

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu (VNĐ)	13,050
Giá thị trường	9,920
Lợi nhuận kỳ vọng	31,6%

## THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HOSE
Khoảng giá 52 tuần	11,800 – 7,800
Vốn hoá (tỷ đồng)	962
SL cổ phiếu lưu hành (cp)	93.878.384
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	851.495
Sở hữu nước ngoài	30,17%

## Diễn biến giá (1 năm)



Cổ đông lớn (%)	
KWE Beteiligungen AG	6,98
CTCP Đầu tư Tài chính Nhà nước TP HCM	6,00
Yurie Vietnam Securities Investment Trust (Stock)	5,76

## Tổng quan công ty

Công ty cổ phần Phát triển Nhà Thủ Đức (TDH) tiền thân là Công ty Quản lý & Phát triển Nhà Thủ Đức của Nhà Nước và được thành lập từ năm 1992. Công ty hiện đang hoạt động chính trong lĩnh vực đầu tư kinh doanh bất động sản và phát triển các khu đô thị, khu trung tâm thương mại, khu du lịch nghỉ dưỡng và xây dựng các công trình cơ sở hạ tầng khu công nghiệp và khu dân cư.

## Chuyên viên phân tích

Đoàn Nhật Anh  
+84904803663  
[anh.doan@ecsc.com.vn](mailto:anh.doan@ecsc.com.vn)

## Cập nhật KQKD

Từ năm 2015 tới 2018, doanh thu thuần (DTT) của TDH trải qua một thời kỳ tăng trưởng ấn tượng trên 20% mỗi năm, đặc biệt năm 2018 tăng cao kỷ lục với DTT đạt 2,400 tỷ đồng (+30,4% yoy) nhưng lợi nhuận sau thuế (LNST) chỉ đạt 93 tỷ đồng (-28,9% yoy). DTT chủ yếu đến từ mảng thương mại, xuất khẩu linh kiện điện tử, tăng 64,9% (701 tỷ đồng) và chiếm gần 75% tổng doanh thu. Mặc dù đóng góp lớn cho DTT nhưng biên lợi nhuận của mảng này rất thấp (1,6%). Thêm vào đó, do các sản phẩm đã được tiêu thụ hết và đóng góp tới hơn 50% lợi nhuận gộp nên doanh thu từ bất động sản giảm 27,6% (122 tỷ đồng) đã dẫn tới LNST giảm so với cùng kỳ. Dự báo doanh thu năm 2019 sẽ tăng trưởng mạnh nhờ các dự án được mở bán trong năm 2018 sẽ bắt đầu được ghi nhận.

Biên lợi nhuận gộp (BLNG) của TDH có xu hướng giảm qua các năm trong khi thấp nhất đạt 7,9% năm 2018 do chi phí giá vốn bán hàng tăng 38%. DTT tăng 30,4% nhưng giá vốn tăng cao hơn vì tỷ trọng doanh thu thương mại, xuất khẩu linh kiện điện tử tăng mạnh nhưng có BLNG không cao như hoạt động kinh doanh bất động sản làm cho tỷ lệ Giá vốn bán hàng/Doanh thu thuần tăng từ mức 87% năm 2017 lên thành 92% năm 2018. Ngoài ra, biên lợi nhuận sau thuế (BLNST) bắt đầu đi xuống sau khi đạt đỉnh năm 2016 (10,2%), rồi giảm còn 3,9% năm 2018. Nguyên nhân chính đến từ chi phí tài chính tăng 33 tỷ đồng (60%) chủ yếu lỗ từ việc thanh lý các khoản đầu tư 24 tỷ đồng và chi phí lãi vay tăng 5 tỷ đồng.

So sánh với các công ty ngành bất động sản năm 2018, các chỉ số của TDH tương đối thấp. Do doanh thu của TDH phần lớn đến từ mảng thương mại, xuất khẩu linh kiện điện tử nên BLNG và BLNST đều đạt thấp hơn nhiều so với Vinhomes (VHM), Novaland (NVL) và Nam long (NLG). Nhưng nếu tách riêng mảng kinh doanh bất động sản thì BLNG của TDH đạt 30%, hiệu quả hơn VHM (26%), công ty bất động sản lớn nhất Việt Nam. Thêm vào đó, cũng là công ty phát triển bất động sản tại khu vực phía Nam nhưng Nam Long có chỉ số ROE và ROA lần lượt đạt 18,4% và 8,7% cao hơn gần 3 lần so với TDH.

Trong Q3/2019, DTT đạt 1,169 tỷ đồng (tăng 79,0% so với Q3/2018) và LNG đạt 35 tỷ đồng (tăng 29,6% so với Q3/2018). Kết thúc 9T2019, DTT của TDH đạt 3,616 tỷ đồng (+97,8%yoy) và lợi nhuận sau thuế (LNST) đạt 103 tỷ đồng (+25,6%yoy), hoàn thành lần lượt 108,2% và 44,6% kế hoạch năm 2019. Doanh thu thuần tăng mạnh 9 tháng đầu năm và vượt chỉ tiêu cả năm là nhờ doanh thu từ bán hàng hoá tăng gấp đôi so với cùng kỳ. Thêm vào đó doanh thu hoạt động tài chính tăng vì không phát sinh chi phí thanh lý công ty con và chi phí bán hàng, quản lý doanh nghiệp giảm mạnh dẫn đến LNST cũng tăng mạnh. Dự báo LNST năm 2019 sẽ bắt đầu tăng trưởng trở lại do các dự án chưa đủ điều kiện ghi nhận trong năm 2018 như Citrine Apartment, TDH RiverView, Centum Wealth,... sẽ bắt đầu được hạch toán vào kết quả kinh doanh từ cuối năm nay.

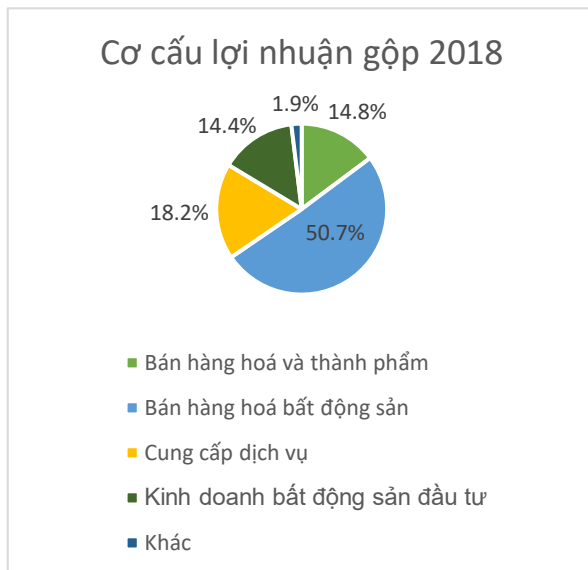
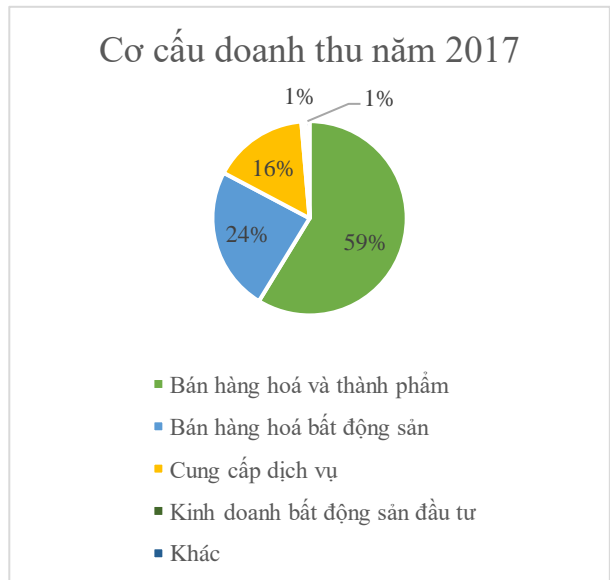
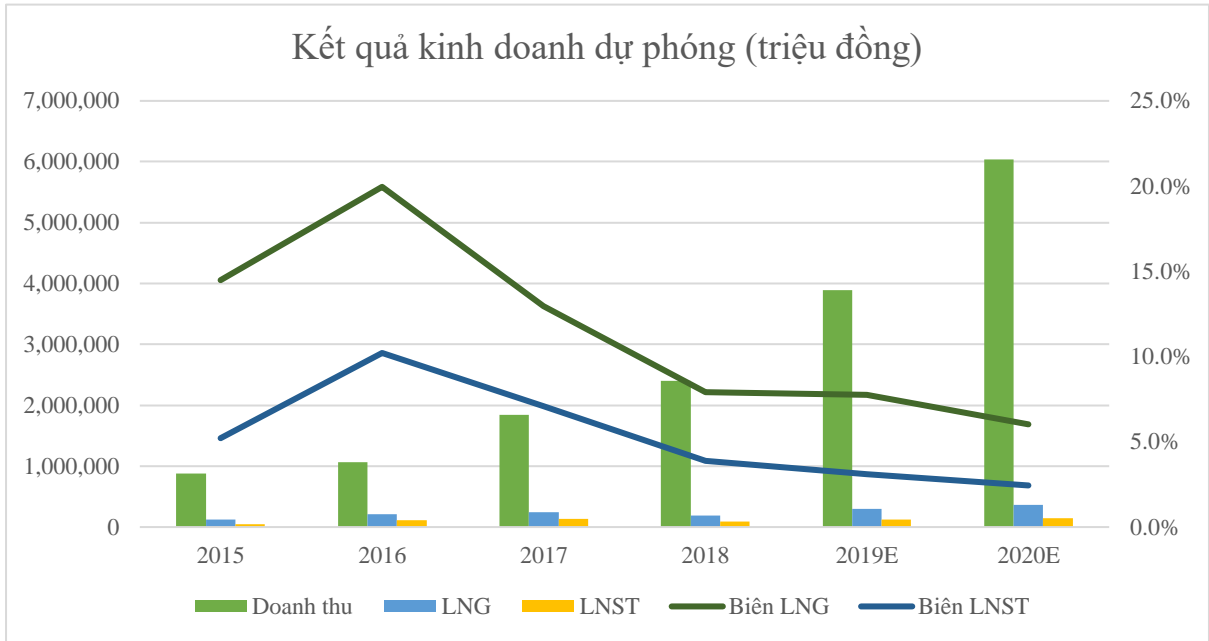
## Định giá

TDH hiện sở hữu quỹ đất lớn và đang phát triển các dự án tại nhiều thành phố lớn như Hà Nội, TP.HCM, ... tạo nền tảng cho sự tăng trưởng bền vững cho 5 năm tới. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu TDH với giá mục tiêu 12 tháng là 13,050 đồng/cp, lợi nhuận kỳ vọng là 31,6% (so với mức giá 9,920 đồng/cp ngày 20/12/2019), dựa trên phương pháp NAV.

**TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

<b>Kết quả hoạt động kinh doanh (triệu đồng)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ</b>	<b>1,060,296</b>	<b>1,840,018</b>	<b>2,400,065</b>	<b>3,889,200</b>	<b>6,041,494</b>
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>	20.2%	73.5%	30.4%	62.0%	55.3%
Giá vốn hàng bán	848,682	1,601,293	2,210,222	3,587,269	5,677,409
<b>Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ</b>	<b>211,613</b>	<b>238,726</b>	<b>189,843</b>	<b>301,931</b>	<b>364,085</b>
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	20.0%	13.0%	7.9%	7.8%	6.0%
Doanh thu hoạt động tài chính	81,301	66,344	81,985	125,087	194,310
Chi phí tài chính	62,785	54,154	86,763	99,719	111,703
Chi phí bán hàng	7,162	3,935	21,839	49,961	88,928
Chi phí quản lý doanh nghiệp	88,904	110,219	114,922	146,353	196,375
<b>Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>134,185</b>	<b>146,294</b>	<b>60,496</b>	<b>130,984</b>	<b>161,389</b>
Lợi nhuận khác	5,527	1,636	14,793	3,582	3,582
<b>Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế</b>	<b>135,821</b>	<b>161,087</b>	<b>115,127</b>	<b>134,566</b>	<b>164,970</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp</b>	<b>108,294</b>	<b>130,685</b>	<b>92,936</b>	<b>120,315</b>	<b>147,500</b>
<i>Biên lợi nhuận sau thuế</i>	10.2%	7.1%	3.9%	3.1%	2.4%

<b>Bản cân đối kế toán (triệu đồng)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>1,185,061</b>	<b>1,565,798</b>	<b>2,114,338</b>	<b>2,945,316</b>	<b>3,597,077</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	172,087	95,961	185,078	113,784	176,752
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	59,967	29,819	28,247	158,863	138,597
Các khoản phải thu ngắn hạn	690,574	972,607	1,058,834	1,233,659	1,357,025
Hàng tồn kho	260,849	401,837	695,835	1,191,908	1,602,193
Tài sản ngắn hạn khác	1,584	65,573	146,344	247,101	322,510
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>1,615,564</b>	<b>1,307,518</b>	<b>2,447,203</b>	<b>2,365,602</b>	<b>2,718,324</b>
Các khoản phải thu dài hạn	482,200	324,212	362,183	345,253	536,316
Tài sản cố định	83,503	94,115	505,334	512,431	552,514
Bất động sản đầu tư	64,590	61,308	61,310	99,688	154,856
Tài sản dở dang dài hạn	216,414	6,116	1,091,519	923,373	727,226
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	753,055	800,158	392,610	428,070	664,965
Tài sản dài hạn khác	15,397	21,245	25,318	46,327	71,964
Lợi thế thương mại	406	364	8,928	10,460	10,483
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>2,800,625</b>	<b>2,873,316</b>	<b>4,561,541</b>	<b>5,310,918</b>	<b>6,315,401</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>1,029,674</b>	<b>1,037,967</b>	<b>2,085,262</b>	<b>2,725,159</b>	<b>3,252,902</b>
Nợ ngắn hạn	727,722	814,639	1,638,099	2,273,991	2,704,084
Nợ dài hạn	301,952	223,328	447,163	451,168	548,818
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1,770,951</b>	<b>1,835,349</b>	<b>2,476,279</b>	<b>2,585,758</b>	<b>3,062,499</b>



Kết quả kinh doanh năm 2018 các công ty khác trong ngành

	BLNG	BLNST	ROE	ROA	P/E	P/B
Vinhomes (VHM)	26.0%	38.2%	49.0%	16.7%	17.2	5.11
Novaland (NVL)	33.7%	21.4%	19.1%	5.4%	18.5	2.9
Nam Long (NLG)	43.2%	25.5%	18.4%	8.7%	6.5	1.3
TDH	7.9%	3.9%	5.4%	3.1%	7.1	0.3

**PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ**

	2019E	2020E
Tổng cộng tài sản	5,310,918	6,315,401
Nợ phải trả	2,725,159	3,252,902
Số lượng cổ phiếu lưu hành	93.878	93.878
BVPS	27,544	32,622
P/B	0.40	0.40
<b>Giá mỗi cổ phiếu</b>	<b>11,018</b>	<b>13,049</b>

### **Khuyến cáo sử dụng**

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Eurocapital (ECC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Eurocapital (ECC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Eurocapital (ECC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của ECC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán Eurocapital.

#### **Công ty cổ phần chứng khoán Eurocapital**

Tầng 5, Tòa nhà Mặt Trời Sông Hồng, Số 23 Phan Chu Trinh, Phường Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội.

Điện thoại: +84 2432181896

Website: [www.ecsc.com.vn](http://www.ecsc.com.vn)