

I. Điểm nhấn đầu tư:

- Hoạt động của Công ty CP Xây dựng và Phát triển Đô thị tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu (UDC) và duy trì và tập trung chủ yếu ở 03 lĩnh vực chính: Xây dựng các công trình, kinh doanh bất động sản và phát triển các dự án.
- Trong các năm gần đây, trong bối cảnh nền kinh tế trong nước nhiều khó khăn, dẫn đến hoạt động của Công ty chịu những ảnh hưởng lớn bởi nguồn vốn đầu tư, lãi suất vay, giá nguyên nhiên liệu tăng và đặc biệt đầu ra của thị trường bất động sản gặp nhiều khó khăn. Một số dự án trọng điểm đang triển khai thực hiện thiếu vốn đầu tư phải điều chỉnh kế hoạch hoàn thành, từ đó ảnh hưởng đến công tác thu hồi vốn và kinh doanh như khách sạn Phú Mỹ, Chung cư Bàu Sen. Từ những yếu tố đó làm cho hiệu quả kinh doanh của Công ty không được như kế hoạch đã đề ra.
- Do thiếu các lợi thế cạnh tranh sắc bén, hoạt động kinh doanh của Công ty nhìn chung không có gì nổi trội mặc dù không lỗ. Các dự án bất động sản tại thành phố Vũng Tàu của Công ty khá nhiều song mức thanh khoản không cao và triển vọng đem lại doanh thu và lợi nhuận không cao.
- Hiện tại, Công ty đang lên kế hoạch tái cơ cấu bằng cách bán bớt các khoản đầu tư kém hiệu quả và dự án Chung cư Bàu Sen, nhằm thu hồi tiền mặt qua đó giảm áp lực nợ vay và đầu tư vào các dự án khác hiệu quả hơn.
- Gần đây, UDC quyết định chuyển nhượng toàn bộ 3,24 triệu cổ phiếu tại CTCP Cấp thoát nước Quảng Nam với giá chuyển nhượng 10.000 đồng/cổ phiếu. Như vậy nếu việc chuyển nhượng thành công, UDC sẽ thu về khoảng 32,4 tỷ đồng. Chúng tôi đánh giá cao động thái chủ động tái cơ cấu của ban lãnh đạo Công ty.
- Công ty sở hữu 51 % công ty VNG (đang niêm yết trên HSX). Hiện nay, VNG đang sở hữu ba khách sạn là khách sạn golf Đà Lạt, khách sạn golf Hội An và khách sạn golf Cần Thơ. Mặc dù ba khách sạn này đang hoạt động thiếu hiệu quả (doanh thu và lợi nhuận của VNG rất thấp) song chúng tôi đánh giá cao giá trị của khách sạn golf Cần Thơ. Đây là một khách sạn đạt tiêu chuẩn 4 sao nằm trên một vị trí đẹp tại TP Cần Thơ. Thị trường đang định giá VNG là 7,000 VNĐ/cp do lợi nhuận thấp song chưa nhìn nhận giá trị tài sản của VNG. Chúng tôi đánh giá sơ bộ, NAV của VNG xứng đáng mức 13,000/cp.

- Hiện tại, UDC đang tìm đối tác để chuyển nhượng lại VNG. Chúng tôi cho rằng giá trị của tài sản ròng của VNG cao hơn đáng kể so với mức thị giá hiện nay và đạt khoảng 13,000 VNĐ/cp. Như vậy giả sử UDC có thể tìm được đối tác và chuyển nhượng lại 51% của VNG thì số tiền thu được trong thương vụ này là 86 tỷ VNĐ. Điều này có thể gây tác động tích cực lên hoạt động kinh doanh hiện tại khi Công ty giảm bớt nợ vay qua đó giảm đáng kể chi phí tài chính trong năm sau.

II. Phân tích HĐ.SXKD (UDC – HOSE)

1. Thông tin cơ bản:

- UDC tập trung vào chủ yếu ở 03 lĩnh vực chính: Xây dựng các công trình, kinh doanh bất động sản và phát triển các dự án. Trong đó, hoạt động xây lắp có biên lợi nhuận thấp do Công ty không có lợi thế cạnh tranh rõ ràng. Hoạt động, bất động sản và phát triển các dự án đang đình trệ do thị trường trầm lắng và Công ty đang thiếu nguồn tài chính để triển khai.

STT	Dự án	Diện tích	Vị trí	Tiến độ
1	Cao ốc Bàu Sen	9.575,8 m2 (cao ốc 25 tầng, dự kiến 756 căn hộ)	Nằm giao giữ đường Võ Thị Sáu và Hoàng Hoa Thám, trung tâm thành phố Vũng Tàu, gần bãi biển	Xây dựng xong phần thô
2	Khu nhà ở Phú Mỹ (góc đường CHINFON)	34.425,46 m2 (356.4m2 sàn)	Nằm tại góc 2 mặt tiền đường quốc lộ 51 và đường vào cảng Chinfon	Đã hoàn thiện Khu nhà ở đang có nhiều căn buôn bán và làm văn phòng công ty rất sầm uất. Hiện chỉ còn lại 30 căn duy nhất, khách hàng mua sẽ nhận nhà ngay.
3	Khu biệt thự biển Long Hải	8.008m2	Tọa lạc tại khu du lịch biển Long Hải, huyện Long Điền, tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu	Xây dựng hoàn chỉnh hệ thống cơ sở hạ tầng
4	Trung tâm thương mại kết hợp nhà ở (ngã ba lò vôi)	22ha (399 căn nhà liên kế, 163 căn nhà vườn, 02 chung cư với 700 căn hộ, 01 siêu thị, 01 bến xe cùng các trường học)	nằm tại khu vực trung tâm khu dân cư của huyện Long Điền, việc đầu tư dự án này sẽ cung ứng một lượng nhà ở mang tính chất hiện đại cho nhân dân khu vực và các vùng lân cận và các dịch vụ kèm theo đó hệ thống trung tâm thương mại, bến xe	Chưa GPMB xong Kế hoạch khởi công dự án vào quý IV năm 2010 và bắt đầu kinh doanh bán căn hộ từ quý II năm 2011. Thời gian hoàn thành dự án là 5 năm .
5	Khu nhà ở cao cấp Á Châu	94.389,7 m2	Hoàng Hoa Thám. P2, Vũng Tàu	Đã hoàn thành
6	Khu dân cư Phước Long Thọ	143,1ha	xã Phước Long Thọ, huyện Đất Đỏ Nhằm đáp ứng nhu cầu về nhà ở cho cư dân khu vực và cán bộ công nhân viên làm việc tại các khu công nghiệp trên địa bàn huyện Đất Đỏ.	UBND tỉnh chấp thuận chủ trương đầu tư
7	Khu biệt thự và nghỉ dưỡng Hoa Anh Đào	120,7 ha (340 nền biệt thự, 247 nền liền kề)	Nằm trên trục tỉnh lộ 44 là tuyến du lịch ven biển nổi tiếng của tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu. Cách Vũng Tàu 25km, trung tâm Bà Rịa – Vũng Tàu 15km, suối nước nóng Bình Châu, sân Golf Phước Hải, khu du lịch Minh Đạm, Long Hải, Hồ Cốc, rừng Xuyên Mộc	UBND tỉnh chấp thuận chủ trương đầu tư



- Địa bàn kinh doanh của Công ty chủ yếu tại Tp Vũng Tàu. Với các dự án bất động sản chủ yếu và hoạt động xây lắp. Ngoài ra UDC sở hữu 51% Công ty VinaGolf hiện đang sở hữu ba khách sạn 4 sao là: khách sạn golf Đà Lạt, khách sạn golf Hội An và khách sạn golf Cần Thơ. Tuy nhiên, VNG cũng đang hoạt động thiếu hiệu quả với doanh thu và lợi nhuận rất thấp, mặc dù tài sản khá đáng giá.
- **Trong các năm tới, Công ty định hướng:** Tiếp tục tập trung phát huy thế mạnh của Công ty trong các lĩnh vực như: Nhận thầu thi công các loại hình công trình xây dựng; kinh doanh bất động sản và đầu tư kinh doanh các dự án về du lịch, cảng biển, khu công nghiệp, xây dựng vị thế, thương hiệu của Công ty trong cộng đồng các doanh nghiệp, các khách hàng, các đối tác trong và ngoài nước. Cơ cấu, sắp xếp lại vốn tại các công ty con, công ty liên kết, các khoản đầu tư tài chính dài hạn nhằm tăng hiệu quả đầu tư vốn.

2. Hoạt động SXKD trong những năm gần đây:

❖ Hoạt động SXKD 3 năm trở lại đây:

- Về thị trường, năm 2013 là một năm khó khăn với hầu hết các công ty bất động sản do tình hình kinh tế khó khăn và thị trường bất động sản ảm đạm với số lượng hàng tồn kho và lãi suất cao. Hoạt động kinh doanh của UDC cũng không nằm ngoài ảnh hưởng nhất là khi các dự án BDS của công ty tập trung tại Vũng Tàu với mức độ hồi phục nhu cầu BDS yếu hơn các thành phố lớn khác. Cụ thể:
- Lợi nhuận chủ yếu của Công ty tập trung ở lĩnh vực kinh doanh bất động sản, tuy nhiên từ năm 2010 đến nay thị trường này gặp nhiều khó khăn, đặc biệt là thị trường căn hộ khó tiêu thụ sản phẩm lớn nhất của Công ty hiện nay là căn hộ Cao ốc Bàu Sen cũng không nằm ngoài khó khăn đó, sức mua hạn chế dẫn đến nguồn thu đạt thấp và ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận của Công ty. Cơ cấu doanh thu của công ty cũng có sự thay đổi đáng kể khi chuyển dịch phần lớn sang hoạt động xây lắp và doanh thu từ bán thành phẩm, hàng hóa khác đã chiếm tới 71,7% trong năm 2012. Hoạt động BDS chỉ chiếm 8,1% trong cơ cấu doanh thu. Hoạt động cung cấp dịch vụ khách sạn chiếm trên 20% doanh thu 2012.
- Lãi suất đã có xu hướng giảm trong hai năm gần đây tuy nhiên nhu cầu vay vốn để hoàn thiện dự án của công ty vẫn ở mức cao do đó chi phí lãi vay vẫn ở mức cao ảnh hưởng giảm

đáng kể tới lợi nhuận 2013 của Công ty (chi phí lãi vay lũy kế đến quý 4/2013 là 18,79 tỷ đồng).

- Tỷ lệ lợi nhuận của các Công ty con đạt thấp cũng đã ảnh hưởng chung đến lợi nhuận của Công ty mẹ. Trong hai năm gần đây, lợi nhuận từ công ty con và các công ty liên kết của Công ty đều âm trung bình 1.1 tỷ đồng/năm ảnh hưởng tới KQKD của công ty. Điều đó cho thấy các công ty con và công ty liên kết của UDC hoạt động không hiệu quả.

❖ **Danh sách công ty liên kết liên doanh của UDC:**

Công ty con	Số lượng CP	VND
Công ty CP du lịch Golf Việt Nam	6,630,000	68,268,201,951
Công ty CP Thành Chí	2,289,000	28,537,082,305
Công ty TNHH MTV Du lịch UDEC		8,524,843,384
Tổng		105,330,127,640

❖ **Danh sách công ty con của UDC:**

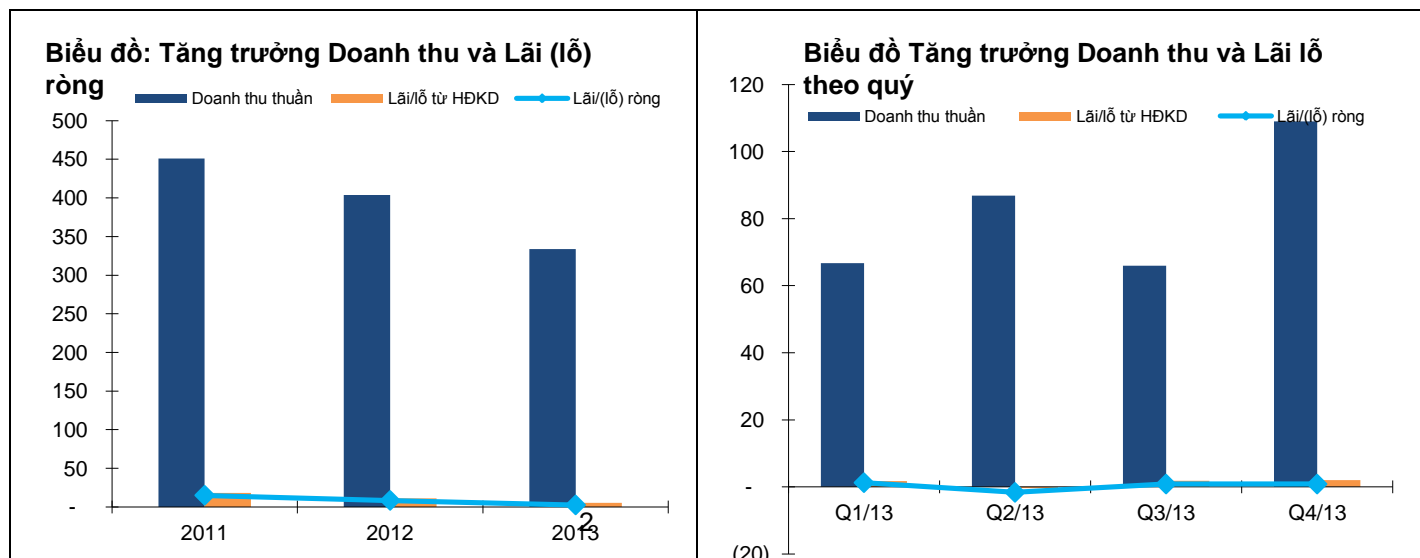
Công ty liên kết liên doanh	Số lượng CP	VND
Công ty CP Golf Vũng Tàu	1,127,932	11,279,324,208
Công ty CP Golf Vũng Tàu		135,316,500
Công ty TNHH DL VinaGolf Angkor		22,249,628,365
Tổng		33,664,269,073

❖ **Danh sách khoản đầu tư dài hạn khác của UDC (BCTC 2012):**

Đầu tư dài hạn khác	Số lượng CP	VND
Công ty CP du lịch Núi lớn núi nhỏ và cáp treo Vũng Tàu	2,250,000	22,500,000,000
CTCP Cấp thoát nước Quảng Nam	3,240,000	32,400,000,000
Ngân hàng TMCP ĐTPT Việt Nam		1,314,850,500
Tổng		56,214,850,500

Riêng khoản đầu tư dài hạn khác của UDC cập nhật đến **Q4/2013**, khoản mục này đã giảm xuống còn **23,81 tỷ đồng** so với đầu năm tương ứng giảm 32,4 tỷ đồng. Cụ thể, UDC quyết định chuyển nhượng toàn bộ 3,24 triệu cổ phiếu tại CTCP Cấp thoát nước Quảng Nam với giá chuyển nhượng 10.000 đồng/cổ phiếu. Như vậy nếu việc chuyển nhượng thành công, UDC sẽ thu về khoảng 32,4 tỷ đồng. **Khoản mục này chưa được nghi nhận trong năm 2013 nhưng rất có thể việc chuyển nhượng cho đối tác sẽ được nghi nhận vào doanh thu tài chính năm 2014.**

Trong năm 2014, công ty có chủ trương tiếp tục thực hiện thoái vốn tại các Công ty Vinagolf, Công ty Cổ phần Du lịch Núi lớn Núi nhỏ và Cáp treo Vũng Tàu; Công ty Cổ phần Cấp thoát nước Quảng Nam. Nếu chuyển nhượng thành công tính theo giá vốn, UDC sẽ ghi nhận doanh thu tài chính 66,2 tỷ đồng. Việc cơ cấu lại danh mục đầu tư, thu gọn hoạt động tập trung vào lĩnh vực chính sẽ khiến UDC hoạt động hiệu quả.



❖ **Hiệu quả kinh doanh tính đến 2013:**

- Doanh thu và lợi nhuận của UDC có xu hướng giảm dần trong 3 năm gần đây, tuy nhiên trong năm 2014 công ty đang trong xu hướng cơ cấu lại hoạt động kinh doanh, bán bớt các khoản đầu tư tại công ty con, công ty liên kết, các khoản đầu dài hạn sẽ bổ xung vốn giúp công ty giảm bớt gánh nặng nợ vay.

❖ **Triển vọng trong năm 2014 trở đi, công ty sẽ hoạt động ổn định và hiệu quả hơn do:**

- Công đang chuyển dần tỷ trọng doanh thu từ các dịch vụ, kinh doanh BDS sang mảng Xây lắp làm core kinh doanh chính của công ty. Tuy nhiên biên lợi nhuận của mảng này hiện tại là rất mỏng do đó triển vọng tăng trưởng lợi nhuận là không đáng kể hoặc số lượng hợp đồng ký mới phải tăng lên cùng với khả năng tài chính sau khi cơ cấu của công ty.
- Công ty tái cơ cấu các hoạt động đầu tư không hiệu quả, tinh gọn bộ máy và qua đó cắt giảm chi phí. Công dự kiến thoái vốn tại các khoản đầu tư không hiệu quả với tổng giá vốn thoái lên tới 66,2 tỷ đồng. Riêng thương vụ VNG nếu chuyển nhượng được theo giá thị trường thì riêng doanh thu tài chính từ thương vụ này có thể lên tới 86 tỷ đồng bổ xung vốn kinh doanh cho UDC.
- Chúng tôi đánh giá cao bước chuyển dịch chiến lược quyết đoán này của ban lãnh đạo Công ty. Tuy nhiên, hành động trên là cơ bản để Công ty cải thiện cơ bản tình trạng tài chính của mình. Chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ bán được một phần dự án chung cư Bàu Sen (đã hoàn thành vào Q4/2013) và dự kiến chuyển sang NOXH hoặc chuyển nhượng toàn bộ dự án cho đối tác khác. Tổng giá trị dự án Bàu Sen hiện tại ở dạng hàng tồn kho sẵn sàng để bán khoảng trên 400 tỷ đồng.

❖ **Dự phóng lợi nhuận 2014:**

Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của UDC trong năm 2014 sẽ khởi sắc nhờ khoản lợi nhuận từ việc bán các khoản đầu tư, vốn tại VNG cộng thêm các công trình xây lắp sẽ dồi dào hơn. Giả định mức bán VNG sẽ là giá 13,000 VNĐ/cp. Khoản lợi nhuận đạt được sẽ là khoảng 20 tỷ VNĐ, lợi nhuận sau thuế của UDC trong năm 2014 sẽ khoảng 35 tỷ VNĐ. EPS dự phóng sẽ vào khoảng 1,000 VNĐ/cp. Với sự kỳ vọng cho mức độ tăng trưởng lợi nhuận cao, song vị thế ngành của Công ty khá thấp, mức PE kỳ vọng cho UDC từ 10 đến 12 (PE thị trường là 14,3 lần) là hợp lý, giá hợp lý của UDC là 12.000 đồng/CP.

3. Đánh giá tài chính

❖ Doanh thu:

- Doanh thu của UDC có sự chững lại và suy giảm trong 2 năm gần đây do hai yếu tố cơ bản. **Thứ nhất**, thị trường bất động sản trầm lắng trong các năm 2011, 2012 và 2013 đặc biệt là thị trường bất động sản tại Vũng Tàu vẫn chưa có dấu hiệu khả quan cộng thêm các hoạt động đầu tư xây dựng giảm khiến doanh thu xây lắp cũng giảm. **Thứ hai**, hoạt động kinh doanh khách sạn của các công ty con của UDC cũng không có khởi sắc.
- Mặc dù có quỹ đất khá, nhiều tài sản giá trị song hoạt động kinh doanh không khởi sắc khiến các tài sản này không phát huy hiệu quả.
- Mô hình kinh doanh của Công ty khá đơn giản tương đối dàn trải và không có một lợi thế cạnh tranh đáng kể nào trong cả 3 mảng hoạt động chính. Mảng kinh doanh khách sạn đáng ra khá có tiềm năng khi UDC sở hữu 51% VNG (có 3 khách sạn 4 sao) song do quản lý kinh doanh không hiệu quả nên doanh thu lợi nhuận thấp và không tăng trưởng.
- Chúng tôi cho rằng trong một hai năm tới, khả năng tăng trưởng doanh thu của UDC nhìn chung cũng có thể khả quan hơn do thị trường bất động sản phục hồi và hoạt động xây lắp có tiến triển song nhìn chung không kỳ vọng vào sự biến chuyển mang tính đột phá.

Total Revenue	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	2 2%
UDC		358.96	465.02	450.90	431.80	426.67	
Construction & Materials	455.90	489.37	600.84	675.99	604.56	546.58	
%D diff of indus		-27%	-23%	-33%	-29%	-22%	
Revenue Growth	2009	2010	2011	2012	ave 4y	0 2%	
UDC		0.0%	29.5%	-3.0%	-4.2%		7.4%
Construction & Materials		7.3%	22.8%	12.5%	-10.6%		14.8%
%D diff of indus			30%	-124%	-60%		-50%

❖ Lợi nhuận:

- Lợi nhuận của UDC suy giảm đều trong 4 năm gần đây. Công ty gần như không có lãi trong năm 2013 do doanh thu xây lắp, bất động sản giảm trong khi chi phí quản lý tăng cao. Nguyên nhân chủ yếu vẫn là tình hình kinh tế suy giảm khiến nhu cầu xây lắp và bất động sản đều suy giảm. Dự án chung cư Bàu Sen của Công ty mặc dù đã hoàn thiện phần thô song không bán được nên đang được định hướng chuyển qua nhà ở xã hội.

- Trong năm 2013, lãi suất cho vay giảm mạnh, song không giúp Công ty có lợi nhuận do các yếu tố cơ bản là doanh thu vẫn không có sự tiến triển nào rõ nét. Rõ ràng Công ty cần một sự chuyển biến mạnh trong hoạt động tái cơ cấu nhằm xoay chuyển tình trạng khó khăn của Công ty.
- Giá vốn của Công ty vẫn khá nhỏ do chi phí sản xuất thấp do đó lợi nhuận gộp của UDC vẫn khả quan. Vấn đề của Công ty chỉ là doanh thu sụt giảm. Chúng tôi nhận thấy triển vọng lợi nhuận 2014 của Công ty khả quan hơn năm 2013 nếu thương vụ bán VNG thành công.

Định giá lại VNG theo NAV (đơn vị: Tỷ đồng)

Tài sản	Giá trị sổ sách	Giá trị định giá lại
Tiền	0.96	0.96
Các khoản phải thu	5.00	5.00
Hàng tồn kho	2.20	2.20
Tài sản ngắn hạn khác	3.20	3.20
Tài sản cố định	132.00	200.00
Bất động sản	0.00	0.00
Đầu tư tài chính khác	34.90	30.00
Tài sản dài hạn khác	9.60	9.60
Tổng tài sản	187.86	250.96
Nợ	35.70	35.70
NAV		215.26
Giá trị cổ phiếu theo NAV		16,559

- Chúng tôi đánh giá tài sản cố định gồm 3 khách sạn 4 sao của VNG giá trị tối thiểu phải là 200 tỷ VNĐ, do đó NAV của VNG hợp lý ở mức 215 tỷ và giá trị theo NAV của công ty phải là 16,559 VNĐ/cp. Do đó việc UDC bán lại VNG cho các đối tác khác với mức giá 13,000 VNĐ, chúng tôi cho là rất khả thi.
- Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của UDC trong năm 2014 sẽ khởi sắc nhờ khoản lợi nhuận từ việc bán VNG cộng thêm các công trình xây lắp sẽ dồi dào hơn. Giả định mức bán sẽ là giá 13,000 VNĐ/cp. Khoản lợi nhuận đạt được sẽ là khoảng 20 tỷ VNĐ. Do đó lợi nhuận sau thuế của UDC trong năm 2014 sẽ khoảng 35 tỷ VNĐ. EPS dự phóng sẽ vào khoảng 1,000 VNĐ/cp.

NI / Profit	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	0 2%
UDC		14.25	21.82	11.31	3.75	12.78	
Construction & Materials	28.46	40.05	41.06	23.77	5.48	25.85	
%D diff of indus		-64%	-47%	-52%	-32%	-51%	

❖ **Hiệu quả quản lý:**

- ROA và ROE của UDC bị suy giảm đều trong bốn năm trở lại đây do các khó khăn chung của nền kinh tế và Công ty đã chậm chân trong việc tái cơ cấu hoạt động kinh doanh giảm bớt quy mô tài sản và vay nợ dẫn tới áp lực lãi vay cao ăn mòn lợi nhuận. Do áp lực cạnh tranh dẫn tới Công ty không thể tăng giá thầu xây lắp và bất động sản trong khi doanh thu sụt giảm mạnh cộng chi phí trung gian tăng khiến biên lợi nhuận. Lợi nhuận biên của UDC giảm đều đặn trong 4 năm liên tục song nhiều khả năng hiện tượng này sẽ chấm dứt vào năm 2014 khi dòng tiền lớn từ thương vụ chuyển nhượng VNG sẽ khiến Công ty giảm được quy mô vay nợ.
- Mặt bằng lãi suất tăng cao trong các năm 2011 và 2012 khiến chi phí lãi vay tăng vọt cũng khiến hiệu quả sinh lời giảm. Trong năm 2013 và các năm sau nhiều khả năng lãi suất sẽ ổn định làm giảm áp lực lên Công ty.
- Quy mô tổng tài sản của Công ty tăng lên trong các năm gần đây do các khoản đầu tư vào nhiều KCN dự án bất động sản và khách sạn. Tuy nhiên, hoạt động đầu tư chưa mang lại hiệu quả khi doanh thu không tăng được tương ứng do kinh tế khó khăn và nhiều khách sạn đang xây dở dang.
- Từ năm 2014 trở đi, Chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ cải thiện được khả năng sinh lời hiện tại khi thúc đẩy được một số thương vụ bán tài sản để tái cơ cấu qua đó giảm quy mô tài sản, và trả nợ vay. Tuy nhiên, Chúng tôi không kỳ vọng biên lợi nhuận tăng lên đáng kể do quá trình tái cơ cấu là quá trình đòi hỏi thời gian.

ROE	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	0 2.5%
UDC		0.03	0.05	0.02	0.01	0.03	
Construction & Materials	0.14	0.17	0.14	0.08	0.02	0.10	
%D diff of indus		-82%	-68%	-69%	-50%	-72%	
ROA	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	0 2.5%
UDC		0.01	0.02	0.01	0.00	0.01	
Construction & Materials	0.04	0.05	0.04	0.02	0.00	0.03	
%D diff of indus		-74%	-63%	-70%	-55%	-69%	

❖ **Cơ cấu vốn:**

- Mức độ sử dụng vốn vay của công ty không quá cao song đang có xu hướng tăng dần lên khiến hoạt động của Công ty trở nên khá rủi ro và nhạy cảm với sự biến động của lãi suất. Lượng tiền thu được từ hoạt động kinh doanh chính của Công ty không nhiều và không đủ để trả bớt vay nợ và điều này khiến cho Công ty rất dễ thua lỗ khi doanh thu giảm và lãi suất có diễn biến bất lợi. Mức độ vay nợ của Công ty so với trung bình ngành là ở mức trung bình và tình trạng này sẽ tiếp diễn cho đến năm 2014 khi UDC tái cơ cấu được các tài sản thành công.
- Nhìn vào các chỉ số thanh khoản theo từng năm, khả năng thanh khoản của UDC đang suy giảm và đáng quan ngại khi hệ số tiền mặt và hệ số thanh toán nhanh thấp. Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng hàng tồn kho của UDC chủ yếu là dự án bất động sản dở dang và khối lượng xây lắp chưa thanh toán nên mức độ thanh khoản thấp hơn các công ty sản xuất.

- Nhìn chung sức khỏe tài chính của UDC là đang quan ngại song chúng tôi cho rằng đó là tình trạng tạm thời. Khi dòng tiền dự kiến từ các thương vụ tái cơ cấu như bán VNG và 3,24 triệu cổ phiếu tại CTCP Cấp thoát nước Quảng Nam chảy về Công ty. Mức độ nợ vay chắc chắn sẽ giảm mạnh và các chỉ tiêu thanh khoản và cơ cấu vốn sẽ trở về mức bình thường.

Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	6 3.3%
UDC		1.64	2.46	3.29	2.66	2.16	
Construction & Materials	2.54	2.40	2.40	2.52	2.51	2.48	
%D diff of indus	-	-31%	3%	31%	6%	-13%	
Current Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	4 3.3%
UDC		1.57	2.13	2.58	1.87	1.74	
Construction & Materials	1.59	1.52	1.56	1.72	1.73	1.69	
%D diff of indus	-	3%	37%	50%	8%	3%	
Longterm Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	9 3.3%
UDC		0.07	0.32	0.70	0.78	0.42	
Construction & Materials	1.09	0.94	0.88	0.84	0.91	0.82	
%D diff of indus	-	-92%	-63%	-16%	-14%	-49%	

Năm 2013, Công ty đã tái cơ cấu một phần đáng kể nợ ngắn hạn sang nợ dài hạn và do đó giảm áp lực thanh khoản đáng kể lên Công ty.

❖ Định giá:

PB của UDC hiện nay đều ở mức khá thấp trong khi PE rất cao do EPS năm 2013 rất thấp. Hiện tượng trên cho thấy thị trường đang không kỳ vọng nhiều vào triển vọng tăng trưởng tương lai của Công ty. Chúng tôi đánh giá mức kỳ vọng của thị trường chưa phản ánh được kỳ vọng phục hồi của nền kinh tế và lợi nhuận từ các thương vụ bán VNG và 3,24 triệu cổ phiếu tại CTCP Cấp thoát nước Quảng Nam.

P/E	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	0 6.7%
UDC			23.60	11.73	33.29	20.95	
Construction & Materials	4.86	8.13	6.87	5.23	13.87	6.73	
%D diff of indus			244%	124%	140%	211%	
P/B	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	7 6.7%
UDC			1.35	0.35	0.33	0.68	
Construction & Materials	0.88	1.86	1.26	0.56	0.50	0.94	
%D diff of indus			7%	-37%	-34%	-28%	
Dividend in 2012			No of company	Paid	Plan		4 6.7%
UDC				0	1,400		
Construction & Materials			151	1,364	1,431		
%D diff of indus					-2%		
MBS valuation						2012	0 10%
UDC						3,816	
Price						6,700	
%D diff of indus						-43%	

Chúng tôi cho rằng UDC nhiều khả năng sẽ đạt mức lợi nhuận sau thuế khả quan trong năm nay, khoảng 35 tỷ VND và mức EPS dự kiến khoảng 1000 VNĐ/CP. Với sự kỳ vọng cho mức độ tăng trưởng lợi nhuận cao, song vị thế ngành của Công ty khá thấp, mức PE kỳ vọng cho UDC từ 10 đến 12 (PE thị trường là 14,3 lần) là hợp lý, giá hợp lý của UDC là 12.000 đồng/CP.

❖ **Kết luận:**

UDC là một công ty có tài sản ngầm có giá trị song tạm thời đang gặp khó khăn do kinh tế khó khăn khiến doanh thu suy giảm. Mức giá hiện nay đã phản ánh hoạt động kinh doanh của Công ty song chưa phản ánh tài sản giá trị của Công ty. Chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại của Công ty là mức giá có thể xem xét để **MUA**.

Phòng phân tích DVCSpeculator

Đại diện: Nguyễn Tuấn Anh - Số ĐT 097 436 1111