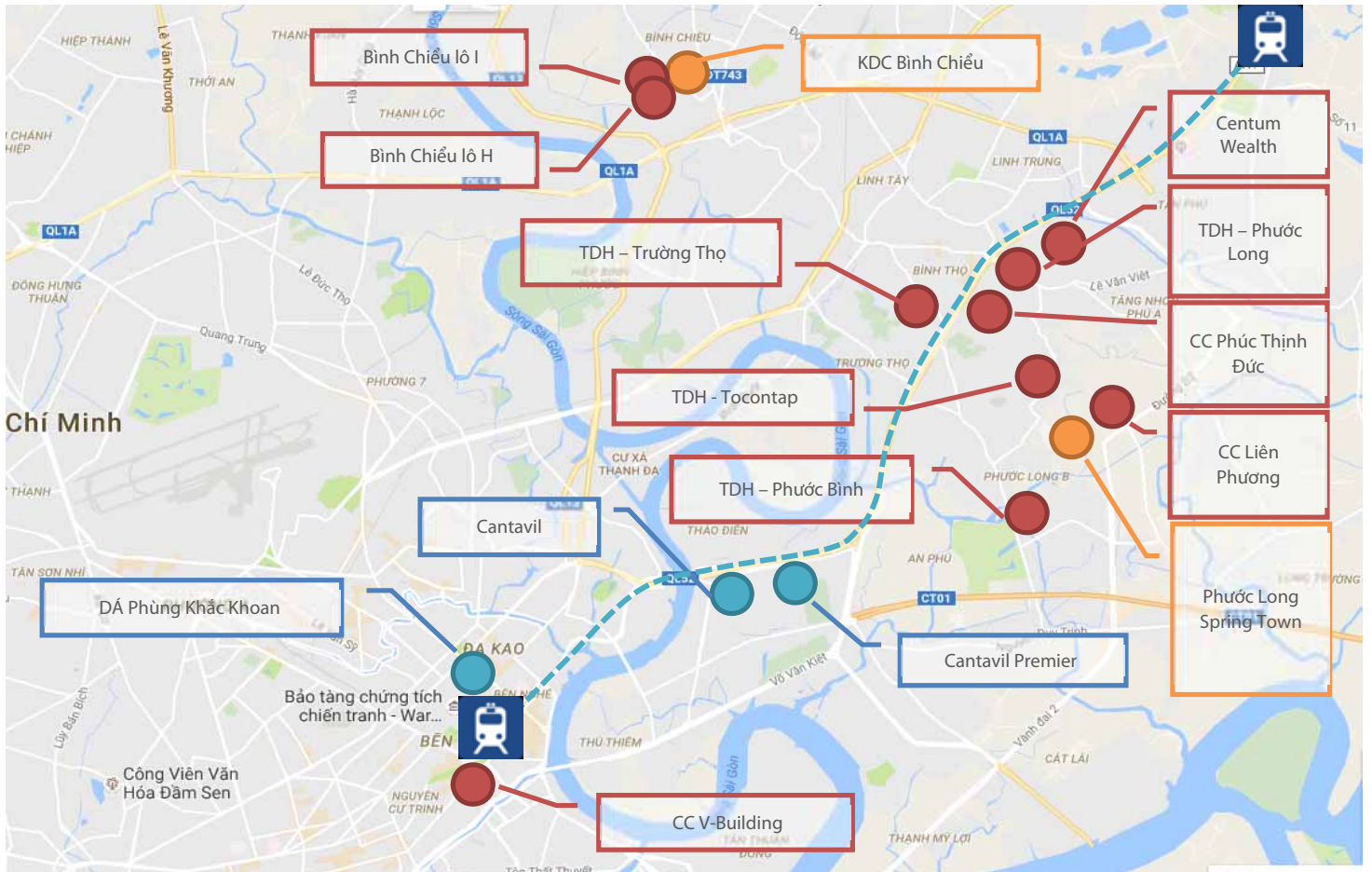
**Hình 6: Tiến độ dự kiến các dự án chung cư của TDH**

Dự án	2015	2016	2017	2018	2019
TDH - Phước Long	Mở bán	Bàn giao			
TDH - Phúc Thịnh Đức	Hoàn tất PL	Mở bán		Bàn giao	
CC Bình Chiểu lô I	Hoàn tất PL	Mở bán		Bàn giao	
CC Bình Chiểu lô H	Hoàn tất PL	Mở bán		Bàn giao một phần	Bàn giao hết
TDH - Tocontap	Hoàn tất PL		Mở bán		Bàn giao

Nguồn: TDH, RongViet Reseach

TDH hiện có 4 dự án chung cư trong dòng sản phẩm căn hộ vừa túi tiền mang thương hiệu S-Home: (1) Chung cư Bình Chiểu lô I và lô H, (2) chung cư TDH - Phúc Thịnh Đức và (3) chung cư TDH – Phước Long. Trừ dự án TDH – Phước Long đã bán được gần như toàn bộ, các dự án còn lại sẽ được triển khai từ năm đầu 2017. Với diện tích từ 45-80m<sup>2</sup> và giá bán từ 17-20 triệu/m<sup>2</sup>, đây là những sản phẩm nhắm đến nhu cầu ở thực, do vậy, vẫn có thể được thị trường hấp thụ tốt. Mặt khác, chạy dọc theo trục xa lộ Hà Nội, các dự án tiếp theo của TDH sẽ được hưởng lợi nhiều việc hình thành tuyến metro 1A Bến Thành – Suối Tiên (hình). Điều này sẽ giúp khắc phục được nhược điểm của các dự án là xa trung tâm thành phố.

Hình 7: Bản đồ các dự án BĐS của TDH tại TP.HCM



Nguồn: TDH, RongViet Reseach

**Năm 2016 sẽ có chuyển biến mạnh mẽ về KQKD**

Hai quý đầu năm 2016, KQKD của TDH đã có sự tăng trưởng mạnh. Trong đó, doanh thu thuần tăng 6%, đạt 408 tỷ đồng còn LNST đạt 63 tỷ đồng, so với mức âm 8,5 tỷ đồng cùng kỳ 2015. Riêng doanh thu từ kinh doanh địa ốc ghi nhận mức tăng 76% so với 6 tháng đầu năm 2015, đạt 287 tỷ đồng. Đóng góp chính vào kết quả của hoạt động kinh doanh BĐS trong 6 tháng đầu năm là 02 dự án Long Hội City và Khu tái định cư Bình Chiểu (Bình Chiểu GĐ1). Trong khi dự án Bình Chiểu chủ yếu ghi nhận doanh thu cho các nền đã bán từ trước, Long Hội City chỉ vừa hoàn tất kinh doanh 102 nền còn lại trong quý 1.

**Bảng 7: Kết quả bán hàng 6 tháng đầu năm 2016**

Dự án	Tổng số căn/nền	Bán Q1	Bán Q2	Lũy kế*	Tồn kho*
TDH - Trường Thọ	262	3	5	254	8
TDH - Phước Bình	86	1		74	12
TDH - Phước Long	168	19	15	157	11
Phước Long Spring Town	57	2		56	1
Long Hội City	247	102		247	0
<b>Tổng cộng</b>	<b>820</b>	<b>127</b>	<b>20</b>	<b>768</b>	<b>52</b>

**Bảng 8: Kết quả kinh doanh Q2-FY16 và lũy kế 6T**

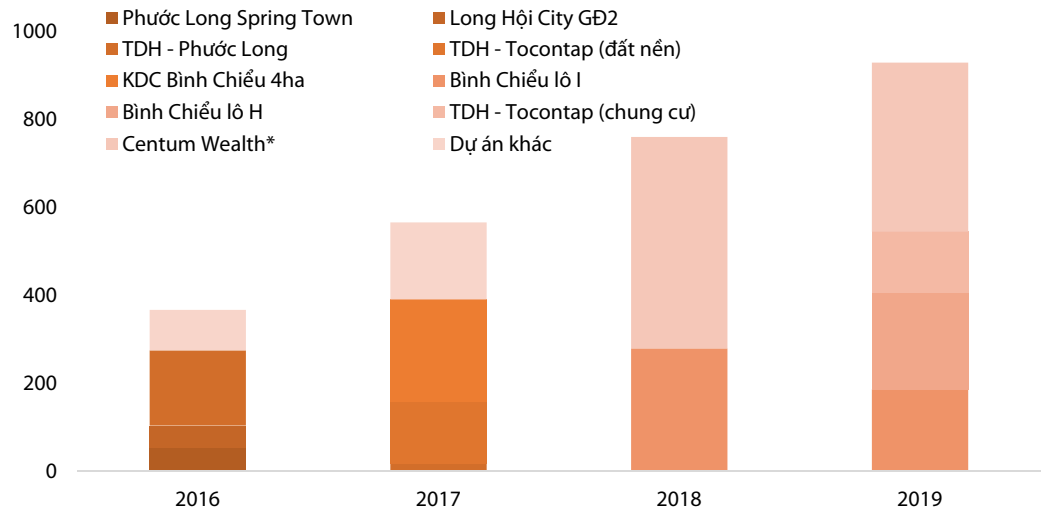
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY16	Q1-FY16	+/- (qoq)	Q2-FY15	+/- (yoy)	Lũy kế đến HT	+/- (yoy)
Doanh thu	278,0	130,8	112,5%	184,9	50,3%	408,8	6,0%
Lợi nhuận gộp	91,6	17,6	420,7%	18,7	390,0%	109,2	62,7%
Chi phí bán hàng và quản lý	-21,4	-18,1	18,5%	-24,4	-12,1%	-39,5	-21,2%
Thu nhập HĐKD	113,1	35,7	216,8%	43,1	162,3%	148,8	n/a
EBITDA	40,6	8,4	384,5%	-29,8	n/a	49,0	n/a
EBIT	40,6	8,4	384,5%	-29,8	n/a	49,0	n/a
Chi phí tài chính	-23,2	-8,8	164,3%	-23,9	-3,1%	-31,9	-18,7%
- Chi phí lãi vay	-21,9	-7,7	183,1%	-14,5	51,1%	-29,7	14,5%
Khấu hao	-2,0	-2,6	-22,8%	-2,9	-30,3%	-4,6	-22,7%
Khoản mục không thường xuyên (*)							
Khoản mục bất thường (*)							
Lợi nhuận trước thuế	62,5	16,1	287,8%	-15,3	n/a	78,6	n/a
Lợi nhuận sau thuế	50,0	13,0	285,1%	-16,4	n/a	63,0	n/a
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	50,0	13,0	285,1%	-16,4	n/a	63,0	n/a

Nguồn: TDH, RongViet Reseach

Trong sáu tháng cuối năm, đóng góp chính vào KQKD của mảng kinh doanh địa ốc sẽ là các dự án (1) TDH-Phước Long và (2) dự án Bình Chiểu GĐ2 (khu thấp tầng). Trong đó, TDH-Phước Long hiện đã bán được hơn 93% số căn hộ và dự kiến sẽ bàn giao sản phẩm và ghi nhận doanh thu trong quý 3. Chúng tôi ước tính doanh thu từ TDH-Phước Long trong năm nay vào khoảng 164 tỷ đồng. Dự án Bình Chiểu GĐ2 có số lượng sản phẩm nhỏ và đã được cấp quyết định giao đất và phê duyệt quy hoạch 1/500 nên có thể kinh doanh và đóng góp doanh thu trong thời gian ngắn. Tuy nhiên, do dự án này mở bán khá trễ nên chúng tôi cho rằng phần lớn doanh thu sẽ được ghi nhận trong năm 2017.

Tính chung cả năm 2016, chúng tôi ước tính Doanh thu thuần của TDH có thể tăng giảm khoảng 30% so với 2015 do năm trước, TDH có ghi nhận doanh thu từ việc bán sỉ lô đất điện tích 1,2ha ở dự án Phước Long Spring Town cho Hưng Thịnh. Tuy nhiên, LNST có thể tăng gấp đôi so với 2015, đạt 97,1 tỷ đồng và tương ứng với EPS cả năm vào khoảng 1.380 đồng/cp.

**Hình 8: Dự phóng doanh thu từ các dự án BĐS**



Nguồn: RongViet Reseach,

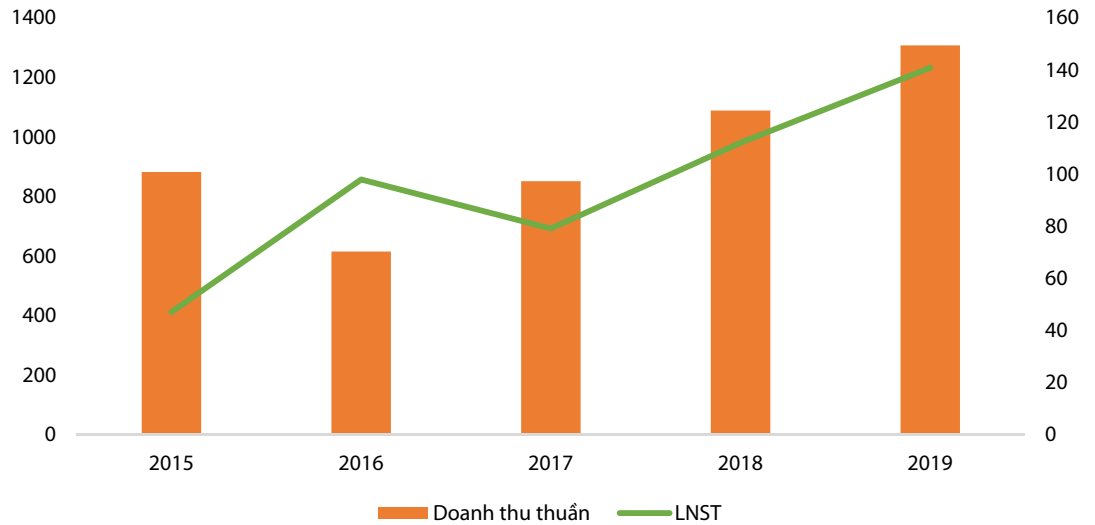
Do điểm rơi của các dự án như Bình Chiểu lô I, lô H, TDH-Tocontap, Centum Wealth chủ yếu là vào hai năm 2018 và 2019 nên đây cũng sẽ là giai đoạn mà KQKD của TDH có sự tăng tốc mạnh mẽ. Tuy nhiên, đặc thù của ngành BĐS là dòng tiền từ các dự án sẽ đến sớm hơn việc ghi nhận doanh thu và lợi nhuận. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng các dự án hợp tác với LPTex và Fideco cũng sẽ bắt đầu đóng góp và Doanh thu và LNST của TDH từ năm 2019. Tuy nhiên, do tỷ lệ tham gia của TDH chưa được công bố, chúng tôi tạm thời chưa tính đến các dự án này trong dự phóng KQKD giai đoạn 2016-2020.

**Bảng 9: Dự phóng dòng tiền thuần từ các dự án BĐS**

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Dòng tiền thuần**</b>	<b>219.331</b>	<b>193.501</b>	<b>61.420</b>	<b>245.753</b>	<b>401.220</b>
Phước Long Spring Town	53.642				
Long Hội City GĐ2	49.722				
TDH - Phước Long	44.455	40.381	-	-	-
TDH - Tocontap (đất nền)	(53.702)	45.600	27.824	7.035	-
KDC Bình Chiểu 4ha	24.076	95.611	-	-	-
Bình Chiểu lô I	-	(102.504)	(9.956)	119.650	83.629
Bình Chiểu lô H	-	(55.800)	(8.503)	16.905	100.854
TDH - Tocontap (chung cư)	-	(10.900)	(21.800)	(13.581)	93.034
Centum Wealth	-	29.403	(28.916)	82.997	117.611
Dự án khác	101.139	151.710	102.771	32.748	6.093

Nguồn: RongViet Reseach, \*TDH sở hữu 51% từ tháng 7/2016, \*\*Tiền thu từ dự án trừ chi phí đầu tư

**Hình 8: Dự phóng KQKD, 2016-2019 (tỷ đồng)**



Nguồn: RongViet Reseach

**Định giá cổ phiếu ở mức khá hấp dẫn**

Để xác định giá hợp lý của cổ phiếu TDH, chúng tôi sử dụng phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV). Đối với phương pháp này, chúng tôi tiến hành định giá lại các dự án mà TDH đang thực hiện, trong đó có tính đến các chi phí phải đầu tư thêm cho đến khi dự án hoàn thành. Tuy nhiên, do tỷ lệ tham gia của TDH tại các dự án hợp tác với Fldecos và LPtex chưa được công bố, chúng tôi tạm thời chưa đưa các dự án này vào mô hình định giá cổ phần của TDH. Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi cũng áp dụng mức chiết khấu khoảng 20% đối với các khoản Phải thu và Đầu tư tài chính ngắn và dài hạn của TDH.

Đồng thời, như đã đề cập TDH là một trong số ít công ty BĐS chi trả cổ tức tiền mặt tương đối đều đặn các năm qua. Với triển vọng kinh doanh khả quan của các dự án, có cơ sở để tin rằng TDH sẽ duy trì chính sách cổ tức này trong những năm tới. Do đó, chúng tôi kết hợp thêm phương pháp chiết khấu dòng cổ tức (DDM) để xác định giá hợp lý của TDH.

**Bảng 10: Đánh giá lại giá trị các dự án BĐS của TDH (Đơn vị: triệu đồng)**

Dự án	Giá trị ghi sổ	Giá trị đánh giá lại	Chênh lệch
TDH-Phước Long	110.392	75.514	(34.879)
Tocontap đất nền	3.539	14.503	10.965
Tocontap chung cư		23.298	23.298
Bình Chiểu GĐ2		103.905	17.242
Bình Chiểu Lô I	86.662	40.180	40.180
Bình Chiểu Lô H		22.010	22.010
Centum Wealth	95.550	143.002	47.452
Green Pearl	62.717	90.641	27.925
Dự án khác	180.151	218.474	38.323
<b>TỔNG</b>	<b>539.011</b>	<b>731.527</b>	<b>192.516</b>

Nguồn: RongViet Reseach

**Bảng 11: Đánh giá lại giá trị cổ phần của TDH (Đơn vị: triệu đồng)**

Chỉ tiêu	30/06/2016	Giá trị đánh giá lại
Tiền và tương đương tiền	194.281	194.281
Đầu tư ngắn hạn	59.875	59.875
Khoản phải thu	966.030	772.824
Hàng tồn kho	397.288	561.879
Tài sản ngắn hạn khác	2.117	2.117
TSCĐ HH và Tài sản dở dang DH	26.783	26.783
TSCĐ vô hình	64.942	64.942
Bất động sản đầu tư	66.231	66.231
Đầu tư dài hạn	551.069	468.780
Tài sản dài hạn khác	23.277	23.277
Phải thu dài hạn	486.766	389.412
Lợi thế thương mại	74	74
<b>Tổng</b>	<b>2.838.731</b>	<b>2.630.474</b>
Nợ	1.208.281	1.208.281
Lợi ích của cổ đông thiểu số		
<b>Giá trị tài sản ròng</b>	<b>1.630.449</b>	<b>1.422.193</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành		70.988.381
<b>Giá trị tài sản ròng trên mỗi cổ phần (VND)</b>		<b>20.034</b>

Nguồn: RongViet Reseach

Kết hợp 2 phương pháp nói trên, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của TDH vào khoảng **15.800 đồng/cp**, tương đương với mức vốn hóa thị trường khoảng 1.121 tỷ đồng. Ở mức giá này, P/B của TDH vào khoảng 0,68x, vẫn khá thấp so với bình quân toàn ngành, khoảng 1,03x.

**Bảng 12: Tổng hợp kết quả định giá**

Mô hình định giá	Giá (VND)	Tỷ trọng	Bình quân (VND)
NAV	20.034	50%	10.017
DDM	11.612	50%	5.806
<b>Giá bình quân</b>			<b>15.823</b>

**Bảng 12: Chỉ số P/B của các doanh nghiệp BĐS niêm yết**

Mã CK	Vốn hóa TT (tỷ đồng)*	P/B (lần)*
KDH	4.788	1,4
NLG	2.984	1,3
PDR	2.624	1,1
IJC	2.358	0,8
SJS	2.318	1,1
SCR	2.062	0,7
BCI	2.055	1,0
DIG	1.784	0,7
HDG	2.037	2,0
DXG	1.782	1,1
QCG	1.238	0,3
NBB	1.047	0,9
CEO	1.060	0,9
ITC	817	0,5
FDC	718	1,5
NTL	598	0,7
LHG	624	0,9
HDC	563	0,9
<b>Bình quân</b>		<b>1,08</b>

*Nguồn: RongViet Securities tổng hợp, tính theo giá 24/08/2016*



**Quan điểm:**

Là một nhà phát triển BĐS có tên tuổi tại TP.HCM, TDH đặc biệt có kinh nghiệm và lợi thế trong phân khúc BĐS trung bình – thấp và đất nền KDC. Việc tăng vốn thành công cộng với những thay đổi trong cơ cấu cổ đông là chất xúc tác cho các kế hoạch mở rộng của TDH. Bên cạnh việc cơ cấu lại danh mục đầu tư, TDH đã công bố việc hợp tác chiến lược với Fideco và Dệt may Liên Phương qua đó bổ sung được hàng loạt các dự án mới ở những vị trí đắc địa xung quanh Tp.HCM, Nha Trang, Nam Định, vv. Chúng tôi đánh giá quý đất đang mở rộng nhanh chóng cộng với nguồn vốn được củng cố là cơ sở tốt để TDH tăng tốc trong các năm tới.

Chúng tôi kỳ vọng TDH sẽ ghi nhận sự nhảy vọt về KQKD trong năm 2016 nhờ việc bàn giao 168 căn hộ thuộc dự án TDH-Phước Long và hoàn tất kinh doanh 102 nền còn lại của Long Hội City. Đồng thời, Công ty cũng sẽ tiếp tục mở bán KDC Bình Chiểu GĐ2 (145 nền) và KDC TDH-Tocontap (45 nền) trong 2 quý cuối năm. Với số lượng mở bán ít và pháp lý đầy đủ, hai dự án này có khả năng kinh doanh nhanh và đóng góp và doanh thu và lợi nhuận của TDH từ cuối năm 2016 sang đầu năm 2017.

Trong khi tiêu thụ BĐS cao cấp đang có dấu hiệu chững lại, chúng tôi tin rằng nhu cầu về nhà ở, đặc biệt là nhà ở vừa túi tiền tại TP.HCM còn rất dồi dào. Đây sẽ là động lực tăng trưởng chính cho TDH về dài hạn. Giai đoạn 2016-2020, TDH sẽ đồng loạt triển khai 4 dự án chung cư trong dòng sản phẩm S-Home. Điểm rơi về bàn giao và ghi nhận doanh thu từ các dự án này là giai đoạn 2018-2019. Do đó, chúng tôi khá lạc quan về triển vọng kinh doanh của TDH trong năm 2016 và cả về dài hạn.

Kết hợp phương pháp so sánh (P/B) và phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF), chúng tôi xác định giá trị hợp lý đối với TDH là **15.800 đồng/cp**, cao hơn giá đóng cửa ngày 24/08/2016 là 31% và tương đương với vốn hóa thị trường là 1.121 tỷ đồng. Ở mức giá thị trường hiện tại, tỷ suất tiền mặt dự kiến của TDH vào khoảng 8,33%, khá cao so với mặt bằng chung của thị trường. Với các luận điểm trên, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu TDH trong **DÀI HẠN**. Dù vậy, với kỳ vọng tương đối dài về dòng tiền và lợi nhuận từ các dự án BĐS của TDH, nhà đầu tư cũng cần xem xét lựa chọn thời điểm hợp lý để tích lũy cổ phiếu.

Đvt: tỷ đồng					Đvt: tỷ đồng				
<b>KQ HKKD</b>	<b>FY2014</b>	<b>FY2015</b>	<b>FY2016E</b>	<b>FY2017F</b>	<b>BẢNG CĐKT</b>	<b>FY2014</b>	<b>FY2015</b>	<b>FY2016E</b>	<b>FY2017F</b>
Doanh thu thuần	568,3	882,4	615,3	851,5	Tiền	94	305	168	146
Giá vốn	471,9	754,5	425,0	673,6	Đầu tư tài chính ngắn hạn	22	63	62	62
<b>Lãi gộp</b>	<b>96,3</b>	<b>127,9</b>	<b>190,3</b>	<b>177,9</b>	Các khoản phải thu	388	618	736	766
Chi phí bán hàng	9,3	10,9	7,9	11,1	Tồn kho	675	402	467	376
Chi phí quản lý	65,2	95,0	70,8	85,2	Tài sản ngắn hạn khác	10	3	4	4
Thu nhập từ HĐTC	49,4	90,8	64,9	55,8	<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>1.189</b>	<b>1.391</b>	<b>1.436</b>	<b>1.354</b>
Chi phí tài chính	36,9	71,4	59,9	49,7	Tài sản cố định hữu hình	203	19	10	27
Lợi nhuận khác	12,8	5,5	5,8	6,4	Tài sản cố định vô hình	70	66	65	63
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>52,3</b>	<b>46,4</b>	<b>122,4</b>	<b>98,9</b>	Xây dựng cơ bản dở dang	6	6	6	6
Thuế TNDN	4,6	0,5	24,5	19,8	Bất động sản đầu tư	75	68	64	60
Lợi ích cổ đông thiểu số	-3,4	-1,2	0,0	0,0	Đầu tư tài chính dài hạn	833	445	347	347
<b>LNST (Cty mẹ)</b>	<b>51,1</b>	<b>47,1</b>	<b>97,9</b>	<b>79,1</b>	Tài sản dài hạn khác	46	535	560	560
EBIT	<b>102,7</b>	<b>99,4</b>	<b>182,4</b>	<b>148,7</b>	Lợi thế thương mại	20	0	0	0
EBITDA	114,3	111,0	193,9	161,5	<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>1.251</b>	<b>1.139</b>	<b>1.051</b>	<b>1.063</b>
					<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>2.439</b>	<b>2.529</b>	<b>2.487</b>	<b>2.417</b>
					Tiền hàng phải trả và ứng trước	173	142	128	121
					Khoản phải trả ngắn hạn khác	83	214	147	186
					Vay và nợ ngắn hạn	277	292	248	221
					Vay và nợ dài hạn	308	452	339	254
					Khoản phải trả dài hạn khác	84	45	45	45
					<b>Tổng nợ</b>	<b>925</b>	<b>1.146</b>	<b>907</b>	<b>828</b>
					<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.405</b>	<b>1.384</b>	<b>1.580</b>	<b>1.588</b>
					Vốn đầu tư của CSH	382	420	710	710
					Lợi nhuận giữ lại	74	74	47	55
					Các quỹ	519	494	520	520
					<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
					<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.405</b>	<b>1.384</b>	<b>1.580</b>	<b>1.588</b>
					Lợi ích cổ đông thiểu số	109	0	0	0
					<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>2.439</b>	<b>2.529</b>	<b>2.487</b>	<b>2.417</b>
					<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>FY2014</b>	<b>FY2015</b>	<b>FY2016E</b>	<b>FY2017F</b>
					LNTT	613,7	713,3	122,4	98,9
					Khấu hao	0,0	0,0	11,6	12,9
					Các điều chỉnh	0,0	0,0	0,0	-4,8
					Thay đổi vốn lưu động	-502,0	-330,4	-315,7	74,2
					<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>111,7</b>	<b>382,9</b>	<b>-181,7</b>	<b>181,2</b>
					Thay đổi TSCĐ	8,0	-5,5	8,2	-18,7
					Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	38,5	-297,8	48,1	-50,0
					Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	20,3	7,8	45,0	49,3
					<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>66,8</b>	<b>-295,6</b>	<b>101,3</b>	<b>-19,4</b>
					Nhận/trả lại vốn góp	2,9	0,0	196,7	0,0
					Vay mới/trả nợ vay	-136,9	161,5	-156,9	-112,1
					Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ,	3,8	-38,2	-95,7	-71,3
					<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>-130,2</b>	<b>123,4</b>	<b>-55,9</b>	<b>-183,4</b>
					Tiền thuần trong kỳ	48,4	210,7	-136,4	-21,6
					<b>Tiền đầu năm</b>	<b>46,1</b>	<b>94,4</b>	<b>305,1</b>	<b>167,9</b>
					Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,0	0,0	0,0
					<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>94,4</b>	<b>305,1</b>	<b>167,9</b>	<b>146,2</b>

Đvt: %				
<b>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>	<b>FY2014</b>	<b>FY2015</b>	<b>FY2016E</b>	<b>FY2017F</b>
<b>Tăng trưởng (%)</b>				
Doanh thu	38,8	55,3	-30,3	38,4
Lợi nhuận HKKD	-69,8	0,7	407,6	-26,8
EBITDA	31,1	-3,2	74,7	-16,7
EBIT	31,1	-3,2	83,4	-18,5
Lợi nhuận sau thuế	135,5	-7,7	107,9	-19,2
Tổng tài sản	7,9	3,7	-1,7	-2,8
Vốn chủ sở hữu	3,2	-1,5	14,2	0,5
Tốc độ tăng trưởng nội tại	0,9	0,4	1,8	0,5
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>				
LN gộp / Doanh thu	17,0	14,5	30,9	20,9
LN HKKD / Doanh thu	3,8	2,5	18,1	9,6
EBITDA/ Doanh thu	18,1	11,3	31,5	19,0
EBIT/ Doanh thu	18,1	11,3	29,6	17,5
LNST/ Doanh thu	9,0	5,3	15,9	9,3
ROA	2,2	1,9	3,9	3,2
ROIC or RONA	5,6	5,2	9,5	7,7
ROE	3,7	3,4	6,6	5,0
<b>Hiệu quả hoạt động (x)</b>				
Vòng quay kh, phải thu	1,3	1,8	0,9	1,1
Vòng quay hàng tồn kho	0,8	1,4	1,0	1,6
Vòng quay khoản phải trả	1,9	2,5	1,3	2,3
<b>Khả năng thanh toán (x)</b>				
Hiện hành	2,2	2,1	2,7	2,6
Nhanh	1,0	1,5	1,9	1,9
<b>Cấu trúc tài chính (%)</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	65,8	82,8	57,4	52,1
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	19,7	21,1	15,7	13,9
Vay dài hạn/ Vốn CSH	21,9	32,7	21,5	16,0

**BÁO CÁO CẬP NHẬT CÔNG TY**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi,

**Các loại khuyến cáo**

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán, VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**Hệ thống mạng lưới**
**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM  
 Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986  
 Website: www.vdsc.com.vn

**Chi nhánh Hà Nội**

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

**Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin – TP.Nha Trang

**Chi nhánh Cần Thơ**

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

**TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ**

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này, Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2016.**