## CTCP QUỐC CƯỜNG GIA LAI

# Kỳ vọng tăng trưởng đột biến từ dự án Phước Kiển

**Đánh giá: MUA**

**Phân tích cổ phiếu | Bất động sản**

**Ngày 8 tháng 9 năm 2010**


**Lê Mạnh Dũng**
**Trưởng phòng Nghiên cứu và Phân tích**
dunglm@vietinbanksc.com.vn
+84 4 39747169

**Nguyễn Thu Huyền**
**Phó phòng Nghiên cứu và Phân tích**
huyennt@vietinbanksc.com.vn
+84 4 39747952

**Đặng Thu Trang**
**Chuyên viên**
trangdt@vietinbanksc.com.vn
+84 4 39747952


**P/NAV ở mức 0.48x, chiết khấu đáng kể 46% so với mức trung bình ước tính của ngành hiện khoảng 0.90x.** Theo tính toán của chúng tôi, với quỹ đất hiện có, NAV/cổ phần của QCG bằng khoảng 56.527 VND. Với giá giao dịch ngày 08/09/2010 bằng 27.000 VND thì cổ phiếu QCG đang được giao dịch ở mức giá khá hấp dẫn, thấp hơn 52% so với NAV của công ty.

**Dự án Phước Kiển - "Bò sữa" tương lai của QCG.** Trong các dự án QCG đang dự định triển khai, chúng tôi đánh giá cao dự án Khu dân cư Phước Kiển. Với doanh thu và lợi nhuận kỳ vọng của cả dự án tương ứng khoảng 14.000 tỉ VNĐ và 7.000 tỉ VNĐ, chúng tôi cho rằng Phước kiển sẽ là "bò sữa" tương lai của QCG.

**Chúng tôi cho rằng Công ty cần cải thiện mạnh vấn đề quản trị công ty.** Mặc dù Chủ Tịch kiêm Tổng Giám Đốc công ty đã có hơn 15 năm kinh nghiệm điều hành và phát triển doanh nghiệp tư nhân Quốc Cường Gia Lai từ con số 0 cho tới ngày nay, tuy nhiên với quy mô và tốc độ tăng trưởng tài sản như hiện nay, chúng tôi cho rằng nếu công ty không tập trung cải thiện vấn đề quản trị công ty và phát triển nguồn nhân lực thì quản trị sẽ là điểm yếu ảnh hưởng đến khả năng phát triển của công ty trong tương lai.

**Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá bán mục tiêu là 40.000 đồng**/cổ phiếu trên cơ sở vốn điều lệ là 1.215 tỷ đồng, tương đương P/E 2010E 8.96x, P/B 2010E 1.44x, EV/EBITDA 2010E 5.8x và P/NAV 2010E 0.7x

**Thông tin cổ phiếu**

| | |
|---|---|
| Mã cổ phiếu: | QCG |
| Giá cổ phiếu (8/9/2010): | 27.000 |
| Giá mục tiêu, đồng: | 40.000 |
| Số cp lưu hành: | 121.518.144 |
| Giá trị vốn hóa, tỷ đồng: | 3.281 |
| KLGDBQ 10 ngày: | 601,261 |
| P/NAV 2010E | 0.48x |
| ROE (2010E): | 24,2% |

**Biến động cổ phiếu QCG trên HOSE**

QCG

VN- Index

| DỰ BÁO TÀI CHÍNH, tháng 9 | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|---|
| Lợi nhuận ròng, tỷ VNĐ | 9 | 123 | 362 | 537 | 703 |
| EPS, VNĐ | 272 | 3,694 | 4,486 | 4,422 | 5,785 |
| Thay đổi EPS (YoY) | | 1256% | 21% | -1% | 31% |
| FCFF/ cổ phần, VNĐ | (19,107) | 1,727 | (11,159) | 1,454 | 1,728 |

| SỐ LIỆU ĐỊNH GIÁ, tháng 9 | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|---|
| P/E | 99.2 | 7.3 | 6.0 | 6.1 | 4.7 |
| EV/EBITDA | 60.7 | 8.9 | 4.4 | 4.4 | 3.3 |
| P/B | 1.4 | 1.2 | 1.0 | 1.2 | 1.0 |


*VietinBankSc mong muốn tìm kiếm các cơ hội hợp tác với các công ty được phân tích trong các báo cáo này. Do đó, các nhà đầu tư nên chú ý rằng VietinBankSc có thể có những xung đột về lợi ích mà có thể ảnh hưởng đến tính khách quan của báo cáo này. Các nhà đầu tư nên coi báo cáo này chỉ như là một trong những yếu tố xem xét trong việc ra quyết định đầu tư của mình.*

| DỰ BÁO TÀI CHÍNH, tỷ đồng | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|---|
| Doanh thu thuần | 23 | 328 | 1,414 | 1,766 | 2,265 |
| *Tăng trưởng DTT* | | *1354%* | *331%* | *25%* | *28%* |
| Lợi nhuận gộp | (2) | 44 | 604 | 850 | 1,100 |
| *Tăng trưởng LNG* | *-10.9%* | *13.5%* | *42.7%* | *48.1%* | *48.6%* |
| Lợi nhuận từ HĐKD | (13) | 29 | 540 | 770 | 998 |
| *Tăng trưởng LNHĐKD* | *-57.8%* | *8.9%* | *38.2%* | *43.6%* | *44.1%* |
| Lợi nhuận ròng | 9 | 123 | 362 | 537 | 703 |
| *Tăng trưởng LNR* | *40.0%* | *37.3%* | *25.6%* | *30.4%* | *31.0%* |

| DỰ BÁO BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN, tỷ đồng | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|---|
| Tiền và các khoản tương đương tiền | 47 | 31 | 135 | 180 | 304 |
| Các khoản phải thu | 197 | 210 | 1,484 | 1,805 | 2,129 |
| Hàng tồn kho | 957 | 1,402 | 1,373 | 1,397 | 1,719 |
| Tài sản cố định hữu hình | 16 | 18 | 100 | 185 | 270 |
| Tài sản khác | 843 | 925 | 1,263 | 1,356 | 1,599 |
| **Tổng cộng tài sản** | **2,108** | **2,632** | **4,402** | **4,970** | **6,067** |
| Nợ ngắn hạn | 1,402 | 1,658 | 1,947 | 2,059 | 2,526 |
| Vay ngắn hạn | 206 | 264 | 206 | 210 | 258 |
| Nợ dài hạn | 61 | 221 | 206 | 210 | 258 |
| Vay dài hạn | 61 | 221 | 206 | 210 | 258 |
| Vốn chủ sở hữu | 622 | 745 | 2,242 | 2,694 | 3,276 |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số | 23 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| **Tổng cộng nguồn vốn** | **2,108** | **2,632** | **4,402** | **4,970** | **6,067** |

| CHỈ SỐ TÀI CHÍNH, tháng 9 | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|---|
| D/E, % | 42.9 | 65.1 | 18.4 | 15.6 | 15.7 |
| Khả năng chi trả lãi vay | 1,583.5 | 10,293.5 | 9.3 | 14.3 | 16.4 |
| ROE, % | 1.5 | 17.9 | 24.2 | 21.8 | 23.6 |
| ROA, % | 0.4 | 5.2 | 11.9 | 12.6 | 13.8 |
| Khả năng TT hiện hành | 1.1 | 1.1 | 1.9 | 2.1 | 2.1 |
| Khả năng TT nhanh | 0.45 | 0.22 | 1.22 | 1.38 | 1.40 |

*Nguồn: Báo cáo công ty, VietinBankSc dự báo*

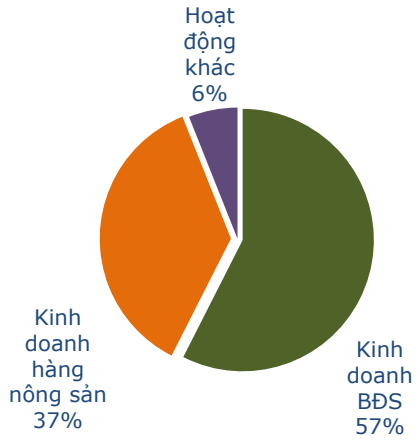
## MÔ TẢ CÔNG TY

CTCP Quốc Cường Gia Lai (QCG) thành lập năm 1994. Khởi nghiệp trong lĩnh vực kinh doanh gỗ và nông sản. Đến năm 2009, QCG đã trở thành công ty bất động sản tăng trưởng cao, CAGR (2010E-2008) cho doanh thu đạt 691% và cho lợi nhuận ròng là 532%. Với quỹ đất hiện có, chúng tôi cho rằng, bất động sản sẽ là lĩnh vực kinh doanh chính mang lại lợi nhuận chủ yếu cho QCG trong những năm tiếp theo.

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi tin đầu tư vào QCG tại P/NAV=0.48x với CAGR (2009-2012E) cho doanh thu là 90% và lợi nhuận là 79% kỳ vọng sẽ tạo ra lợi nhuận đầu tư tốt cho nhà đầu tư.

**Cơ cấu doanh thu 2009**



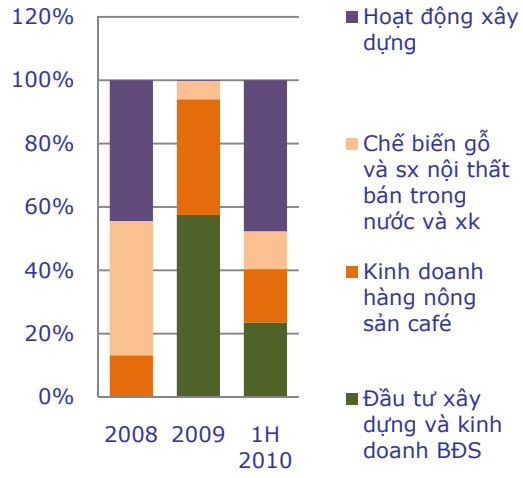
| BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ, tỷ đồng | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|---|
| **LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH** | | | | | |
| Lợi nhuận ròng | 9 | 123 | 362 | 537 | 703 |
| Khấu hao | 6 | 4 | 18 | 35 | 55 |
| Giảm (tăng) khoản phải thu khách hàng | -1 | -45 | -578 | 38 | -165 |
| Giảm (tăng) khoản trả trước cho người bán | -376 | 250 | -611 | -87 | -233 |
| Giảm (tăng) các khoản phải thu khác | -196 | 32 | -697 | -359 | -158 |
| Giảm (tăng) hàng tồn kho | -957 | -445 | 28 | -24 | -322 |
| Giảm (tăng) tài sản ngắn hạn khác | -5 | -1 | -21 | -7 | -10 |
| Tăng (giảm) phải trả người bán | 22 | -6 | 31 | 6 | 15 |
| Tăng (giảm) ứng trước của khách hàng | 1,074 | 28 | -79 | 23 | 218 |
| Tăng (giảm) thuế và các khoản phải nộp Nhà nước | 10 | 29 | 72 | 14 | 34 |
| Tăng (giảm) phải trả người lao động | - | - | 1 | - | - |
| Tăng (giảm) các khoản phải trả, phải nộp khác | 90 | 147 | 322 | 65 | 152 |
| **Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh** | **-324** | **116** | **-1,152** | **243** | **289** |
| **LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ** | | | | | |
| Bán (mua) tài sản cố định | -311 | -59 | 194 | -120 | -140 |
| Bán (mua) các khoản đầu tư ngắn hạn | -217 | -272 | - | - | - |
| Bán (mua) các khoản đầu tư dài hạn hạn | -3 | -5 | - | - | - |
| Giảm (tăng) các tài sản dài hạn khác | | | | | |
| **Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư** | **-531** | **-337** | **194** | **-120** | **-140** |
| **LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH** | | | | | |
| Tiền thu từ phát hành cổ phiếu, mua bán cổ phiếu | 530 | - | 1,196 | - | - |
| Chi trả cổ tức | -3 | 1 | -61 | -85 | -122 |
| Tăng (giảm) từ chênh lệch tỷ giá hối đoái | | | | | |
| Tăng (giảm) các quỹ dự trữ | 85 | -1 | - | - | - |
| Tăng (giảm) về lợi ích thiểu số | 23 | -15 | - | - | - |
| Tăng (giảm) các khoản nợ ngắn hạn | 206 | 58 | -58 | 4 | 48 |
| Tăng (giảm) các khoản nợ trung-dài hạn | 61 | 160 | -15 | 4 | 48 |
| Tăng (giảm) các khoản nợ khác | | | | | |
| **Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính** | **901** | **204** | **1,062** | **-78** | **-25** |
| Tiền và các khoản tiền tương đương | 46 | -17 | 105 | 45 | 124 |
| Lưu chuyển tiền thuần đầu kỳ | 1 | 47 | 31 | 135 | 180 |
| Lưu chuyển tiền thuần cuối kỳ | 47 | 31 | 135 | 180 | 304 |

*Nguồn: Báo cáo công ty, VietinBankSc dự báo*

## GIỚI THIỆU CÔNG TY

***Hoạt động kinh doanh của QCG bao gồm: kinh doanh nông sản, khai thác, chế biến gỗ và kinh doanh bất động sản.***

**Cơ cấu doanh thu**




Thành lập từ năm 1994, với số vốn điều lệ 259 tỷ đồng, hoạt động kinh doanh chính của QCG là khai thác chế biến gỗ xuất khẩu, mua bán- xuất khẩu nông lâm sản. Đến năm 2005, thời điểm phát triển của chung cư và khu đô thị, QCG đã dần mở rộng kinh doanh sang lĩnh vực bất động sản. Bước đầu, QCG cùng với XNTD Hoàng Anh thành lập Công ty TNHH Xây dựng và Phát triển Nhà Hoàng Anh và đã thành công với dự án Khu căn hộ cao cấp Hoàng Anh 1 & 2. Nắm bắt được nhu cầu của thị trường bất động sản, QCG đã phát triển với chiến lược đa dạng hóa phân khúc sản phẩm cho từng đối tượng khách hàng. Bên cạnh đó, kinh nghiệm gần 20 năm trong lĩnh vực chế biến gỗ mà trong đó, sản phẩm gỗ của QCG chủ yếu là các sản phẩm nội thất phục vụ cho công trình căn hộ và văn phòng cũng góp phần hỗ trợ cho chiến lược phát triển kinh doanh bất động sản của QCG. Trong năm 2010, công ty đang tiếp tục triển khai và hoàn thành 11 dự án, trong đó có tới 10 dự án khu chung cư, căn hộ và biệt thự.

***QCG tập trung phát triển hoạt động kinh doanh bất động sản***

| Tên dự án | Diện tích sàn xây dựng (m2) |
|---|---|
| Khu căn hộ Quốc Cường 1 | 22,977 |
| Khu căn hộ Giai Việt | 140,000 |
| Khu căn hộ The Mansion | 32,000 |
| Biệt thự Cảnh Sông SGX - 13E | 32,184 |
| Khu căn hộ Quốc Cường 2 | 80,658 |
| Nhà phố liền kề - 6B Bình Chánh | 8,712 |
| Khu căn hộ Hiệp Phú | 115,019 |
| Khu dân cư phường 7 | 7,109 |
| Cao ốc văn phòng Nguyễn Thị Minh Khai | 8,762 |
| Khu dân cư Phước Kiển | 4,199,130 |
| Khu văn phòng TM 81-83 Lý Chính Thắng | 65,000 |
| Khu căn hộ Detesco | 41,401 |
| Khu văn phòng Võ Thị Sáu | 3,500 |
| **Tổng cộng** | **4,756,452** |

***P/NAV = 0.48x - thị giá giao dịch thấp hơn 52% so với NAV***

QCG hiện có quỹ đất sạch khoảng 34.3 ha, đang triển khai 11 dự án bất động sản trong khu vực Quận 7, Quận 8, Huyện Bình Chánh, Huyện Nhà Bè. Phần lớn các dự án này đều được đền bù trong thời gian từ 2007-2008 nên chi phí giải phóng mặt bằng tương đối thấp so với chi phí hiện nay. Theo tính toán của chúng tôi, với quỹ đất như trên, NAV/cổ phần của QCG bằng bằng 56.527 VND. Với giá giao dịch ngày 08/9/2010 bằng 27.000 VND/CP thì cổ phiếu QCG đang được giao dịch ở mức giá khá hấp dẫn, thấp hơn 52% so với NAV của công ty, và thấp hơn 46% so với mức P/NAV trung bình của các công ty phát triển bất động sản hàng đầu tại Việt Nam, hiện tại dự tính ở mức 0.90x

QCG đang nỗ lực gia tăng quỹ đất sạch hiện có thêm gần 80 ha để phát triển các dự án Khu dân cư Đa Phước, Khu dân cư Phước Kiển (giai đoạn 2), Văn Phòng Thương Mại 81-83 Lý Chính Thắng, Văn Phòng Thương Mại Võ Thị Sáu. Nếu các dự án trên được triển khai thành công thì tổng quỹ đất sạch của QCG sẽ lên tới 114.3 ha. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là tiềm lực lớn tạo động lực cho sự tăng trưởng của QCG trong tương lai.

***Dự án Phước Kiển - "Bò sữa" tương lai của QCG***

Trong các dự án QCG đang dự định triển khai trong tương lai, chúng tôi đánh giá cao dự án Khu dân cư Phước Kiển. Với lợi nhuận kỳ vọng của cả dự án khoảng 7.000 tỉ, chúng tôi cho rằng Phước kiển sẽ là "bò sữa" tương lai của QCG.

Dự án Phước Kiển của QCG nằm trong tổng thể dự án quy mô 152 ha của Sadeco; cách Phú Mỹ Hưng khoảng 1Km, nằm giáp ranh với khu dân cư giai đoạn 1, 2 và đối diện với khu dân cư Trung Sơn và Trường Đại học RMIT. Với diện tích khuôn viên khoảng 93ha, QCG dự kiến sẽ phát triển Phước Kiển thành một khu đô thị cao cấp nằm trong quần thể các khu đô thị lớn ở Nam Sài Gòn.

Dự án được phát triển thành hai giai đoạn. Hiện nay, QCG đã tiến hành đền bù xong 98% của 27 ha ở giai đoạn 1 và đang xin quy hoạch 1/500 cho giai đoạn 2 của dự án. Dự án được kỳ vọng sẽ mang lại khoảng 14.000 tỷ doanh thu và 7.000 tỉ lợi nhuận của QCG trong giai đoạn từ 2011-2015.

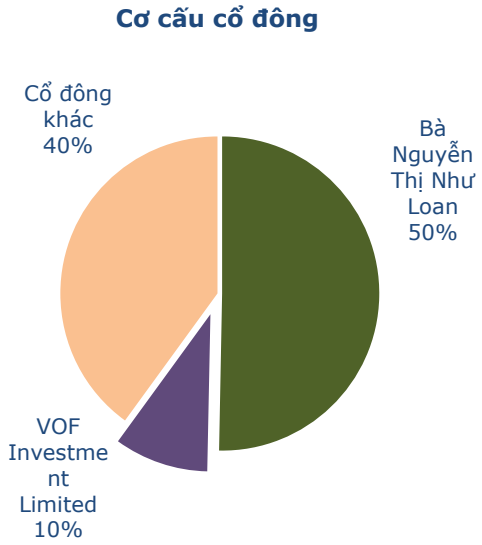
***Bất động sản là lĩnh vực kinh doanh chính giúp QCG tăng trưởng nhanh và bền vững trong giai đoạn 2010-2012***

Mặc dù, các dự án bất động sản mới bắt đầu đóng góp vào doanh thu của QCG từ năm 2009. Tuy nhiên, đây sẽ là lĩnh vực kinh doanh chính của QCG trong tương lai. Theo tính toán của chúng tôi, các dự án bất động sản sẽ giúp QCG duy trì được tỉ lệ tăng trưởng bình quân (CAGR) của doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 90% và 79% trong giai đoạn 2009-2012E. Mức tăng trưởng cao này sẽ tạo nên đột phá cho sự phát triển của công ty.

***Tình hình tài chính lành mạnh với tỉ lệ nợ vay thấp***

Trong năm 2009, tỉ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của công ty là 65%, trong đó nợ vay phải trả lãi chỉ chiếm 26% tổng nợ của QCG do công ty chiếm dụng được vốn của khách hàng mua nhà trong thời gian thực hiện dự án. Đối với các dự án bất động sản dân dụng, QCG nhận vốn góp của người mua thông qua "hợp đồng góp vốn". Qua đó, người mua thường ứng trước 95% giá trị hợp đồng cho chủ đầu tư trước khi nhận nhà. Và đây là cách làm khá phổ biến của các công ty kinh doanh bất động sản hiện nay do cung luôn không đáp ứng được cầu. Chúng tôi đánh giá cao cách làm này của QCG vì nó vừa giảm một lượng lớn chi phí lãi vay cho những khoản đầu tư khổng lồ vào dự án và vừa tăng tính chắc chắn cho các khoản doanh thu trong tương lai của công ty.

***Quản trị công ty- băn khoăn của chúng tôi***




Chúng tôi khá quan ngại về vấn đề quản trị công ty của QCG. Hiện nay, Chủ tịch Hội đồng Quản trị kiêm Tổng giám đốc Nguyễn Thị Như Loan, hiện nắm giữ 50,32% quyền sở hữu công ty là người điều hành chính các công việc lớn nhỏ của QCG. Mặc dù, bà Loan đã có 15 năm kinh nghiệm điều hành và phát triển doanh nghiệp tư nhân Quốc Cường Gia Lai từ con số 0 cho tới ngày nay, tuy nhiên, với khối lượng tổng tài sản trên 4.000 tỷ đồng, tốc độ tăng trưởng tổng tài sản khoảng hơn 30%/năm của QCG, chúng tôi cho rằng nếu QCG không tập trung phát triển nguồn nhân lực thì quản trị sẽ là điểm yếu ảnh hưởng đến khả năng phát triển của công ty trong tương lai.

***Chiến lược phát triển quan hệ nhà đầu tư cần được cải thiện***

Một vấn đề nữa chúng tôi băn khoăn là chiến lược quan hệ nhà đầu tư của QCG. Theo chúng tôi, QCG chưa thực sự có kinh nghiệm trong việc công bố thông tin và quan hệ cổ đông. Chúng tôi cho rằng Công ty cần cải thiện hoạt động này để tránh những hiểu lầm không cần thiết có thể xảy ra vì lợi ích của Công ty và các cổ động hiện hữu và tiềm năng.

## CƠ SỞ ĐỊNH GIÁ

***Bất động sản sẽ là mảng kinh doanh đem lại lợi nhuận chủ yếu cho QCG cho các năm tiếp theo do đó trong mô hình tài chính, chúng tôi chỉ dự báo doanh thu và lợi nhuận của QCG từ mảng kinh doanh bất động sản của công ty***

***Khu căn hộ Quốc Cường Gia Lai 1***

Với mục tiêu nhắm tới phân khúc thị trường nhà cao cấp, dự án căn hộ cao cấp Quốc Cường Gia Lai 1- tại 28/4 đường Trần Xuân Soạn, Phường Tân Kiểng, Quận 7, Thành phố Hồ Chí Minh với diện tích khuôn viên 3.535 m2 và tổng diện tích sàn xây dựng 22.977 m2- bao gồm căn hộ, penthouse và trung tâm thương mại, có số vốn đầu tư dự kiến lên tới 217 tỷ đồng. Trong đó, QCG góp 90% số vốn đầu tư. Dự án được khởi công từ năm 2007 và thời gian dự kiến hoàn thành vào tháng 8 năm 2010. Chúng tôi dự tính doanh thu của QCG từ dự án này đạt 272 tỷ đồng dựa trên giả thiết giá bán trung bình 15.500.000 đồng/ m2. Tổng chi phí của dự án khoảng 217 tỷ đồng dựa trên giả định chi phí đầu tư của khu căn hộ này là 10.500.000 đồng/m2. Lợi nhuận gộp của dự án khoảng 55 tỷ đồng được phân bổ trong giai đoạn 2009- 2011 lần lượt là 30%, 40% và 30%.

***Khu căn hộ Giai Việt***

Dự án khu căn hộ Giai Việt gồm 3 blocks căn hộ cao 30 tầng và ½ block trung tâm thương mại cao 25 tầng, nằm tại 340 Chánh Hưng, P5, Q8, Tp. HCM có diện tích sàn xây dựng 326.717 m2. Trong đó, QCG sở hữu 49,9% dự án với 140.000 m2 sàn và 119.000 m2 diện tích đất thương phẩm. Tổng chi phí đầu tư dự kiến là 1.470 tỷ đồng. Khởi công từ năm 2009, tính đến nay, dự án đã được hoàn thành 40% và dự kiến sẽ hoàn thành vào năm 2012. Theo chúng tôi, dự án này sẽ đem lại 2.440 tỷ đồng doanh thu và 970 tỷ đồng lợi nhuận gộp. Tính toán của chúng tôi dựa trên giả định giá bán trung bình của khu căn hộ Giai Việt là 20.500.000 đồng/ m2; chi phí đầu tư 10.500.000 đồng/m2. Với lộ trình phân bổ doanh thu, lợi nhuận của dự án lần lượt là 17%, 30% và 38% cho các năm từ 2010 đến 2012.

***Khu căn hộ The Mansion***

Nằm trên đường Nguyễn Văn Linh trong tổng thể dự án 32 khu 13E xã Phong Phú, huyện Bình Chánh, dự án khu căn hộ The Mansion gồm 208 căn hộ với tổng diện tích sàn 32.000 m2 trong khuôn viên 5.577 m2. Theo chúng tôi, dự án này sẽ đem lại 225,7 tỉ doanh thu và 28.7 tỉ lợi nhuận dựa trên giả định giá bán trung bình là 8,3 triệu/m2 và chi phí đầu tư 6.1 triệu đồng/m2. Dự án này sẽ phân bổ 60% lợi nhuận trong năm 2010.

***Biệt thự Cảnh Sông SGX - 13E***

Dự án Biệt thự Cảnh Sông SGX – 13E nằm trong tổng thể dự án Intrescco 32 ha kéo dài từ mặt đường Nguyễn Văn Linh vào sâu bên trong giáp ranh rạch Chồm với diện tích khuôn viên là 7.152 m2. Diện tích chưa bán là 3.600 m2. Theo ước tính của chung tôi với giá bán trung bình 19 triệu đồng/m2, dự án này sẽ đem lại cho QCG 68.4 tỷ đồng doanh thu và 32 tỷ đồng lợi nhuận gộp trong năm 2010. Với chi phí đầu tư cho 1m2 là 10.000.000 đồng, tổng chi phí đầu tư dự án là 36 tỷ đồng. Tỉ lệ phân bổ trong giai đoạn 2010-2012 tương ứng là 40%, 40% và 20%.

***Khu căn hộ Quốc Cường 2***

Nằm trên mặt tiền đường Nguyễn Tri Phương, xã Bình Hưng, huyện Bình Chánh, Tp. HCM, khu căn hộ Quốc Cường 2 gồm 4 block- 600 căn hộ với tổng diện tích sàn 80.658 m2, diện tích đất thương phẩm 68.559 m2. Dự án này được chia làm 2 giai đoạn: giai đoạn 1 đang khởi công xây dựng 2 block- 300 căn hộ, giai đoạn 2 khởi công 2 block gồm căn hộ và trung tâm thương mại. Chi phí đầu tư dự án là 8 triệu đồng/m2, tổng chi phí đầu tư khoảng 613 tỷ đồng, trong đó QCG góp 95%. Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận của QCG từ dự án này là 1.432 và 820 tỷ đồng. Tỉ lệ phân bổ doanh thu và lợi nhuận của dự án này trong giai đoạn 2010-2012 tương ứng là 15%, 17% và 20%.

***Dự án Nhà phố liền kề -6B Bình Chánh***

QCG sở hữu 100% dự án Nhà phố liền kề- 6B Bình Chánh gồm 2 dãy nhà nằm vuông góc với nhau trên đường Nguyễn Tri Phương, lô số 4 với diện tích khuôn viên là 8.712 m2. Dựa trên giá bán trung bình 10.300.000 đồng/ m2, Dựa trên giá bán trung bình 10.300.000 đồng/ m2, chúng tôi dự báo tổng doanh thu từ dự án Nhà phố liền kề - 6B Bình Chánh có thể đạt 89,7 tỷ đồng và lợi nhuận gộp 72 tỷ đồng. Tỉ lệ phân bổ lợi nhuận trong giai đoạn 2011-2012 tương ứng là 10% và 29%.

***Khu căn hộ Hiệp Phú***

Dự án khu căn hộ Hiệp Phú nằm tại quận 9, Tp. HCM khởi công từ đầu năm 2010, có tổng diện tích sàn xây dựng 115.019 m2. Dự án này đã hoàn thành việc giải phóng mặt bằng vào tháng 5/2010. Dựa trên tỷ lệ sở hữu 55% dự án và giả định giá bán trung bình 1m2 là 18.500.000 đồng, chúng tôi dự báo tổng doanh thu và lợi nhuận của toàn dự án có thể đạt tương ứng 995 tỷ đồng và 312 tỷ đồng. Tuy nhiên, dự án này mới được khởi công từ đầu năm 2010, nên QCG có thể chỉ ghi nhận 7% doanh thu dự án vào năm nay.

***Khu dân cư phường 7***

Dự án khu dân cư phường 7, quận 8, Tp. HCM là khu vực được đánh giá là có tiềm năng lớn, cách đại lộ Nguyễn Văn Linh 600m theo quy hoạch là đường vành đai ngoài. Cơ sở hạ tầng của dự án đã hoàn thành và đang trong quá trình xây dựng. Dự án có tổng diện tích sàn xây dựng 7.109 m2. Chi phí đầu tư của QCG vào dự án ước tính 21 tỷ đồng. Với giá bán trung bình 1 nhà tại khu dân cư phường 7 là 15.000.000 đồng, chúng tôi dự báo QCG sẽ đạt được 106 tỷ đồng doanh thu và 70 tỷ đồng lợi nhuận gộp cho toàn dự án. Tỉ lệ phân bổ doanh thu, lợi nhuận trong giai đoạn 2010-2012 tương ứng là 20%; 32% và 30%.

***Cao ốc văn phòng Nguyễn Thị Minh Khai***

Nằm tại 472 Nguyễn Thị Minh Khai, phường 2, quận 3, Tp. HCM, dự án cao ốc văn phòng cho thuê Nguyễn Thị Minh Khai khởi công từ đầu năm 2009 và đã hoàn thành đưa vào sử dụng. Với 8.762 m2 diện tích sàn xây dựng, tòa nhà văn phòng cho thuê Nguyễn Thị Minh Khái có độ cao 15 tầng đang nằm trong kế hoạch bán của QCG. Chúng tôi dự báo QCG sẽ thu về 438 tỷ đồng doanh và 227 tỉ đồng lợi nhuận từ dự án này dựa trên giả định giá bán bình quân là 50 triệu đồng/1m2 và chi phí đầu tư là 24 triệu đồng/1m2. Lợi nhuận từ dự án này sẽ được phân bổ hết trong năm 2010.

***Khu dân cư Phước Kiển***

Khu dân cư Phước Kiến là dự án QCG sở hữu 100% vốn đầu tư, nằm tại huyện Nhà Bè, Tp. HCM, có tổng diện tích khuôn viên là 933.140 m2. Trong đó, diện tích đất biệt thự loại A 112.237 m2, diện tích đất cho nhà phố 121.373 m2 diện tích đất khuôn viên 139.632 m2. Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu từ dự án khoảng 14.027 tỷ đồng với lợi nhuận gộp đạt 7.299 tỷ đồng dựa trên giá bán trung bình của biệt thự loại A, nhà phố và đất khuôn viên lần lượt là 45 triệu đồng/ m2, 27 triệu đồng/ m2 và 30 triệu đồng/ m2. Tuy nhiên, QCG có thể sẽ chưa ghi nhận phần doanh thu từ dự án này trong năm 2010.

***Khu căn hộ Detesco***

Dự án khu căn hộ Detesco nằm ở quận 2, Tp. HCM đã được phê duyệt và hoàn thành quá trình giải phóng mặt bằng. Khu căn hộ này có tổng diện tích sàn xây dựng 41.401 m2. Tỷ lệ sở hữu của QCG trong dự án này chiếm 90% tổng vốn đầu tư. Chúng tôi dự báo dự án khu căn hộ Detesco sẽ đem lại 712 tỷ đồng doanh thu và 338 tỷ đồng lợi nhuận dựa trên mức giá bán trung bình 22,5 triệu đồng/m2 và chí phí đầu tư 10 triệu đồng/m2. Tỉ lệ phân bổ doanh thu, lợi nhuận trong giai đoạn 2010-2012 tương ứng 5%; 10% và 20%.

## ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU QCG

**Chúng tôi định giá cổ phiếu công ty Quốc Cường Gia Lai trên cơ sở các doanh nghiệp trong ngành trong khu vực, và định giá của 10 doanh nghiệp cùng ngành niêm yết tại Việt Nam.**

**Định giá các doanh nghiệp ngành bất động sản của Trung Quốc** cho thấy các công ty trong ngành này đang giao dịch ở mức trung bình và trung vị mức P/E 2010E lần lượt là 14x, 13,2x và P/B 2010E lần lượt là 1,6x và 1,5x.

| Công ty | P/E (x) | | | P/B (x) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2009A | 2010E | 2011E | 2009A | 2010E | 2011E |
| Agile Property | 16.9 | 12.6 | 12.3 | 2.2 | 1.6 | 1.4 |
| BJ Capital Land | 8.3 | 6.5 | 6.1 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| C C Land | | 66.5 | 20.0 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| China Overseas | 18.0 | 16.1 | 12.7 | 3.2 | 2.7 | 2.3 |
| China Resources Land | 44.6 | 23.5 | 15.5 | 2.2 | 2.1 | 1.9 |
| Country Garden | 16.9 | 18.8 | 12.0 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |
| Fashion Prop | 18.3 | 15.5 | 13.5 | 1.2 | 1.2 | 1.1 |
| Glorious Property Holdings | 6.1 | 9.0 | 6.8 | 1.6 | 1.4 | 1.2 |
| Greentown China | 13.9 | 11.9 | 7.9 | 1.3 | 1.5 | 1.4 |
| Guangzhou R&F | 12.0 | 11.7 | 9.9 | 2.1 | 2.2 | 2.1 |
| GZI REIT | 12.5 | 13.8 | 13.7 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| Hopson | 2.8 | 6.9 | 5.5 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| KWG Property | 19.5 | 16.0 | 12.1 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |
| Longfor | 17.9 | 17.8 | 9.9 | 3.3 | 2.9 | 2.3 |
| New World China | 56.8 | 16.7 | 16.1 | 0.3 | 0.4 | 0.4 |
| Poly HK Inv | 31.8 | 22.0 | 16.6 | 1.9 | 1.7 | 1.6 |
| Shanghai Forte Land | 10.1 | 6.3 | 6.9 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| Shenzhen Investment | 8.8 | 10.0 | 8.5 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| Shimao Property | 16.4 | 11.6 | 9.3 | 2.0 | 1.9 | 1.6 |
| Sino- Ocean Land | 15.7 | 12.4 | 10.6 | 1.3 | 1.2 | 1.2 |
| Vanke | 16.5 | 12.3 | 10.7 | 2.4 | 2.0 | 1.7 |
| Yanlord | 11.3 | 13.7 | 11.8 | 1.6 | 1.5 | 1.3 |
| **Trung bình ngành bất động sản** | **15.0** | **14.0** | **11.1** | **1.7** | **1.6** | **1.4** |
| **Trung vị ngành bất động sản** | **16.4** | **13.2** | **11.3** | **1.5** | **1.5** | **1.3** |

*Nguồn: Báo cáo chiến lược đầu tư tại Trung Quốc- Citigroup, 26/7/2010*

**Định giá 10 doanh nghiệp cùng ngành đang niêm yết tại Việt Nam** cho thấy các công ty này đang giao dịch ở mức trung bình và trung vị mức P/E 2010E lần lượt là 16,6x, 8,8x và P/B 2010E khoảng 2,7x và 1,9x.

| STT | Mã chứng khoán | Giá cổ phiếu | Vốn hóa (tỷ đồng) | P/E 2009 | P/B 2009 | P/E 2010P | P/B 2010P |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | BCI | 42.9 | 3,100 | 15.0 | 2.6 | 11.1 | 2.1 |
| 2 | HAG | 74 | 21,609 | 18.2 | 4.6 | 10.9 | 3.2 |
| 3 | ITC | 25.7 | 1,776 | 16.3 | 1.3 | 9.3 | 1.2 |
| 4 | NTL | 69 | 2,263 | 5.7 | 4.1 | 4.3 | 2.1 |
| 5 | SJS | 68 | 6,800 | 9.6 | 3.8 | 8.0 | 2.6 |
| 6 | TDH | 38.6 | 1,462 | 6.4 | 1.2 | 7.6 | 1.0 |
| 7 | VIC | 59.5 | 21,853 | 24.3 | 10.6 | 86.4 | 9.4 |
| 8 | VCG | 26.1 | 7,785 | 1,342.2 | 2.6 | 18.4 | 2.3 |
| 9 | HDG | 86 | 1,742 | 8.5 | 4.4 | 7.0 | 2.7 |
| 10 | DIG | 46 | 4,508 | 7.4 | 2.0 | 9.0 | 1.6 |
| | | | | **Trung bình** | | **17.2** | **2.8** |
| | | | | **Trung vị** | | **9.2** | **2.2** |

*Nguồn: HOSE, HNX, Cafef, Báo cáo của các công ty, giá cổ phiếu ngày 8/9/2010, dự báo của VietinBankSc*

## ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP GIÁ TRỊ TÀI SẢN RÒNG (NAV)

Đối với các dự án QCG đã đền bù và chưa triển khai dự án, NAV của dự án được tính bằng thu nhập khả thi nếu tiến hành chuyển nhượng dự án (tính trên phần đất mà công ty đã đền bù xong). Hai dự án được tính theo phương pháp này là Dự án Khu Dân cư Phước Kiển và Dự án căn hộ Detesco. Đối với các dự án đang triển khai, NAV được tính bằng doanh thu của dự án qua các năm chiết khấu về thời điểm hiện tại theo WACC giả định bằng 18%.

| GIÁ TRỊ TÀI SẢN RÒNG | |
|---|---|
| **NAV của các dự án** | **6,802,596,365,550** |
| **Giá vốn** | **2,183,275,202,403** |
| *Hàng tồn kho* | *1,373,373,282,153* |
| *Chi phí đầu tư* | *809,901,920,250* |
| **Tổng tài sản của Công ty** | **4,402,385,268,558** |
| **Tổng nợ** | **2,152,598,002,370** |
| **NAV của công ty** | **6,869,108,429,335** |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành | 121,518,144 |
| **NAV/ cổ phiếu** | **56,527** |
| Thị giá ngày 8/9/2010 | 27,000 |
| **P/NAV** | **0.48** |

NAV của QCG được định giá bằng 56.527 đồng/cổ phiếu. Với giá giao dịch tại ngày 8/9/2010 thì giá giao dịch chỉ bằng 48% giá trị NAV/ cổ phiếu.

## KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU QCG

| ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS | 272 | 3,694 | 4,486 | 4,422 | 5,785 |
| P/E | 99.2 | 7.3 | 6.0 | 6.1 | 4.7 |
| **Định giá theo P/E** | | | **39,925** | **44,218** | **57,849** |
| EBITDA /cp | 554 | 4,554 | 6,928 | 6,629 | 8,664 |
| EV /cp | 34,705 | 41,775 | 31,533 | 30,068 | 29,840 |
| EV/EBITDA | 60.7 | 8.9 | 4.4 | 4.4 | 3.3 |
| **Định giá theo EV/EBITDA** | | | **40,184** | **46,400** | **60,651** |
| BV/cp | 18,730 | 22,436 | 27,810 | 22,170 | 26,955 |
| P/B | 1.4 | 1.2 | 1.0 | 1.2 | 1.0 |
| **Định giá theo P/B** | | | **41,715** | **44,340** | **53,910** |
| **GIÁ HỢP LÝ CỦA CỔ PHIẾU** | | | **40,184** | **44,340** | **57,849** |

Ghi chú: Chúng tôi đã bao gồm số lượng 1.203.149 cổ phần dự kiến phát hành cho cán bộ chủ chốt vào tổng số lượng cổ phần dự báo cho năm 2010, tại giá giả định là 20.000 đồng/cổ phiếu, đây là giá chào bán tối thiểu theo kế hoạch của công ty. Ngoài ra, số lượng cổ phiếu để tính EPS là số lượng cổ phiếu bình quân gia quyền của từng năm.

**Trên cơ sở so sánh với các kết quả định giá nói trên, chúng tôi khuyến nghị MUA với giá bán mục tiêu 40.000 đồng/cổ phiếu.**

Chúng tôi đã lập mô hình tính toán dòng tiền khả dụng của QCG và định giá QCG theo 3 phương pháp: P/E, EV/EBITDA và P/B. Trung vị kết quả 3 phương pháp này cho thấy giá bán mục tiêu của QCG khoảng 40.000 đồng/cổ phiếu, tương đương P/E 2010E 8,9x, EV/EBITDA 2010E 5,8x, P/B 2010E 1,5x và P/NAV 2010E 0.7x. Trong tính toán này chúng tôi đã **chiết khấu đi khoảng 20% cho chỉ số P/NAV của QCG so với trung bình ngành** để phản ánh những băn khoăn của chúng tôi về quản trị công ty vào giá bán kỳ vọng của cổ phiếu.

Chúng tôi tin là các số liệu định giá khi thoái vốn này là phù hợp so với định giá các cơ hội đầu tư cổ phiếu khác hiện nay.

**Xác nhận của người viết**

Chúng tôi, Lê Mạnh Dũng, Nguyễn Thu Huyền, Đặng Thu Trang, xác nhận rằng những quan điểm, nhận định, dự báo và ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm của cá nhân chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có các khoản thu nhập nào của chúng tôi đã, đang hoặc sẽ liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trình bày trong báo cáo nghiên cứu này.

## Khuyến cáo

Báo cáo này được phát hành bởi VietinBankSc. Các thông tin, nhận định trong báo cáo này được VietinBankSc xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin có sẵn, đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy và hợp pháp. Tuy nhiên, VietinBankSc không đảm bảo tính đầy đủ, chính xác của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý các nhận định, dự báo trong báo cáo này mang tính chủ quan của người viết. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.


**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM**
**VIETINBANK SECURITIES JOINT STOCK COMPANY**

**Trụ sở chính**
306 Bà Triệu, Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
Tel: (84.4) 62 780012
Fax: (84.4) 39 741760

**Chi nhánh Tp. Hà Nội**
65 Trần Duy Hưng, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (84.4) 35 565858
Fax: (84.4) 35 565959

**Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**
63 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3 TP.HCM
Tel: (84.8) 38 209986
Fax: (84.8) 38 200921

Website: www.vietinbanksc.com.vn
Email: phantich@vietinbanksc.com.vn