Biến cơ hội thành giá trị

Công ty Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ XÂY DỰNG VÀ KHAI THÁC CÔNG TRÌNH GIAO THÔNG 584

Phòng Phân tích

CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI (SHS)

Cán bộ thực hiện:

Phạm Thị Ngọc Hoa

hoa.ptn@shs.com.vn

Cán bộ duyệt:

Võ Văn Minh

minh.vv@shs.com.vn

Hà Nội

Tháng 5 - 2010

I. NHỮNG ĐIỂM NỔI BẬT

MÃ CHỨNG KHOÁN: NTB

DỮ LIỆU DOANH NGHIỆP

Vốn điều lệ (tỷ đồng)	360
Số CPLH	36.000.000

CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

Năm	2008	2009
Doanh thu (tỷ đồng)	413	413
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	0,48	75
EPS (đồng)		5.019
ROE (%)	3,1	41
ROA (%)	0,41	8
Cổ tức (%)		20

CƠ CẤU SỞ HỮU

Nhà nước	0%
Cổ đông tổ chức trong nước	28,61%
Cổ đông cá nhân nước ngoài	0,3%
Cổ đông nội bộ	17,83%
Cổ đông cán bộ nhân viên	0,78%
Cổ đông khác	52,46%

DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU TRONG 6 THÁNG

Biến động giá	Cao nhất	Thấp nhất
Đồng/cổ phần	44.000	20.000



CƠ HỘI

- Là một trong số ít các doanh nghiệp có quỹ đất dồi dào với hơn 11,5 ha đất sạch trên địa bàn TP.Hồ Chí Minh có giá vốn thấp. Nếu đánh giá lại 9 lô đất theo giá thị trường hiện tại, giá trị tài sản của 584 sẽ tăng thêm khoảng 1.217 tỷ đồng.
- Có lợi thế từ hoạt động thi công các công trình giao thông, tạo thuận lợi cho doanh nghiệp tiếp cận các dự án bất động sản theo hình thức "đổi đất lấy hạ tầng" mà các địa phương đang triển khai thực hiện.
- Chính sách đầu tư vào phân khúc căn hộ chung cư bình dân của 584 đang nhận được sự hậu thuẫn khá lớn từ phía chính quyền và người dân do giá cả hợp lý, các công trình có chất lượng cao.
- Các dự án trọng điểm của 584 sẽ cho dòng tiền khá tốt từ năm 2010 - 2013. Tổng lợi nhuận dự kiến trong 4 năm tới đây có thể sẽ đạt trên 1.300 tỷ đồng.
- Công ty nhận được sự hậu thuẫn của các cổ đông và đối tác có uy tín, giàu quỹ đất và có tiềm lực như Hoàn Cầu, Lilama-SHB, T&T, TCTy Dược TP.Hồ Chí Minh; TCTy Lương thực miền Nam (Vinafood).
- Khả năng đạt và vượt mức lợi nhuận dự kiến 154 tỷ đồng trong năm 2010 là khá cao do dòng tiền từ doanh nghiệp ổn định và vững chắc, cùng sự ấm lên của thị trường bất động sản. Lợi nhuận giữ lại từ các dự án trước cũng là cơ sở để bổ sung vào lợi nhuận năm nay.
- Khoản đầu tư vào Công ty 584 Investment Corporation, dự án Sweetwater Ranch, đã giúp cho 584 đặt một chân khá chắc chắn vào thị trường bất động sản rộng lớn như Mỹ.
- Tỷ lệ vay nợ thấp, còn nhiều cơ hội tiếp cận nguồn vốn từ các ngân hàng và tận dụng được dòng tiền gối đầu từ các dự án.

RỦI RO

- Một số dự án chung cư cao cấp có thể gặp khó khăn do phân khúc thị trường này đang gặp những điều chỉnh nhất định.
- Giá nguyên vật liệu xây dựng tăng lên có thể sẽ ảnh hưởng tới chi phí xây dựng tại các dự án của 584.
- Nguồn cung chung cư đang tăng nhanh trong những năm tới, tác động tới sức cạnh tranh và tốc độ tiêu thụ sản phẩm của 584.
- Thủ tục giải ngân chậm trễ đối với nguồn vốn khá lớn dùng để tài trợ cho các dự án cầu đường có thể ảnh hưởng tới việc quản lý dòng tiền của 584.
- Diễn biến thất thường của lãi suất là một rủi ro đáng quan tâm, có thể sẽ ảnh hưởng khá mạnh về cầu và cung đối với doanh nghiệp hoạt động kinh doanh bất động sản như 584.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

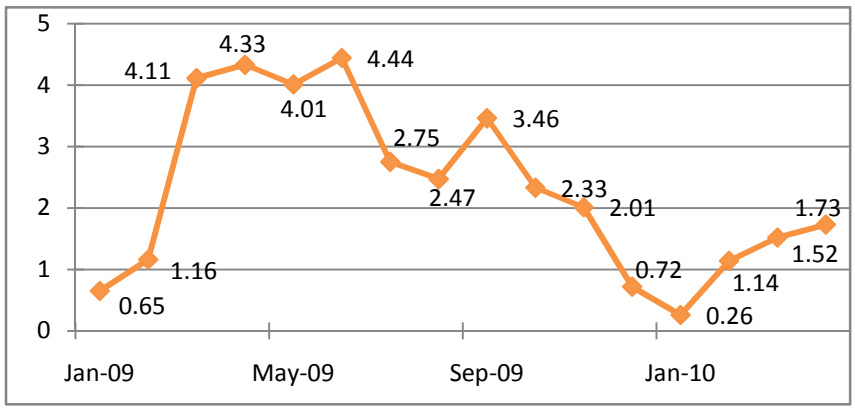
Chúng tôi ước tính giá hợp lý của cổ phiếu NTB ở mức 51.700 đồng/cổ phần. Đây là mức giá được tính toán trên cơ sở kết hợp 3 phương pháp định giá PE, RI và NAV với các giả định thận trọng và chặt chẽ. Trên cơ sở đó chúng tôi khuyến nghị MUA/NẮM GIỮ đối với cổ phiếu NTB cho cả mục tiêu đầu tư ngắn hạn và dài hạn.

II. TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN THỜI GIAN TỚI

Thị trường bất động sản ấm lên theo tín dụng ngân hàng.

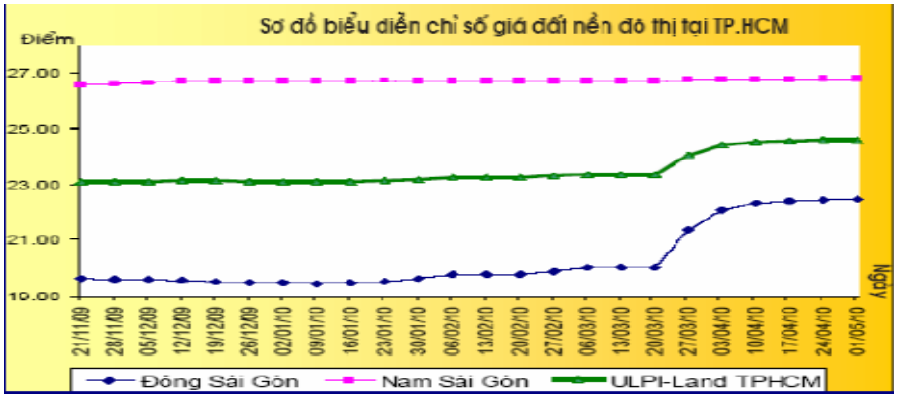
Cũng như các thị trường khác, thị trường bất động sản chịu nhiều ảnh hưởng từ sự thay đổi của chính sách lãi suất và tín dụng từ hệ thống ngân hàng. Khi tín dụng tăng trưởng mạnh, bất động sản sẽ ấm lên và ngược lại, tín dụng thắt chặt sẽ khiến cho thị trường đóng băng và giá giảm. Do ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế vào năm 2008-2009 cũng như áp lực lạm phát gia tăng trở lại năm 2010, thị trường bất động sản Việt nam đã có sự điều chỉnh đáng kể và thanh khoản giảm mạnh. Bước sang quý II/2010, thị trường bất động sản có dấu hiệu ấm dần lên do tăng trưởng tín dụng có xu hướng tăng khi lãi suất giảm nhiệt theo áp lực lạm phát và thanh khoản ngân hàng ổn định hơn. Bảng 1 & 2 cho thấy mối tương quan giữa tăng trưởng tín dụng và xu hướng giá đất nền tại TP. Hồ Chí Minh.

Bảng 1: Tăng trưởng tín dụng (%)



Nguồn: SBV

Bảng 2: Chỉ giá đất nền đô thị TP.HCM



Nguồn: Vietrees

Bên cạnh phân khúc đất nền ở cả hai khu vực TP. Hồ Chí Minh và Hà Nội đã có mức tăng đáng kể từ đầu năm, phân khúc căn hộ chung cư mới bắt đầu có tín hiệu khởi sắc. Trước quyết tâm hạ lãi suất để kích thích tăng trưởng của Chính phủ, thị trường bất động sản được dự báo sẽ tiếp tục ấm lên và phân khúc nhà bậc trung và nhà bình dân nhiều khả năng sẽ sôi động vào nửa cuối năm 2010

Nhu cầu nhà ở tại TP. Hồ Chí Minh tiếp tục tăng.

Theo Cục Quản lý nhà và Bất động sản, diện tích nhà ở hiện nay là 1.043 tỷ m^2, đạt mức trung bình 12 m^2 /người. Diện tích nhà ở thành thị khá hạn chế, tại TP.Hồ Chí Minh ở mức 13,6 m^2 /người. Với tốc độ đô thị hoá đạt khoảng 30-33%/năm như hiện nay, mỗi năm sẽ cần phải xây dựng thêm khoảng 30-35 triệu m^2 nhà ở tại các đô thị lớn.

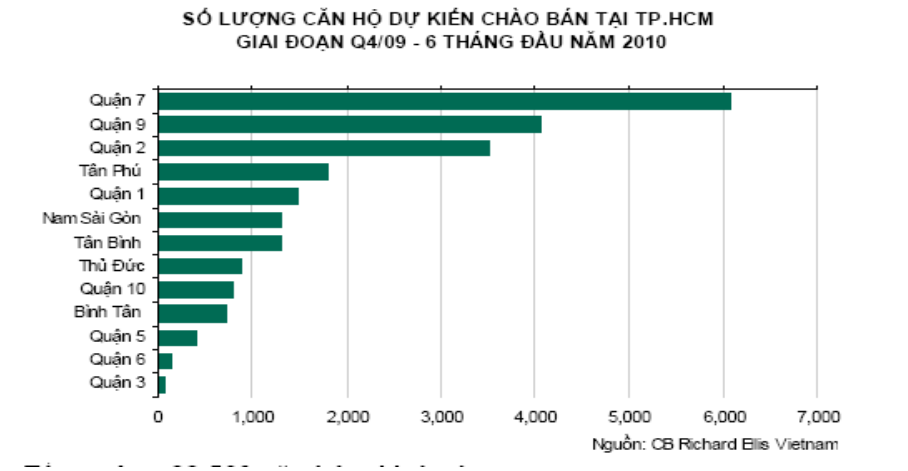
Trong quý I/2010, số lượng các khách mua đến các sàn giao dịch để tìm hiểu thị trường đã tăng dần. Các dự án căn hộ có diện tích từ 45 - 60 m^2 được bán với mức giá 10 - 16 triệu đồng/ m^2 đang được tiêu thụ khá nhanh. Những dự án không quá xa trung tâm thành phố và gần những tiện ích công cộng cũng được nhiều người lựa chọn.

Dự báo trong năm 2010, nhu cầu mua nhà tại TP Hồ Chí Minh sẽ tăng đáng kể. Nguyên nhân do giá nhà đất hiện nay đã giảm so với thời kỳ bùng nổ năm 2007. Lãi suất huy động ngân hàng giảm còn khoảng 10% – 11%. Ngoài ra tiền đền bù lên tới hàng chục nghìn tỷ đồng cho nhiều dự án ở thành phố Hồ Chí Minh và các thành phố lớn khác sẽ quay lại thị trường bất động sản. Cuối cùng, kinh tế hồi phục sẽ góp phần tích cực làm tăng nhu cầu

Nguồn cung căn hộ chung cư dồi dào

Nhiều dự án căn hộ trung bình có giá giá khoảng 500 triệu - 1,5 tỷ đồng dành cho người có nhu cầu nhà ở thực sự đang được các công ty kinh doanh bất động sản triển khai và chào bán trong năm 2010 (bảng 3). Dự báo nguồn cung về căn hộ trung bình sẽ tăng nhanh trong những năm tới, .

Bảng 3:



Tại phân khúc chung cư cao cấp, những dự án hoàn thành trong năm 2010 và 2011 có BMC Chương Dương, Riverside Residence – Phú Mỹ Hưng, Hoàng Anh Gia Lai 1, Srec Tower, River View, Botanic Tower, Preche, Hoàng Anh 3, Sky Garden 1, 2 và 3. Một số dự án đã được bán trong năm 2008 và năm 2009.Tuy nhiên hầu hết các dự án căn hộ cao cấp bị tác động bởi suy thoái kinh tế nên giãn tiến độ. Vì vậy nguồn cung sẽ tăng lên theo giai đoạn kinh tế hồi phục khi những dự án này được khởi động lại.

Chênh lệch cung cầu văn phòng cho thuê đang thu hẹp

Hiện nay, các doanh nghiệp đầu tư và kinh doanh bất động sản đang có xu hướng dịch chuyển ra xa khu vực trung tâm để tận dụng giá thuê rẻ hơn. Đối với mặt bằng dành cho lĩnh vực bán lẻ, đặc biệt là diện tích có quy mô lớn từ 10.000 m^2 trở lên dành cho việc phát triển các siêu thị lớn vẫn đang rất khan hiếm.

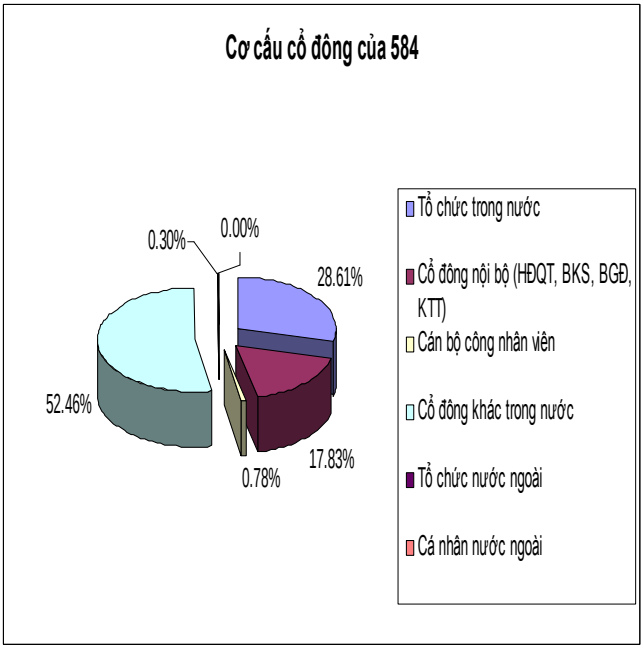
Mặt bằng giá thuê cho thấy có dấu hiệu đã chạm đáy vào cuối năm 2009, giá chào thuê của tất cả các phân hạng cao ốc văn phòng đều sẽ có mức giảm thấp nhất: 2,9% kể từ thời điểm Quý 2/2008. Giá thực thuê thấp hơn giá chào thuê 10%- 16%. Dự đoán nguồn cung sẽ tăng lên khoảng 134% vào cuối năm 2010 trên tất cả các hạng văn phòng, đồng thời nhu cầu đi thuê cũng tăng lên theo sự phục hồi kinh tế. Trong thị trường ngày càng nhiều cạnh tranh, chủ các tòa nhà mới đang đưa ra nhiều hình thức ưu đãi cho phía khách thuê. Do đó mức chênh lệch cung cầu về văn phòng cho thuê sẽ tiếp tục thu hẹp lại, đồng thời mức giá cho thuê cũng sẽ mềm hơn.

III. PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP

1. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Công ty CP Đầu tư xây dựng và khai thác công trình giao thông 584 tiền thân là DNNN, thành viên của Tổng công ty xây dựng công trình giao thông 5 (Cienco 5) với ngành nghề kinh doanh chính là khai thác và xây dựng công trình giao thông, cầu đường. Ngày 06/4/2007, Công ty 584 được chuyển đổi thành công ty cổ phần với vốn điều lệ ban đầu 30 tỷ đồng, đồng thời chuyển hướng sang đầu tư và kinh doanh bất động sản. Việc chuyển đổi chiến lược kinh doanh đòi hỏi công ty phải sắp xếp lại tổ chức và nguồn lực tài chính nhằm thích ứng với thị trường. Ngày 27/5/2007, Công ty 584 tăng vốn lần đầu lên 150 tỷ và đến nay là 360 tỷ sau hai đợt chào bán riêng lẻ vào cuối năm 2009 và đầu năm 2010.

Bảng 4: Cơ cấu cổ đông tại ngày 30/4/2010



Bảng 5: Danh sách cổ đông lớn

TT	Cổ đông	Số cổ phần nắm giữ	Tỷ lệ (%)
1	Trần Kim Minh	2.947.900	8,18
2	Trần Thị Hường	3.000.000	8,33
3	Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội	3.565.833	9,9
4	Công ty Cổ phần Tập đoàn T&T	4.000.000	11,11
5	Lê Thị Bích Phượng	2.835.500	7,87
6	Vũ Nguyễn Thái Quang	2.002.000	5,56
	Cộng	**18.351.233**	**50,95**

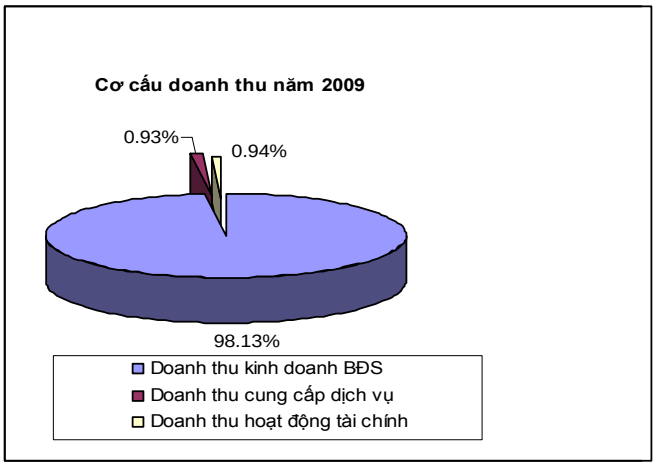
Nguồn: 584, SHS Research

Công ty 584 đang nhận được sự hậu thuẫn lớn từ các cổ đông là tổ chức và cá nhân có uy tín như Tập đoàn T&T, Công ty Chứng khoán SHS, và bà Trần Thị Hường (Chủ tịch Công ty TNHH Hoàn Cầu - một doanh nghiệp có quỹ đất lớn tại các địa bàn Quận 1, Quận 2 và Quận 7 ...). Các cổ đông này không những hỗ trợ nguồn lực tài chính (T&T, SHS) mà còn tạo điều kiện cho Công ty 584 tham gia vào các dự án sử dụng quỹ đất của họ (Hoàn cầu). Đây là yếu tố đảm bảo sự phát triển lâu dài và bền vững của Công ty.

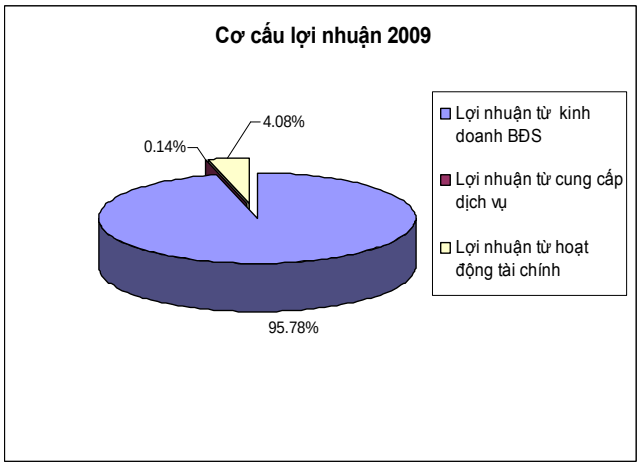
Ngoài ra, Công ty 584 cũng đã xây dựng được mối liên kết chặt chẽ với các doanh nghiệp khác cũng có quỹ đất khá lớn trên địa bàn TP.HCM như Tổng Công ty Dược TP.HCM (Sapharco), Tổng Công ty Lương thực miền Nam (Vinafood) và Công ty Lilama - SHB.

2. HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

Bảng 6



Bảng 7



N guồn: Công Ty 584

2.1 Hoạt động xây dựng công trình giao thông.

Từ sau cổ phần hóa năm 2007, cơ cấu doanh thu lợi nhuận của Công ty 584 đã có sự dịch chuyển từ thi công cầu đường sang đầu tư kinh doanh bất động sản. Cơ cấu doanh thu từ xây dựng công trình giao thông đã giảm từ 36% trong năm 2008 xuống gần như 0% trong năm 2009. Năm 2007, Công ty chỉ đạt 14,4 tỷ đồng doanh thu và hoạt động kinh doanh lỗ 3,37 tỷ đồng. Lỗ lúy kế đến thời điểm cổ phần hóa ngày 15/5/2007 là 15,8 tỷ đồng. Năm 2008, do thay đổi định hướng kinh doanh, Công ty không phát sinh doanh thu từ mảng hoạt động này.

Trong giai đoạn 2002-2007, Công ty 584 đã tiến hành thi công 9 dự án giao thông lớn nhỏ tiêu biểu như Công trình Quốc lộ 91 - An Giang (năm 2003); Công trình xây dựng đường ĐT 304 - Bình Phước (năm 2003); Công trình xây dựng đường BT 760 - Đồng Nai (năm 2004). Giai đoạn 2010-2012, Công ty đã có kế hoạch là tổng thầu và thầu phụ cho một số dự án lớn như tuyến đường Sài Gòn-Trung Lương mở rộng do Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV) làm chủ đầu tư, tuyến đường cao tốc Sài Gòn-Long Thành-Dầu Giây, đường 14 từ Gia Nghĩa đi Bình Phước. Việc tham gia thi công các công trình giao thông này sẽ là bước đệm cho 584 tham gia vào các dự án bất động sản theo hình thức "đổi đất lấy hạ tầng" tại các địa phương mà các dự án này đi qua như Cần Thơ, Bình Dương.

2.2 Hoạt động kinh doanh bất động sản

Đây là hoạt động mang lại thu nhập chính cho Công ty 584 trong năm 2009 *(Bảng 6)* và sẽ là mảng chủ lực đem lại thu nhập cho Công ty trong những năm tới. Hiện nay Công ty đang tập trung đầu tư vào hai phân khúc chính là nhà ở và văn phòng cho thuê.

Phân khúc nhà ở

Sản phẩm nhà ở của Công ty 584 tập trung vào phân khúc trung cấp

và bình dân, diện tích các căn hộ chủ yếu từ 50 -70 m^2 với mức giá bán từ 10-12 triệu đồng/m^2 (dự án 584 Tân Kiên và Tân Kiên mở rộng) và 13-14,5 triệu đồng/m^2 (dự án 584 Lilama SHB Nguyễn Oanh, Trịnh Đình Trọng, Lê Đức Thọ). Giá bán này được đánh giá là rất cạnh tranh vì phù hợp với nhu cầu của đại đa số hộ gia đình thành thị.

Ở phân khúc cao cấp, Công ty 584 có dự án 584 - Thảo Điền và 584 - Lê Đức Thọ. Đây là những nơi có vị trí đắc địa nằm trên đường giao thông lớn và trung tâm tài chính trong tương lai. Do giá vốn thấp nên Công ty đã xây dựng được biểu giá tương đối cạnh tranh so với những dự án tương đương nên khả năng không gặp khó khăn trong việc tiêu thụ.

Phân khúc văn phòng cho thuê

Nguồn cung văn phòng cho thuê vẫn đang có xu hướng tăng lên trong những năm gần đây được dự báo đạt điểm cân bằng vào năm 2012. Tuy nhiên, với những vị trí đắc địa thì nhu cầu vẫn còn rất cao, ví dụ như các cao ốc hạng A tại Quận 1 TP.HCM tuy chưa khánh thành nhưng đã được đặt chỗ trước tới gần 100% diện tích như cao ốc Bến Thành Tower, Lê Lợi Plaza. Các dự án văn phòng cho thuê của Công ty 584 có vị trí tại khu trung tâm như đường Chu Mạnh Trinh nên sẽ không gặp khó khăn trong việc tìm khách hàng nếu giá thuê hợp lý.

Bảng 8: Các dự án Công ty đang triển khai và tham gia góp vốn

TT	Tên dự án	DT đất toàn khu (m^2)	Vốn ĐT (Tỷ đồng)	% vốn của 584	Tiến độ thực hiện	Lợi nhuận ròng dự kiến (Tỷ đồng) (*)	Dự kiến hoàn thành
I.	**Các dự án Công ty triển khai**						
1	Khu căn hộ cao tầng 584 Tân Kiên, xã Tân Kiên, huyện Bình Chánh (**)	53.501	573,6	100%	Cả 2 Block đã xây tới tầng 15	73	Cuối 2010
2	Khu căn hộ cao tầng 584 Điện Biên Phủ. 34A Điện Biên Phủ, Phường 25, quận Bình Thạnh	1.978	309,1	100%	Đã thi công xong phần cọc, chuẩn bị thi công hầm	47,5	Cuối 2011
3	Khu căn hộ cao tầng 584 Lê Đức Thọ. 117 Lê Đức Thọ, Q Gò Vấp	1.685	112,6	100%	Đã xong thử tải lần 2	26,0	Cuối 2011
4	Khu căn hộ cao tầng Anpha (Dự án Tân Kiên mở rộng), Xã Tân Kiên, huyện Bình Chánh	6.746	340,3	100%	San lấp mặt bằng	143,0	Cuối 2012
5	Khu dân cư Phường 13, Quận Bình Thạnh	11.283	780,5	100%	Đất sạch, chờ khởi công xây dựng	170,4	Cuối 2013
6	Khu căn hộ cao tầng Phường 16, quận 8	3.928	154,6	100%	Đất sạch, chờ khởi công xây dựng	58,4	Cuối 2012
II	**Các dự án Công ty tham gia góp vốn**						
7	Khu căn hộ cao cấp 584 – Thảo Điền, Q2.	7.868	784,5	60%	Đang xin giấy phép lên 35 tầng	617,9	Cuối 2013
8	Khu dân cư 584 LiLama SHB Plaza Nguyễn Oanh – Phường 6 – Gò Vấp.(**)	29.730	1000,7	50%	Đang thi công móng, cọc	236,7	Cuối 2011
9	Khu dân cư 584 LiLama SHB Building Trịnh Đình Trọng. Đường Trần Đình Trọng, Q Tân Phú.(**)	4.664	277,9	30%	Đang thi công móng, hầm	30,1	Cuối 2011
10	TT Thương mại – VP – KS Chu Mạnh Trinh. 34, 36, 42 Chu Mạnh Trinh, 33 Nguyễn Du.	6.275	2.262,0	10%	Đang làm hồ sơ chuyển đổi mục đích	48 tỷ đồng/năm	Cuối 2014

(*) Lợi nhuận ròng dự kiến là phần lợi nhuận ròng mà 584 ước tính được hưởng trên phần vốn góp của Công ty.

(**) Đã hạch toán một phần lợi nhuận vào năm 2009.

Nguồn: 584, SHS Research

Khu căn hộ cao tầng 584 - Tân Kiên. Nằm trên khu đất 53.051 m^2 tại đường Huỳnh Bá Chánh, huyện Bình Chánh, cách quốc lộ 1A và đại lộ Đông - Tây khoảng 850 m. Hai khối căn hộ cao tầng Block A & Block B (15 tầng) với 978 căn hộ, có tổng diện tích sàn xây dựng 124,404 m^2 và sáu khu nhà liên kế vườn (cao 3 tầng) với 114 căn hộ, có tổng diện tích sàn xây dựng 26,936 m^2. Dự án đã xây xong phần thô và đang hoàn thiện.

***Đánh giá**: Dự án đã bán được 60%, còn lại 316 căn hộ và 8 nền. Phần còn lại có khả năng sẽ bán được giá cao hơn do giao thông thuận hơn (10- 12 triệu đồng /m^2 so với ước tính ban đầu 8,5 triệu đồng/ m^2) vì đại lộ Đông – Tây đã thông đường. Hiện nay UBND Quận 5 đang đặt vấn đề mua lại 119 căn hộ để làm nhà tái định cư cho các hộ gia đình có thu nhập thấp với giá bán khoảng 10 triệu đồng/m^2, đổi lại sẽ ưu tiên cho Công ty mua các căn hộ giá gốc thuộc các dự án khác của UBND. Theo SHS ước tính, nếu 40% dự án còn lại bán theo giá mới (cao hơn mức giá cũ là 2 triệu đồng/ m^2) thì Công ty sẽ thu thêm được 25,1 tỷ đồng lợi nhuận. Công ty đã hạch toán một phần lợi nhuận vào năm 2009 và phần lợi nhuận dự kiến hạch toán trong năm 2010 là 18,4 tỷ đồng.*

Khu chung cư cao cấp Điện Biên Phủ. Công ty làm chủ đầu tư trên khu đất 1.977 m^2 nằm ngay mặt đường tại số 34A - Điện Biên Phủ, P.25 quận Bình Thạnh. Công ty đang thi công phần hầm và có thể bán trong năm nay.

***Đánh giá**: Giá bán dự kiến là 32 triệu đồng/m^2, khá cạnh tranh nếu so với dự án Cantavil Hoàn Cầu có vị trí gần đó (giá bán 2.800 USD/m^2). Do đối tượng phân khúc cao cấp nên tương đối khó tiêu thụ nếu thị trường không thuận lợi. Công ty dự kiến mở bán vào Q3/2010 khi thị trường BĐS sôi động hơn. Dự án theo ước tính sẽ mang lại 47,5 tỷ đồng lợi nhuận và dự kiến hạch toán trong năm 2010-2011.*

Khu căn hộ cao tầng 584 Lê Đức Thọ. Công ty làm chủ đầu tư trên khu đất 1.685,3 m^2 tại 117 - Lê Đức Thọ, P.17, quận Gò Vấp. Dự án đang trong giai đoạn xin phê duyệt chuyển đổi làm chung cư 14 tầng thay cho trung tâm thương mại.

***Đánh giá**: Vị trí của dự án khá thuận lợi, nằm ngay giao lộ Nguyễn Oanh và Lê Đức Thọ. Thời điểm mở bán dự án là Q4/2010 với giá dự kiến từ 13,5 – 14,5 triệu đồng/m^2. Với mức lợi nhuận kế hoạch khoảng 26 tỷ đồng, Công ty dự kiến hạch toán trong năm 2010-2011.*

Khu căn hộ cao tầng Anpha (Tân Kiên mở rộng). Công ty làm chủ đầu tư trên khu đất có diện tích 6.746 m^2, nằm liền kề với dự án Tân Kiên. Chính vì vậy mà Anpha 584 được hưởng hệ số sử dụng đất khá cao là 8.0. Dự án được thiết kế bao gồm 1 khối chung cư cao 21 tầng.

***Đánh giá**: Giá vốn đất dự án là 43.6 tỷ đồng, theo giá thị trường khu đất có giá trị 67.4 tỷ. Thời điểm mở bán dự án là Q1/2011.Dự án thừa hưởng hạ*

tầng của dự án Tân Kiên, cùng với mức giá bán mềm là 12 triệu đồng/ m^2, Công ty có khả năng đạt được mức lợi nhuận dự kiến là 143 tỷ đồng và dự kiến hạch toán vào năm 2011 và 2012.

Khu dân cư Phường 13 Quận Bình Thạnh. Công ty làm chủ đầu tư trên khu đất có diện tích 11.283 m^2 tại mặt tiền đường trục rộng 30m thuộc Phường 1, quận Bình Thạnh. Khu đất cách xa lộ vành đai ngoài nối từ sân bay Tân Sơn Nhất với quốc lộ 13 khoảng 200m. Khu đất được phép xây chung cư cao 14 tầng căn hộ và 1 tầng thương mại. Dự án đang trong quá trình giải phóng mặt bằng và triển khai thiết kế.

Đánh giá: *Mức giá bán dự kiến của dự án là 17,5-20 triệu đồng/ m^2 khởi công cuối năm 2010. Do địa điểm dự án khá đẹp, gần xa lộ vành đai ngoài đang sắp hoàn thiện nên dự án sẽ tương đối dễ tiêu thụ. Dự án dự kiến mang lại cho Công ty 170,4 tỷ đồng lợi nhuận trong các năm 2012 và 2013.*

Khu căn hộ cao tầng Phường 16 Quận 8. Công ty làm chủ đầu tư trên lô đất rộng 3.925 m^2 tại Phường 16, Quận 8 (kề bên cảng Phú Định), vốn là tài sản của cơ quan thi hành án tỉnh Kiên Giang. Dự án đang trong giai đoạn thiết kế xây dựng căn hộ cao tầng với chi phí bồi thường giải phóng mặt bằng của dự án chỉ khoảng 2,1 triệu đồng/m^2. Công ty đang hoàn thiện thiết kế 1/500.

Đánh giá: *Giá bán dự tính là 10-12 triệu đồng/ m^2 là mức giá khá mềm và dễ tiêu thụ. Công ty có khả năng vượt mức lợi nhuận dự tính là khoảng 58,4 tỷ đồng, phân bổ trong 3 năm từ 2011-2013.*

Khu căn hộ cao cấp 584 – Thảo Điền. Đây là dự án Công ty hợp tác với Công ty TNHH Nông sản thực phẩm Hải Vương. Dự án được triển khai trên khu đất rộng 9.988,6 m^2 tại mặt tiền đường Nguyễn Văn Hưởng, Phường Thảo Điền, Quận 2. Dự án đang phê duyệt thiết kế xây 5 biệt thự và 1 chung cư cao cấp 27 tầng với tổng diện tích sàn xây dựng 89.940 m^2.

Đánh giá: *Giá thị trường lô đất hiện nay là 189 tỷ, tăng khá nhiều so với giá vốn ban đầu (94 tỷ đồng) đã mang lại lợi thế cho Công ty. Dự kiến giá bán là 1400 - 1500 USD/ m^2 sẽ cạnh tranh hơn giá 2200 USD/ m^2 của khu Riverside gần đó. Hiện nay hạ tầng Quận 2 đã hoàn thành tương đối tốt nên khả năng tiêu thụ sẽ nhiều thuận lợi. Dự kiến dự án sẽ mang lại 617 tỷ lợi nhuận, phân bổ trong giai đoạn 2011-2013. Tuy nhiên rủi ro của dự án là tập trung vào phân khúc cao cấp là phân khúc phụ thuộc mạnh vào chu kỳ kinh tế và chu kỳ ngành.*

Khu dân cư - căn hộ 584 Lilama SHB Plaza, Nguyễn Oanh, Phường 6, Quận Gò Vấp. Đây là dự án Công ty hợp tác với Lilama-SHB trên khu đất có diện tích 29.730 m^2. Trong đó, Công ty đã chuyển quyền sử dụng 50% diện tích cho công ty Lilama SHB, phần còn lại được sử dụng góp vốn đầu tư vào dự án theo tỷ lệ góp vốn 50%. Dự án bao gồm 3 khối nhà chung cư cao 15 tầng với 1.218 căn hộ. Dự án nằm trên trục giao thông dự phòng của thành phố rộng 20m, cắt ngang xa lộ vành đai ngoài và nối từ đường Nguyễn Văn Dung với đường Điện Biên Phủ, gần với giao lộ Nguyễn Oanh - Nguyễn Du. Dự án nằm bên cạnh sông Vàm Thuật, giao với sông Sài

Gòn, nằm gần trung tâm mua bán khá sầm uất của quận Gò Vấp.

Đánh giá: *Giá thị trường của lô đất (668 tỷ đồng) tăng khá nhiều so với giá vốn ban đầu khi góp vốn (500 tỷ đồng) đã mang lại lợi thế lớn cho Công ty. Công ty đã hạch toán một phần lợi nhuận do định giá lại đất khi góp vốn (102 tỷ đồng trên tổng lợi nhuận 209,5 tỷ) trong năm 2009 và phần lợi nhuận còn lại sẽ hạch toán tiếp vào năm 2010-2011phân bổ theo tiến đọ dự án. Hiện tại, CTCP Công đoàn BIDV đã ký hợp đồng mua 504 căn hộ (khoảng 40% số căn hộ của dự án) cho cán bộ nhân viên của BIDV với giá 12 triệu đồng/m^2. Số căn hộ còn lại, Công ty dự kiến sẽ bán hết trong năm 2010 với mức giá bán dự kiến từ 14–15 triệu đồng /m^2 (đây là mức khá khả thi do chung cư An Lộc gần đó với 12 tầng cũng đã có giá trung bình là 14 -15 triệu đồng/m^2). Theo các mức giá bán trên, tổng lợi nhuận lợi nhuận sau thuế dự kiến của dự án khoảng 236 tỷ đồng. Tuy nhiên, do BIDV thống nhất chỉ mua 5% số căn hộ đã đăng ký nên khả năng lợi nhuận của dự án sẽ đạt cao hơn nhờ phần chênh lệch giá bán từ các căn hộ (453 căn) mà Công đoàn BIDV chưa mua hết.*

Khu căn hộ cao tầng 584 Lilama SHB building, Trịnh Đình Trọng. Dự án này Công ty hợp tác với Lilama-SHB tại 348 Trịnh Đình Trọng, quận Tân Phú trên khu đất có diện tích 4664 m^2 (trong đó, Công ty đã chuyển quyền sử dụng 50% diện tích cho công ty Lilama SHB, phần còn lại được sử dụng góp vốn đầu tư vào dự án theo tỷ lệ góp vốn 50%), dự kiến xây 418 căn hộ, tầng trệt làm khu thương mại dịch vụ. Hiện nay dự án đã thi công xong phần cọc, hiện đang thi công móng và hầm.

Đánh giá: *Giá trị lô đất góp vốn được định giá lại là 89 tỷ đồng so với giá vốn ban đầu là 69 tỷ đồng đã mang lại một khoản lợi nhuận cho Công ty 10 tỷ đồng từ phần chuyển quyền sử dụng đất. Hiện nay đã có đối tác đăng ký mua sỉ toàn bộ số căn hộ của dự án. Dự án sẽ mang lại cho Công ty khoảng 20,1 tỷ đồng lợi nhuận, dự kiến hạch toán trong năm 2010-2011.*

TT Thương mại – VP – KS Chu Mạnh Trinh. 34, 36, 42 Chu Mạnh Trinh, 33 Nguyễn Du, Quận 1. Dự án được triển khai trên khu đất rộng 6.746 m^2 do liên danh giữa Tổng Công ty Lương thực miền Nam (40%), Ngân hàng BIDV (50%) và 584 góp 10% vốn. Tổng vốn đầu tư dự kiến là 2262 tỷ đồng. Trong năm 2010 sẽ tiến hành thi tuyển thiết kế và triển khai khởi công xây dựng.

Đánh giá: *Giá trị thị trường của lô đất hiện tại khoảng 1255 tỷ đồng tăng nhiều so với giá vốn đất của liên danh. Mức giá cho thuê dự kiến là 30 USD/ m^2, đấy là mức hoàn toàn khả thi so với giá cho thuê đồng hạng ở các khu lân cận. Lợi nhuận dự kiến đem lại cho công ty từ mảng cho thuê văn phòng và khách sạn cao cấp ước tính từ năm 2014 là 48 tỷ đồng/năm là khả thi do mặt bằng cho thuê tại Q1 hiện nay vẫn luôn kín nhu cầu.*

Các dự án tương lai

Ngoài các dự án cụ thể nêu trên, Công ty đã xây dựng được mối quan hệ chặt chẽ với các đơn vị như Công ty TNHH Hoàn Cầu, Tổng Công ty Dược TP. Hồ Chí Minh (Sapharco), Tổng Công ty Lương thực miền Nam

(Vinafood), Ngân hàng BIDV... để cùng triển khai các dự án bất động sản dựa trên quỹ đất của các đơn vị này. Các dự án mà Công ty đang nghiên cứu hợp tác với các đối tác bao gồm: Khu dân cư Tân Thuận Tây rộng 14,36 ha nằm trên mặt tiền đường Nguyễn Văn Linh, Quận 7 do Công ty TNHH Hoàn Cầu làm chủ đầu tư; dự án hợp tác với Tổng Công ty Dược Sài Gòn …

Hiện tại, tổng quỹ đất của Công ty là 13 ha (chưa tính đến diện tích đất ở Mỹ) trong đó đất sẵn sàng phục vụ kinh doanh là 11,59 ha. Nếu định giá theo giá thị trường hiện tại thì giá trị tài sản của Công ty sẽ tăng thêm khoảng 1.217 tỷ đồng. Nhờ lợi thế quỹ đất với giá vốn rẻ nên 584 có thể triển khai các dự án với khả năng mang lại tỷ suất sinh lời cao.

2.3. Hoạt động xây lắp công trình thương mại, dân dụng

Công ty đã thực hiện xây lắp cho nhiều đơn vị khác như công trình biểu diễn đa năng Crown Convention Center Nha Trang của Hoàn Cầu, nhà máy chế biến Thủy hải sản Hòa Phát... Ngoài ra Công ty 584 còn đồng thời là đơn vị xây lắp cho các công trình do chính Công ty làm chủ đầu tư nhờ hệ thống các công ty con như CTCP Tư vấn thiết kế 584.1, CTCP Tư vấn giám sát 584.2, CPCP Kinh doanh vật tư thiết bị 584.5..., hệ thống công ty thành viên giúp cho Công ty chủ động hơn trong kiểm soát chi phí đầu vào.

Bên cạnh đó, Công ty 584 cũng đang ứng dụng một số công nghệ trong công tác thi công xây dựng lắp đặt như sử dụng sàn dự ứng lực với khả năng vượt nhịp lớn, móng Top-Base và sàn Bubble Deck cho dự án Lê Đức Thọ. Phương pháp thi công trên có thể tiết kiệm từ 20%-30% chi phí xây dựng phần thô và rút ngắn thời gian thi công. Công ty đang ứng dụng công nghệ thi công lắp ghép cho dự án Khu căn hộ 584 Lilama-SHB Plaza, sử dụng mối nối ướt bằng bê tông cường độ cao.

Tuy nhiên do Công ty mới chuyển sang lĩnh vực kinh doanh bất động sản nên kinh nghiệm về mảng hoạt động xây dựng chưa có nhiều. Công ty cần thêm thời gian để khẳng định thương hiệu trong lĩnh vực này.

2.4 Nguồn vốn cho các dự án

Theo ước tính sơ bộ, nhằm đáp ứng nhu cầu đầu tư theo kế hoạch kinh doanh 2009-2011, Công ty cần huy động khoảng trên 2.159 tỷ đồng để tài trợ cho các dự án bất động sản. Đầu năm 2010, Công ty đã phát hành tăng vốn điều lệ từ 150 tỷ đồng lên 360 tỷ đồng. Sau khi tăng vốn, Công ty được bổ sung thêm nguồn vốn là 336 tỷ đồng nhằm giúp giảm bớt áp lực vay nợ. Vốn chủ sở hữu mới của Công ty ở thời điểm tháng 3/2010 là 520,9 tỷ đồng, nếu tính trên số dư nợ vay tại thời điểm 31/12/2009 thì tỷ lệ nợ/vốn (D/E) của Công ty chỉ ở mức 1,21 lần, thấp hơn khá nhiều so với các doanh nghiệp trong ngành bất động sản.

Vốn cho kinh doanh của Công ty trong những năm tới có thể đến từ các nguồn sau:

- Dòng tiền đến từ việc bán các dự án bất động sản gối đầu như dự án 584 Tân Kiên, 584 Lilama SHB Trịnh Đình Trọng-Tân Phú,

khu dân cư 584 Lilama SHB Plaza Nguyễn Oanh-quận Gò Vấp.

- Vốn vay ngân hàng: Do tỷ lệ vay nợ/tổng tài sản còn khá thấp, đồng thời Công ty duy trì được mối quan hệ khá tốt với các tổ chức tín dụng như SHB, BIDV, ACB,… nên các tổ chức tín dụng này sẽ hỗ trợ tích cực cho 584 trong việc tiếp cận nguồn vốn tín dụng.

3. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Khả năng sinh lời

Bảng 9: Thống kê các chỉ tiêu sinh lời của các công ty kinh doanh bất động sản

Chỉ tiêu (2009)	BCI	HAG	ITC	DIG	584	584 (2010 F)
ROE	17.4%	25.2%	8.3%	25.0%	41%	34,6%
ROA	6.9%	9.7%	3.7%	15.9%	8%	NA
LNTT/DT	56.2%	39.9%	20.3%	42.7%	46%	18,7%
LNST/DT	46.9%	29.5%	16.0%	35.4%	35%	14,3%

Nguồn: SHS Research

Mặc dù mới chuyển sang lĩnh vực đầu tư & kinh doanh bất động sản từ năm 2007, nhưng đến năm 2009 công ty đạt được hiệu quả kinh doanh khá cao với ROE ở mức 41% (trên vốn điều lệ 150 tỷ đồng), đạt mức khá trong nhóm các công ty động sản. Tuy nhiên, chỉ tiêu sinh lời của ngành giai đoạn tới sẽ giảm do hiện tượng tăng vốn ồ ạt bằng hình thức phát hành thêm cổ phiếu của nhiều công ty trong ngành. ROE năm 2010 của Công ty 584 cũng được dự báo sẽ giảm nhẹ xuống 34,6% (trên VĐL mới 360 tỷ đồng) so với năm 2009. Các chỉ tiêu về tỉ suất lợi nhuận như LNTT/DT và LNST/DT đều đạt mức cao tương ứng với 46% và 35%. Lợi nhuận của Công ty 584 năm 2009 chủ yếu đến từ việc hạch hạch toán một phần khoản lợi nhuận do định giá lại đất góp vốn dự án Nguyễn Oanh (102 tỷ đồng).

Năm 2010, mảng xây lắp dự kiến mang lại cho Công ty 366 tỷ đồng doanh thu và 15 tỷ đồng lợi nhuận. Do biên lợi nhuận của hoạt động này thấp (4%) nên kéo lợi nhuận ròng kế hoạch xuống chỉ còn 18,7%. Nếu tách riêng hoạt động xây lắp thì biên lợi nhuận của mảng bất động sản trong năm 2010 đạt mức 20,9%.

Cơ cấu vốn, vay nợ và khả năng thanh khoản

Bảng 10: Thống kê các chỉ tiêu tài chính của các công ty kinh doanh bất động sản

Chỉ tiêu	BCI	HAG	ITC	DIG	584
Thanh toán Nhanh (lần)	0,6	1,2	0,5	1,9	0,44
Thanh toán Hiện thời (lần)	3,0	1,7	1,6	2,7	1,57
Vay DH/Vốn CSH	23,5%	47,7%	14,9%	18,5%	180%

Vay DH/Tổng TS	9,2%	18,4%	6,7%	11,8%	26%
Vốn vay/Vốn CSH	40,5%	111,2%	49,5%	21,3%	285%

Do vốn chủ sở hữu năm 2009 tương đối thấp nên Công ty 584 có tỷ lệ vay nợ cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Tuy nhiên, tỷ lệ nợ vay của Công ty đã bị tác động rất nhiều bởi khoản vay dài hạn Ngân hàng ACB (215 tỷ đồng) để đầu tư sang Mỹ. Đây là khoản vay được ACB đảm bảo về thời hạn và chi phí lãi vay. Nếu loại trừ khoản vay này thì các chỉ tiêu cơ cấu vốn của Công ty sẽ được cải thiện đáng kể.

Sau khi tăng vốn điều lệ trong năm 2010, Công ty đã cải thiện được các chỉ số về khả năng thanh toán và hệ số đòn bẩy. Nếu tính trên cơ cấu vốn chủ sở hữu mới, vay ngắn hạn ngân hàng là 119 tỷ đồng, chỉ chiếm 21,4% trong 556 tỷ đồng vốn chủ sở hữu cuối Q1/2010. Sau giai đoạn tăng vốn và đẩy nhanh tiến độ triển khai dự án, khả năng thanh toán của Công ty đã được cải thiện đáng kể và đạt mức trung bình so với nhóm các công ty cùng ngành. Khả năng tiếp cận nguồn vốn Ngân hàng của Công ty vẫn được đánh giá là khá tốt.

4. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trên cơ sở đánh giá các dự án 584 đang triển khai, dự kiến tiến độ ghi nhận doanh thu và lợi nhuận, dự báo kết quả kinh doanh của Công ty trong năm 2010 như sau:

Bảng 11: Các chỉ tiêu kế hoạch và dự báo năm 2010

Các chỉ tiêu tài chính	**2009A**	**2010 Kế hoạch**	**2010 F (SHS dự báo)**
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	216	1.151	1.256
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	75	154	185,6
EPS (đồng)	5.019	4.289	5.156

Nguồn: 584, SHS Research

Lợi nhuận năm 2010 dự kiến tới từ các nguồn sau:

- ✓ Dự án Tân Kiên: 39,9 tỷ đồng (gồm18.4 tỷ đồng theo kế hoạch ban đầu và dự kiến tăng thêm 21,5 tỷ do giá bán tăng- SHS ước tính).
- ✓ Dự án Điện Biên Phủ: 27,79 tỷ đồng (theo kế hoạch điều chỉnh).
- ✓ Dự án 584 Lê Đức Thọ: 9,2 tỷ đồng.
- ✓ Dự án Nguyễn Oanh: 87 tỷ đồng (chưa tính phần lợi nhuận dự kiến tăng thêm từ 453 căn hộ của công đoàn BIDV không mua hết).

- ✓ Dự án Trịnh Đình Trọng: 6,7 tỷ đồng.
- ✓ Mảng xây lắp: 15 tỷ đồng.

Do Công ty 584 lập dự án vào thời điểm nguyên liệu đầu vào ở mức cao (năm 2008) nên rủi ro về giá thành tăng do chi phí nguyên vật liệu được loại bỏ. Bên cạnh đó, các dự án mang lại dòng tiền chủ chốt của Công ty như Tân Kiên, Nguyễn Oanh đều đã có kế hoạch đầu ra khá ổn định theo sự ấm lại của thị trường bất động sản. Chúng tôi đánh giá kế hoạch của công ty là khả thi. SHS dự báo tổng lợi nhuận năm 2010 của Công ty 584 là 185,6 tỷ đồng, cao hơn kế hoạch thận trọng của bản thân Công ty (154 tỷ đồng).

6. ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Định giá cổ phiếu NTB được xây dựng theo 3 phương pháp là: P/E, Giá trị tài sản ròng (NAV – Net Asset Value), và Giá trị thu nhập thặng dư (RI - Residual Income). Theo quan điểm thận trọng chúng tôi sử trọng số 3 phương pháp trên tương đương nhau dựa trên đặc điểm: P/E phản ánh giá trị cổ phiếu mang tính ngắn hạn, trong khi NAV, và RI phản ánh chính xác hơn về giá trị cổ phiếu trong trung hạn và dài hạn.

Phương pháp P/E

Hiện tại P/E trung bình của các doanh nghiệp ngành BĐS đang niêm yết là 15,55 lần (thống kê SHS ngày 7/5/2010). Trong vòng 6 tháng trở lại đây, VN-Index có mức biên độ biến động cao nhất là 21,8%, vì vậy để đảm bảo quan điểm thận trọng và an toàn trong định giá chúng tôi chọn mức chiết khấu 21,8% với P/E trung bình của thị trường. Giá cổ phiếu được xác định như sau:

P = P/E TB ngành * 0.75 * EPS (2009) = 15.55*0.782*5.156 = **62.697 đồng/CP**

Phương pháp RI

Bảng 12: Tổng hợp thu nhập từ các dự án của Công ty 584

TT	Tên dự án	Thời gian triển khai	Doanh thu (triệu đồng)	LNST dự kiến (triệu đồng)	LNST dự kiến (triệu đồng)			
					Năm 2010	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013
1	Khu Dân cư và căn hộ cao tầng 584 Tân Kiên - Quận Bình Chánh	2007–2010	865.469	73.000	18.408	-	-	
2	Khu căn hộ cao tầng Điện Biên Phủ - Quận Bình Thạnh	2010-2011	376.915	47.500	27.796	16.770	-	
3	Khu căn hộ cao tầng 584 Lê Đức Thọ - Quận Gò Vấp	2010-2011	156.688	26.013	9.243	16.770	-	
4	Khu Dân cư 584 Lilama SHB Plaza Nguyễn Oanh - Quận Gò Vấp	2009-2011	1.534.240	167.000	87.215	80.166	-	
5	Khu dân cư 584 Lilama SHB Building Trịnh Đình Trọng -	2009-2011	353.788	30.100	6.714	13.428	-	

	Quận Tân Phú							
6	Khu căn hộ cao tầng Anpha - Quận Bình Chánh (Tân Kiên mở rộng)	2011-2012	569.927	143.000	-	52.206	91.361	
7	Khu căn hộ cao tầng Phường 16 - Quận 8	2011-2012	248.688	58.400	-	21.245	37.179	
8	Khu căn hộ cao cấp 584 - Thảo Điền	2011-2013	1.583.884	617.900	-	53.414	182.181	382.305
9	TT Thương mại - VP - KS Chu Mạnh Trinh	2014-2063		48 tỷ hằng năm	-	-	-	
10	Khu dân cư Phường 13 - Quận Bình Thạnh	2012-2013	1.109.886	170.400	-	-	60.303	110.077
11	Xây lắp đường Gia Nghĩa - Tp. Buôn Mê Thuột	2010-2012	1.000.000	60.000	15.000	20.000	25.000	20.000
	Tổng cộng		**7.799.485**	**1.419.093**	**164.376**	**312.822**	**276.933**	**512.382**

Nguồn: 584, SHS Research

Theo thống kê trên, các dự án của 584 dự kiến triển khai trong năm 2010-2013 sẽ mang lại cho Công ty khoảng 1.311 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (chưa tính lợi nhuận từ hoạt động xây lắp và lợi nhuận từ dự án Chu Mạnh Trinh). Lợi nhuận này có thể phân bổ trong vòng 4 năm từ năm 2010. Riêng dự án TT Thương mại - VP - KS Chu Mạnh Trinh là cao ốc cho thuê, dự kiến sẽ mang lại 48 tỷ đồng lợi nhuận hàng năm trong vòng 50 năm kể từ 2014.

RI cho rằng giá trị doanh nghiệp là tổng của giá trị sổ sách và giá trị hiện tại của dòng lợi nhuận do doanh nghiệp có thể mang lại trong tương lai. Theo quan điểm thận trọng, chúng tôi chỉ tính giá trị hiện tại của dòng thu nhập ròng trong 4 năm 2010-2013 và giả định lợi nhuận ròng bình quân từ sau năm 2013 là 68 tỷ đồng mỗi năm. ***Đây là giả định được chúng tôi đưa ra dựa trên các yếu tố sau:***

- Dự án Trung tâm Thương mại, Văn phòng và Khách sạn tại Chu Mạnh Trinh bắt đầu triển khai từ năm 2014 sẽ mang lại khoản lợi nhuận cho thuê văn phòng đều đặn là 48 tỷ đồng/năm.
- Mảng thi công cầu đường sẽ mang lại cho Công ty khoản lợi nhuận 20 tỷ đồng/năm.

Trong phương pháp này, ***chúng tôi chưa tính tới nguồn thu từ các dự án tiềm năng mà Công ty đang chuẩn bị triển khai nghiên cứu khả thi và dự kiến sẽ đưa vào thực hiện trong những năm tới như:***

- Khu dân cư tại đại lộ Đông Tây thuộc P.An Lạc, Q.Bình Tân với quy mô 15,4 ha.
- Khu dân cư Tân Thuận Tây nằm trên mặt tiền Nguyễn Văn Linh, Q.7 được liên kết với Công ty TNHH Hoàn Cầu.
- Cao ốc văn phòng cho thuê số 38 - Nguyễn Huệ, Q.1 trên khuôn viên đất rộng 1.387 m^2 và được phép xây dựng cao 24 tầng với hệ số sử dụng đất 12 lần.
- Khu căn hộ cao tầng trên khu đất 2,2 ha nằm trong tổng thể khu

dân cư đô thị mới Vĩnh Lộc, P.Bình Hưng Hòa B, Q.Bình Tân có quy mô 29,2 ha.

- Khu căn hộ cao tầng, trung tâm thương mại và văn phòng cho thuê trên khuôn viên khu đất rộng 6.386.6 m^2 tại số 14 đường Tân Thành, Q.Tân Phú.
- Khu căn hộ, trung tâm thương mại và văn phòng cho thuê trên khuôn viên khu đất rộng 15.989 m^2 tại số 1 - đường Bạch Đằng, Q.Tân Bình.
- Khu bệnh viện đa khoa P6, Q.8 trên khuôn viên khu đất rộng 2,96 ha

Bảng 13: Kết quả định giá theo phương pháp RI *(Đơn vị: Triệu Đồng)*

COE	0.18				
WACC	0.16				
Năm	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014 về sau**
RI	164.376	312.822	276.933	512.382	68.000
Vốn chủ sở hữu	520.947				
Tổng giá trị hiện tại của dòng RI	1.081.365				
Tổng giá trị doanh nghiệp	1.602.312				
Giá cổ phiếu (đồng/CP)	**44.005**				
Giá cổ phiếu (đồng/CP)	**44.005**				

Nguồn: SHS Research

Phương pháp NAV

Đánh giá lại giá trị thực tế 9 lô đất kinh doanh của 584 đã và đang chuẩn bị triển khai năm 2010-2012, ngoài ra chưa tính đến các lô đất chuẩn bị triển khai sau năm 2013 thì NAV của 584 tăng lên 1.216,8 tỷ đồng.

Bảng 14: Định giá lại các lô đất kinh doanh của 584

STT	Diễn giải	Diện tích	Giá thị trường triệu đồng/m^2	Giá trị thị trường (của 584) triệu đồng	Giá vốn triệu đồng
1	Lô đất dự án 584 Tân Kiên: Đường Huỳnh Bá Chánh, Xã Tân Kiên, Huyện Bình Chánh, Tp.HCM	53.051	10	530.510	119.000
2	Lô đất khu căn hộ Phường 16, Quận 8: tại Phường 16, quận 8, Tp.HCM	3.928	4,7	18.461	18.000
3	Lô đất dự án Anpha 584: Đường Huỳnh Bá Chánh, Xã Tân Kiên, Huyện Bình Chánh, Tp.HCM	6.746	10	67.463	34.600
4	Lô đất dự án 584 Lilama-SHB Building: số 1010B, Trịnh Đình Trọng, P.Hòa Thạnh, Q.Tân Phú, Tp.HCM	4.664	15-20	81.616	73.000
5	Lô đất dự án căn hộ cao cấp 584 Điện Biên Phủ: tại số 34A, Điện Biên Phủ, P.25, Q.Bình Thạnh, Tp.HCM	1.978	25 - 30	54.389	176.600
6	Lô đất 584 Lilama SHB Plaza: tại Nguyễn Oanh, P.6 (P.17 cũ), Q.Gò Vấp, Tp.HCM	29.730	20 - 25	668.932	116.000
7	Lô đất dự án 584 Lê Đức Thọ: số 117 và 117A, P.17, Q.Gò Vấp, Tp.HCM	1.685	15-20	29.493	24.700
8	Lô đất dự án 584 – Thảo Điền: tại Đường Nguyễn Văn Hưởng, P.Thảo Điền, Q.2, Tp.HCM	7.868	40	188.830	94.000
9	Lô đất dự án TT Thương mại VP KS Chu Mạnh Trinh: số 34, 36, 42 Chu Mạnh Trinh và 33 Nguyễn Du, P.Bến Nghé, Q1, Tp.HCM	6274	200	125.490	64.000
Tổng cộng		**115.925**		**1.765.185**	**548.300**
Chênh lệch đánh giá lại tài sản				**1.216.885**	

Bảng 15: Kết quả định giá theo phương pháp NAV

Chênh lệch đánh giá lại tài sản (triệu đồng)	1.216.885
Vốn chủ sở hữu (triệu đồng)	520.947
Tổng giá trị tài sản ròng theo giá thị trường (triệu đồng)	1.737.832
Giá cổ phiếu (đồng/CP)	**48.300**

Nguồn: SHS Research

Tổng hợp kết quả định giá

Phương pháp định giá	Trọng số	Kết quả
P/E	33%	62.697
RI	33%	44.005
NAV	33%	48.300
Trung bình		**51.700**

Nguồn: SHS Research

KẾT LUẬN

Như vậy ước tính giá hợp lý của cổ phiếu NTB ở mức **51.700 đồng/cổ phần**. Đây là mức giá được tính toán trên cơ sở kết hợp 3 phương pháp định giá PE, RI, và NAV với các giả định thận trọng và chặt chẽ. Với mức giá tham chiếu ngày giao dịch đầu tiên là 42.000 đ/cổ phần, chúng tôi khuyến nghị MUA/NẮM GIỮ đối với cổ phiếu NTB cho cả mục tiêu đầu tư ngắn hạn và dài hạn.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối các quyết định mua bán hoặc nắm giữ cổ phiếu của cá nhân và tổ chức đầu tư. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo.

Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

SHS có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng SHS có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo nghiên cứu phân tích này.

PHÒNG PHÂN TÍCH SHS