



**Công ty Cổ phần Sông Đà - Thăng Long**

Ngành: Xây dựng và kinh doanh hạ tầng (BĐS) Lĩnh vực: Kinh doanh BĐS Mã chứng khoán: STL

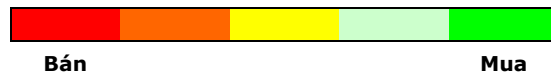
**Khuyến nghị đầu tư: Mua**

**Giá mục tiêu: 80,700 VNĐ**

**Giá hiện tại (ngày 20/11/2009): 72,900 VNĐ**

KL niêm yết	10,000,000	Vốn điều lệ	100,000,000,000
KL lưu hành	10,000,000	EPS trailing	3,910
GTVH thị trường	729,000,000,000	BVS	15,100
Giá thấp nhất trong 52 tuần	95,600	P/E	18.6
Giá cao nhất trong 52 tuần	13,100	P/B	4.83

**Khuyến nghị của TVSI**



**Thông tin cơ bản về cổ phiếu**

**Biểu đồ biến động giá cổ phiếu STL trong 1 năm**



**Thông tin cơ bản về doanh nghiệp**

<b>Tên công ty:</b>	Công ty Cổ phần Sông Đà - Thăng Long
<b>Tên viết tắt:</b>	SONG DA - THANG LONG., JSC
<b>Tên quốc tế:</b>	Song Da Thang Long Joint Stock Company
<b>Trụ sở chính:</b>	Tòa nhà Sông Đà, ngõ 165 Cầu Giấy, Hà Nội
<b>Điện thoại:</b>	(84-4) 22470783 - 22163917
<b>Fax:</b>	(84-4) 33552978
<b>Website</b>	<a href="http://songdathanglong.com.vn">http://songdathanglong.com.vn</a>

**Lĩnh vực hoạt động chính**

Đầu tư kinh doanh các dịch vụ về nhà ở, khu đô thị, công trình thủy điện vừa và nhỏ; xây dựng các công trình dân dụng, công nghiệp, giao thông thủy lợi, công trình kỹ thuật, hạ tầng đô thị và khu công nghiệp; sản xuất—mua bán vật tư, vật liệu xây dựng và các dịch vụ khác.

**Chỉ tiêu tài chính**

ĐV: Triệu đồng

Chỉ tiêu tài chính	2007	2008	9T-2009
Doanh thu	397,428	501,459	356,917
Lợi nhuận gộp	47,099	49,199	46,203
Lợi nhuận SXKD	41,979	30,533	28,576
LNST	30,288	23,284	25,512
Tổng tài sản	314,100	1,078,571	2,296,438
Vốn chủ sở hữu	144,602	146,662	150,956
ROE	20.95%	15.88%	16.90%
ROA	9.64%	2.16%	1.11%
EPS (VNĐ)	3,029	2,328	2,550
Giá trị sổ sách (VNĐ)	14,460	14,666	15,059

**Định giá cổ phiếu**

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng
<b>Phương pháp chiết khấu luồng tiền (DCF)</b>		
Kịch bản lạc quan	89,500	60%
Kịch bản thận trọng	75,300	40%
Cho cả hai kịch bản	83,800	50%
<b>Phương pháp hệ số tương đối</b>		
P/E	88,700	30%
P/BV	60,700	20%

Hệ thống số liệu của chúng tôi được áp dụng theo chuẩn quốc tế

**Thông tin chính liên quan**

Ngày	Tin tức	Nguồn
07/10/2009	<a href="#">STL: Liên kết đầu tư khu hỗn hợp nhà ở trên đường Nguyễn Chí Thanh</a>	Cafef.vn
29/09/2009	<a href="#">STL: Đạt giải thưởng Sao Vàng đất Việt</a>	www.tvsi.com.vn
22/09/2009	<a href="#">STL: CTCP Sông Đà 1 - cổ đông sáng lập đã chuyển nhượng 750,000 CP</a>	hnx.vn
14/09/2009	<a href="#">Công ty cổ phần Sông Đà Thăng Long đầu tư 200 tỷ đồng xây dựng 450 căn hộ tại Huế</a>	Sodavillage.vn
25/08/2009	<a href="#">Kết quả đợt phát hành riêng lẻ Trái phiếu Doanh nghiệp</a>	Sodavillage.vn

## **VỊ THẾ CÔNG TY TRONG NGÀNH**

### **Tác động từ phía cung**

*Từ khi thành lập đến nay, STL đã thắng thầu thi công nhiều công trình quy mô cũng như đầu tư vào nhiều dự án có tổng mức đầu tư lớn, tập trung vào phân khúc khu đô thị, căn hộ cao cấp và văn phòng cho thuê.*

Sau 3 năm thành lập, Công ty Cổ phần Sông Đà—Thăng Long là doanh nghiệp khá non trẻ trên thị trường Bất động sản Việt Nam. Tuy nhiên, kể từ khi thành lập đến nay, STL đã là chủ đầu tư nhiều dự án lớn, có thể liệt kê qua như: Dự án Khu nhà ở Văn Khê (tổng mức đầu tư 1,151 tỷ đồng) hiện đã thực hiện xong và đang bàn giao cho khách hàng; dự án Tòa nhà cao cấp Sông Đà - Hà Đông (tổng mức đầu tư 418 tỷ đồng) hiện đang triển khai thi công, dự kiến bàn giao cho khách hàng vào năm 2010; dự án Khu đô thị Văn Khê mở rộng (Usilk-City) (tổng mức đầu tư lên tới 10,000 tỷ đồng) hiện đã thi công xong phần móng và tầng hầm, dự kiến bàn giao cho khách hàng vào năm 2013.... Ngoài ra, STL còn đang triển khai đầu tư hàng loạt dự án về nhà ở khu đô thị, khu công nghiệp trên toàn quốc như Tp. Hồ Chí Minh (các dự án chung cư cao cấp), Tây Nguyên (dự án chuỗi biệt thự Đà Lạt), Tp. Huế (dự án Khách sạn Sông Đà - Thăng Long)....

Từ khi còn là Chi nhánh của Công ty Sông Đà 1 - Tổng Công ty Sông Đà, STL đã và đang tham gia thi công nhiều công trình dân dụng, công nghiệp tại Hà Nội và các thành phố lớn như: Tòa nhà Mặt trời Sông Hồng, Hội sở Ngân hàng Công thương Việt Nam, Trung tâm thương mại dịch vụ và giải trí Phong Phú Plaza (Tp.Huế)... và mới đây nhất là công trình trụ sở mới của Bộ Ngoại giao đang được khởi công xây dựng do STL là nhà thầu thi công.

Thông qua các dự gần đây của STL, có thể dễ dàng nhận thấy các phân khúc thị trường Công ty đang chú trọng nhấn mạnh tới trong thời gian vừa qua để làm cơ sở vững chắc cho sự phát triển trong tương lai: khu đô thị mới, căn hộ cao cấp và văn phòng cho thuê.

### **Tác động từ phía cầu**

*Nhu cầu nhà ở ngày càng tăng cao và hiện nguồn cung chưa đáp ứng đủ cầu. Đặc biệt cung về nhà ở mức giá trung bình cho người có thu nhập thấp vẫn đang hạn chế.*

Theo các nhận định về thị trường Bất động sản Việt Nam, hiện tại nhu cầu vẫn đang tăng mạnh và cung vẫn chưa đáp ứng đủ cầu trên tất cả các phân khúc, đặc biệt là nguồn cung về nhà ở mức giá trung bình cho người có thu nhập thấp vẫn đang rất hạn chế. Đây cũng là phân khúc được đánh giá cao về khả năng sinh lời và tiềm năng phát triển. Bên cạnh đó, có thông tin UBND TP. Hà Nội đề nghị triển khai 240 dự án BĐS tại Khu vực Hà Nội mở rộng (Hà Tây cũ). Nếu được phê chuẩn và thực hiện thì đây sẽ là tín hiệu khởi sắc mới cho thị trường nhà đất Hà Nội nói riêng và thị trường Bất động sản trong nước nói chung, tạo điều kiện cho sự phát triển bền vững và ổn định của Công ty.

Lợi thế của STL là các dự án gần như tập trung tại khu vực Hà Đông - có ưu thế nổi trội về mặt địa lý và hạ tầng, đồng thời lại khá gần với trung tâm thủ đô Hà Nội. Chính vì thế, các dự án địa ốc của STL được các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức rất quan tâm, thực tế chứng minh giá nhà đất tại khu vực này có dấu hiệu tăng lên. Điều này thể hiện lực cầu mạnh đối với sản phẩm của Công ty cũng như năng lực thi công các công trình của STL ngày càng được đánh giá cao.

Mặt khác, vừa mới đây STL được chấp thuận lập dự án đầu tư xây dựng nhà ở cho người có thu nhập thấp tại khu đô thị mới An Văn Dương (Tp. Huế). Dự án có quy mô khoảng 400-450 căn hộ, tổng diện tích đất khoảng 9,700m<sup>2</sup>, diện tích sàn khoảng 51,000 m<sup>2</sup> với tổng mức đầu tư 200 tỷ đồng. Đây sẽ là cơ hội để STL phát triển và tăng doanh thu trong thời gian tới với một mặt hàng đang có sự đòi hỏi cấp thiết như hiện nay.

## **VỊ THẾ CÔNG TY TRONG NGÀNH**

### **Sự cạnh tranh của các doanh nghiệp cùng ngành**

*Hiện nay, trên sàn giao dịch đã có 23 công ty cũng hoạt động trong lĩnh vực với STL, có quy mô tài sản, năng lực tài chính, khả năng chiếm lĩnh thị trường cao như HAG, BCI, DIG...*

Hiện nay trên địa bàn cả nước có rất nhiều doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực đầu tư, kinh doanh các dịch vụ về nhà ở, khu đô thị cũng như xây dựng các công trình dân dụng, công nghiệp, giao thông thủy lợi... Đặc biệt, tại Hà Nội và các tỉnh lân cận cũng đã tập trung nhiều doanh nghiệp lớn trong ngành, có truyền thống và thương hiệu mạnh từ lâu như Vinaconex, Tổng Công ty đầu tư Phát triển nhà và đô thị, ... Đây là những đối thủ cạnh tranh trực tiếp của Công ty. Ngoài ra, còn có nhiều doanh nghiệp tuy mới đi vào hoạt động trong lĩnh vực này song có tiềm năng lớn về tài chính cũng như công nghệ như BCI, HAG, SJS... tạo ra sức ép cạnh tranh lớn đối với Công ty Cổ phần Sông Đà - Thăng Long về thị phần và chất lượng sản phẩm dịch vụ cung cấp.

Nhằm nâng cao năng lực cạnh tranh, thực hiện tốt công tác đầu tư và chuyên môn hóa trong công tác xây lắp, STL đã thành lập các Ban quản lý dự án như BQL các dự án khu vực Hà Tây, BQL Dự án khu đô thị mới Văn Khê, chi nhánh tại Tp. Hồ Chí Minh, Hòa Bình, Đà Lạt...nhằm đảm bảo các dự án luôn được triển khai tốt, đạt hiệu quả sản xuất kinh doanh cao cũng như chất lượng sản phẩm có sức cạnh tranh lớn. Đồng thời, STL còn tiến hành đầu tư mua sắm các loại thiết bị thi công mới và tiên tiến từ EU với tổng giá trị đầu tư hơn 150 tỷ đồng nhằm nâng cao năng lực thiết bị thi công, đảm bảo chủ động thi công các công trình lớn thuộc dự án của Công ty cũng như các dự án do Công ty nhận thầu thi công.

Ngoài ra, STL còn liên kết với các công ty khác trong và ngoài ngành xây lắp và đầu tư kinh doanh bất động sản nhằm vừa chuyên môn hóa sâu lĩnh vực hoạt động của mình, vừa đa dạng hóa nhiều lĩnh vực khác, nâng cao thị phần cũng như khả năng cạnh tranh trên thị trường.

### **Sự đối mặt với các rào cản của thị trường**

*Tín dụng bất động sản bị thắt chặt, công tác đền bù giải phóng mặt bằng gặp nhiều khó khăn, sự chênh lệch lớn giữa giá gốc của chủ đầu tư và giá bán trên thị trường thứ cấp là các rào cản lớn cho hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành.*

Hiện nay, các ngân hàng đang thắt chặt tín dụng cho vay đầu tư kinh doanh bất động sản, đồng thời đưa ra giới hạn bắt buộc đối với các khoản vay trung và dài hạn cũng như tăng cường đánh giá lại các khoản vay bất động sản trước đây. Điều này có ảnh hưởng gián tiếp tới thị trường tiêu thụ của các công ty kinh doanh bất động sản, đặc biệt trong phân khúc nhà ở, khu đô thị.

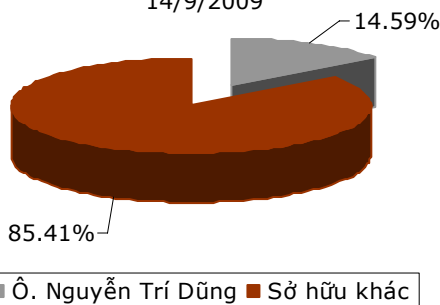
Bên cạnh đó, việc áp dụng thêm một số luật thuế mới của Chính phủ đối với việc mua bán, chuyển nhượng bất động sản cũng ảnh hưởng không nhỏ tới hoạt động kinh doanh bất động sản thời gian gần đây.

Thực tế, một trong những khó khăn lớn của các Doanh nghiệp xây dựng và kinh doanh bất động sản thời gian gần đây chính là việc giải phóng mặt bằng các dự án đầu tư mới. Vì phần lớn đất cho các dự án này đều là đất đang được sử dụng nên công tác giải phóng mặt bằng gặp rất nhiều khó khăn. Trong đó, vấn đề doanh nghiệp tự thỏa thuận với dân đang đẩy chính họ đến ngõ cụt khi mà người dân hầu hết đưa ra các mức giá quá cao.

Hiện tại, mức giá bán trên thị trường thứ cấp của các căn hộ trong khu vực Hà Đông, nơi phần nhiều các dự án của STL được thực hiện đang có hiện tượng được nâng lên quá cao so với giá gốc, sẽ khiến nhu cầu tiêu dùng giảm và chững lại. STL chủ động đi vay theo các hợp đồng quyền chọn mua căn hộ tại Khu đô thị Usilk city, một mặt vừa tạo nguồn cho hoạt động của mình, mặt khác tạo đầu ra ổn định cho các sản phẩm căn hộ của Công ty.

## TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Biểu đồ 1: Cơ cấu cổ đông tại 14/9/2009



Tên cổ đông lớn (14/09/2009)	Số CP	Tỷ lệ
Nguyễn Trí Dũng	1,459,200	14.59%

Họ tên	Chức vụ	Tỷ lệ
Nguyễn Trí Dũng	CTHĐQT, TGD	14.59%
Lại Việt Cường	TV.HĐQT, Phó TGD	
Cao Châu Tuệ	Phó TGD	
Nguyễn Trường Giang	Phó TGD	

### % sở hữu trên VDL

Năm	Tỷ lệ chi trả cổ tức	Hình thức
2007	20%	Tiền mặt
2008	20%	Tiền mặt
2009*	20%	Tiền mặt

(\*) - Kế hoạch

Nguồn: STL, TVSI tổng hợp

## Chiến lược phát triển và triển vọng

Cùng với đà phục hồi và dần ổn định của nền kinh tế thế giới sau cuộc khủng hoảng vừa qua, nền Kinh tế Việt Nam cũng đang lấy lại sự cân bằng, chuẩn bị cho một chu kỳ phát triển mới. Với thị trường Bất động sản, có thể nói trong những tháng vừa qua đã khởi sắc trở lại sau một giai đoạn khó khăn và quý IV sắp tới được dự báo là "bước chạy đà" cho hầu hết các doanh nghiệp trong lĩnh vực này. Theo đánh giá của các chuyên gia, năm 2010 sẽ là một năm khởi sắc, đặc biệt có thể bùng nổ vào cuối năm và nửa đầu năm 2011, nhất là khi kinh tế thực sự phục hồi. Chính vì thế, triển vọng phát triển của các doanh nghiệp xây dựng và kinh doanh bất động sản nói chung cũng như Công ty Cổ phần Sông Đà - Thăng Long nói riêng sẽ còn rất lớn. Nhất là ở phân khúc nhà ở, khu chung cư, căn hộ cao cấp và văn phòng cho thuê, là những phân khúc mà STL đang chú trọng phát triển.

Trong quá trình phát triển và hội nhập, STL đã xây dựng phương án chiến lược phát triển cho mình: chuyên nghiệp hóa lĩnh vực đầu tư kinh doanh bất động sản và xây lắp, từng bước đầu tư xây dựng đơn vị theo hướng kinh doanh đa ngành (nhà đầu tư đồng thời cũng là nhà thầu, là đơn vị thi công trong điều kiện cho phép); xây dựng, củng cố các mối quan hệ truyền thống, các đối tác chiến lược, đặc biệt là các đơn vị thuộc lĩnh vực tài chính, ngân hàng, tạo nguồn cung cấp ổn định về tài chính để triển khai các dự án đầu tư, xây dựng của mình.

## Quan hệ với cổ đông chiến lược

Tại thời điểm niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán (tháng 9/2008), cổ đông chính của STL là Công ty Cổ phần Sông Đà 1 với tỷ lệ vốn góp trên vốn điều lệ là 14.08%. Qua nhiều lần bán cổ phần của mình, tỷ lệ sở hữu của Sông Đà 1 hiện tại là 0% và cổ đông chính của STL tại thời điểm 14/09/2009 là Ông Nguyễn Trí Dũng, Chủ tịch Hội đồng quản trị kiêm Tổng giám đốc Công ty cổ phần Sông Đà - Thăng Long.

## Cơ cấu cổ đông và thành viên ban điều hành

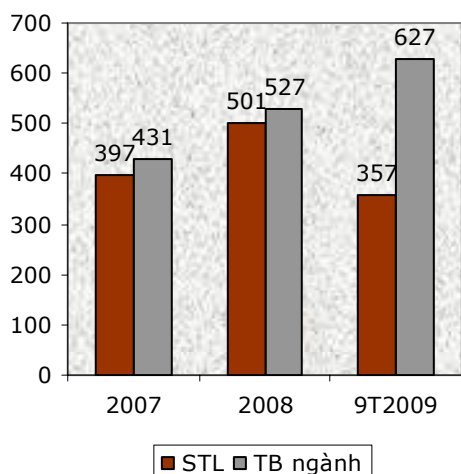
Ban lãnh đạo chủ chốt của Công ty Cổ phần Sông Đà - Thăng Long là những người có kinh nghiệm lâu năm trong lĩnh vực quản trị dự án, hoạt động kinh doanh xây lắp và kinh doanh bất động sản. Từ khi thành lập đến nay, thành viên ban điều hành cũng như cơ cấu cổ đông của STL cũng đã có nhiều sự thay đổi.

## Chính sách cổ tức của công ty

Trong những năm vừa qua, STL luôn thực hiện chi trả cổ tức theo các quy định của Luật Doanh nghiệp và điều lệ tổ chức hoạt động của Công ty với tỷ lệ khá cao và ổn định. Tỷ lệ chi trả cổ tức năm 2007 và 2008 đã thực hiện là 20% bằng hình thức tiền mặt. Kế hoạch năm 2009 đã thông qua với tỷ lệ chi trả cổ tức là 20%.

## TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

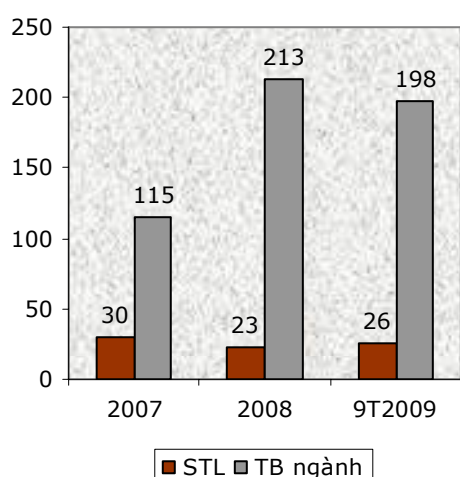
**Biểu đồ 2: Tăng trưởng doanh thu**



### Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của công ty

Năm 2008, doanh thu của STL tăng trưởng 26.18% nhưng lợi nhuận chỉ bằng 76.87% so với năm trước. Doanh thu có sự tăng trưởng là do trong năm, STL vẫn duy trì được hoạt động đầu tư kinh doanh bất động sản và xây lắp của mình nhờ có được những dự án từ trước đó. Song trong điều kiện khó khăn chung của nền kinh tế, giá cả nguyên vật liệu đầu vào cũng như chi phí vốn vay, chi phí tài chính tăng cao làm cho tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mạnh. Sang năm 2009, doanh thu thuần 9 tháng đầu năm 2009 đạt 356.7 tỷ đồng, tăng 21.11% so với cùng kỳ năm 2008, đạt 68.54% kế hoạch doanh thu năm 2009. Lợi nhuận sau thuế lũy kế 9 tháng/2009 đạt 25.5 tỷ đồng, tăng 135.13% so cùng kỳ năm 2008, hoàn thành 63.53% kế hoạch lợi nhuận cả năm 2009. Căn cứ vào những dự án đang thực hiện của STL, chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận cả năm 2009 sẽ đạt và có thể vượt mức kế hoạch do đặc thù của ngành xây dựng là thường quyết toán doanh thu vào cuối năm.

**Biểu đồ 3: Tăng trưởng lợi nhuận**

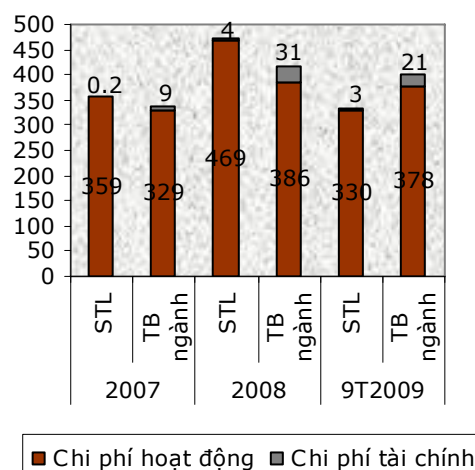


So với mức trung bình ngành thì cả doanh thu và lợi nhuận đều ở mức thấp so với trung bình ngành. Đặc biệt, lợi nhuận có sự chênh lệch rất lớn. Điều này cho thấy công tác quản lý chi phí của STL chưa thực sự hiệu quả, chưa có sự quan tâm đúng mức, do đó khi loại trừ ra khỏi doanh thu thì phần còn lại là không đáng kể. Trong 9 tháng đầu năm 2009, doanh thu chủ yếu đến từ hoạt động kinh doanh bất động sản của 2 dự án Văn Khê và Đăng Kiểm.

### Cơ cấu chi phí của doanh nghiệp

Lĩnh vực hoạt động chính của STL là xây dựng và kinh doanh hạ tầng bất động sản. Do vậy, chi phí của các yếu tố đầu vào cho hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty chủ yếu là tiền đền bù, hỗ trợ giải phóng mặt bằng, giá trị các hợp đồng ký kết với nhà thầu, với đối tác tư vấn và chi phí thi công các công trình xây dựng trong dự án.

**Biểu đồ 4: Cơ cấu chi phí**



Cơ cấu chi phí của STL nhìn chung là có sự khác biệt so với trung bình ngành, chi phí tài chính chỉ chiếm một phần nhỏ trong tổng chi phí của doanh nghiệp. Nguyên nhân là do, tuy STL sử dụng nợ nhiều song chủ yếu là các khoản vay cá nhân dài hạn với quyền chọn mua nhà trong các dự án, một phần từ khoản ứng trước của người mua và các khoản phải nộp Nhà nước. Vay Ngân hàng chiếm tỷ trọng không đáng kể do đó khoản chi phí tài chính của STL là bé.

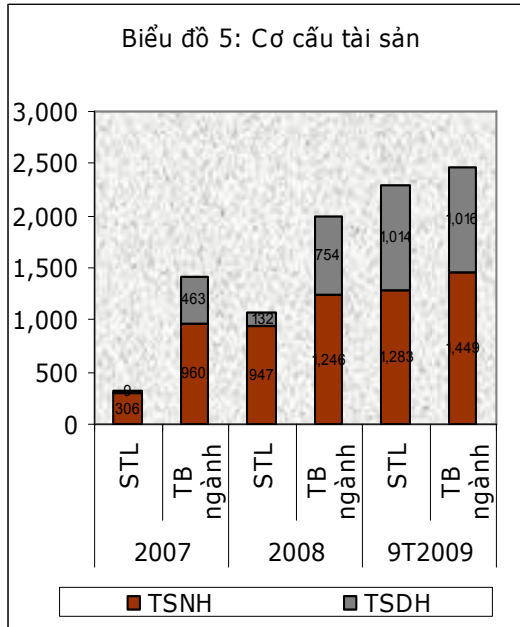
Trong năm 2008, STL đã trích lập một khoản chi phí dự kiến sẽ phát sinh liên quan đến Dự án Bãi Dương gần 1.7 tỷ đồng cũng góp phần trong sự tăng lên chi phí hoạt động năm này. Tuy nhiên sang nửa đầu năm 2009, khoản chi phí này không phát sinh nên STL hoàn nhập trở lại khoản đã trích này.

*Nguồn: STL, TVSI tổng hợp*

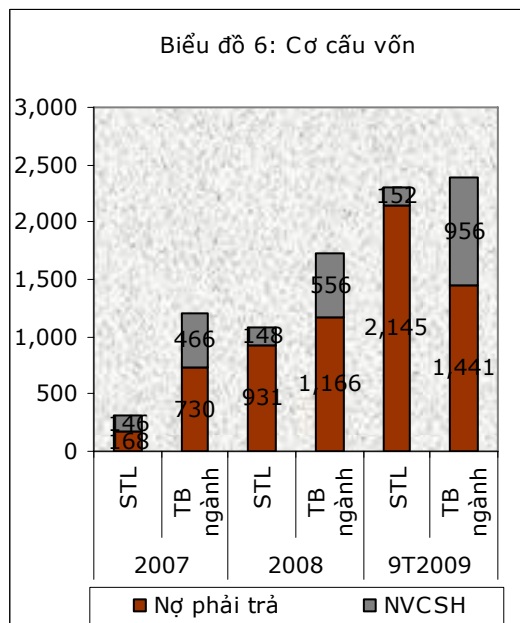


## TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

*Quy mô tài sản tăng trưởng mạnh. Cơ cấu tài sản ngày càng có xu hướng tiến tới trung bình ngành.*



*Đòn bẩy tài chính chưa thực sự phát huy được hiệu quả khi cơ cấu nợ lớn chưa tạo ra được sự tăng trưởng mạnh trong doanh thu và lợi nhuận.*



**Nguồn: STL, TVSI tổng hợp**

### Tình hình tài sản của doanh nghiệp

Quy mô tài sản của STL càng ngày càng được mở rộng với tốc độ lớn. Từ 306 tỷ đồng năm 2007, tăng lên 947 tỷ năm 2008 và tính đến thời điểm hiện tại cuối tháng 9/2009 đã tăng lên tới 2,297 tỷ đồng.

Tỷ trọng TSNH/TTS của STL có xu hướng tăng lên từ năm 2007 và hiện tại gần đạt tới mức trung bình ngành, đặc biệt là tăng đột biến trong 9 tháng đầu năm 2009. Trong đó, hàng tồn kho vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất, tiếp đến là các khoản phải thu do ghi nhận khoản trả trước tiền mua 4 khu đất tại Tp. Hồ Chí Minh. Hàng tồn kho cuối tháng 9/2009 giảm 15.65% so với đầu năm, chiếm 23.22% tổng tài sản. Có thể giải thích rằng trong thời gian này, STL đã ghi nhận một phần dự án Văn Khê vào doanh thu.

Tiền và các khoản tương đương tiền của STL chiếm tỷ trọng không đáng kể trong tổng tài sản, điều này cũng phản ánh được đặc thù ngành kinh doanh bất động sản.

Đáng chú ý, trong khoản mục tài sản dài hạn, chi phí xây dựng cơ bản dở dang tại thời điểm cuối tháng 9/2009 tăng mạnh, gấp 29 lần so với đầu năm, chủ yếu do ghi nhận các khoản đầu tư ban đầu tại Hà Nội và Tp. Hồ Chí Minh. Đồng thời, tài sản của STL cũng được phân bổ ngày càng nhiều hơn vào các hoạt động đầu tư tài chính, chủ yếu là đầu tư vào các công ty liên kết. Hoạt động này cũng đóng góp một phần đáng kể vào doanh thu trong năm.

Theo chúng tôi đánh giá, việc tiến tới cơ cấu tài sản của STL như hiện nay là khá hợp lý. Để có thể xác thực được điều này còn cần phải xem xét cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp.

### Tình hình nguồn vốn của doanh nghiệp

Nợ trên tổng tài sản của STL có xu hướng tăng lên. Năm 2007, hệ số nợ của STL mới chỉ ở mức 53.47%, đến năm 2008 đã tăng lên 86.29% và tính đến cuối tháng 9 năm 2009, hệ số nợ đã ở mức rất cao 93.38%. Trong đó chủ yếu là các khoản người mua trả tiền trước. Vay nợ chủ yếu là từ Ngân hàng NN&PTNT Bắc Hà Nội, Ngân hàng Techcombank, Ngân hàng Habubank. Đặc biệt là STL có được sự hỗ trợ vốn ngắn hạn rất tốt từ Công ty Tài chính Cổ phần Sông Đà.

So với trung bình ngành thì nợ phải trả của STL luôn ở mức cao hơn. Trong khi lợi nhuận lại thấp hơn rất nhiều cho thấy cơ cấu nguồn vốn của STL chưa thực sự hợp lý, chưa tạo ra được hiệu quả cao của việc sử dụng đòn bẩy tài chính. Theo chúng tôi, STL nên cơ cấu lại tỷ lệ này ở một mức thích hợp hơn. Như vậy có thể tạo ra khả năng tăng lợi nhuận cao hơn trong các năm tới, tiến tới trung bình ngành.

Trong tháng 10 vừa qua, STL đã phát hành 300 tỷ đồng trái phiếu riêng lẻ để đáp ứng nhu cầu cho dự án Khu đô thị Văn Khê mở rộng và đầu tư thiết bị để nâng cao năng lực thi công các công trình. Do đó, nhìn thấy được trong quý 4 sắp tới, tỷ lệ nguồn nợ phải trả so với tổng nguồn vốn sẽ còn tăng cao hơn nữa.

## PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

### Tỷ số khả năng thanh toán

	STL			SJS			BCI		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
<b>Thanh toán hiện hành</b>	1.33	1.08	0.86	1.27	0.93	0.71	1.78	1.72	1.94
<b>Thanh toán nhanh</b>	0.78	0.65	0.51	1.22	0.84	0.63	0.45	0.43	0.54
<b>Thanh toán bằng tiền</b>	0.18	0.09	0.04	0.92	0.18	0.03	0.07	0.06	0.11

Các hệ số đo lường khả năng thanh toán của STL ở mức khá, có xu hướng ngày càng tốt hơn theo thời gian do nguồn vốn của Công ty chủ yếu được đầu tư vào tài sản ngắn hạn.

So với SJS thì khả năng thanh toán hiện hành của STL tốt hơn song vẫn chưa bằng BCI. Nhưng khi loại trừ hàng tồn kho ra khỏi danh mục tài sản đảm bảo thanh toán thì SJS lại tốt hơn 2 công ty còn lại do hàng tồn kho của SJS không nhiều.

BCI có hệ số thanh toán nhanh và hệ số thanh toán bằng tiền thấp hơn so với STL.

### Tỷ số năng lực hoạt động

	STL			SJS			BCI		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
<b>Kỳ thu tiền bình quân</b>	233.25	373.08	623.75	91.66	126.06	4,116.03	225.84	449.65	456.10
<b>Tiền mặt/DT</b>	0.58	0.69	0.67	1.27	0.41	2.70	0.46	0.59	1.01
<b>Vòng quay HTK</b>	0.32	0.24	0.13	0.90	2.62	0.05	0.05	0.02	0.03
<b>Vòng quay TSCĐ</b>	0.23	0.20	0.15	0.15	0.14	0.00	0.23	0.11	0.11
<b>Vòng quay tổng tài sản</b>	0.08	0.06	0.04	0.08	0.09	0.00	0.06	0.03	0.03
<b>Vốn lưu động/DT</b>	1.68	0.69	(2.24)	1.02	(0.16)	(24.11)	5.31	10.30	11.90
<b>Vốn LĐ trừ tiền mặt/DT</b>	1.10	0.01	(2.91)	(0.25)	(0.57)	26.81)	4.85	9.71	10.89
<b>Nợ phải trả/DT</b>	11.23	14.28	20.09	6.13	3.41	120.06	8.93	18.58	17.80

Chính sách quản lý khoản phải thu của STL và BCI khá tương đồng, có xu hướng thắt chặt lại trong thời gian gần đây.

Hiệu suất sử dụng tổng tài sản cũng như tài sản cố định của 3 công ty gần như nhau do có quy mô tài sản tương đương, đặc biệt là trong quý 3 này. Tuy nhiên vòng quay hàng tồn kho lại có sự khác biệt lớn. BCI có hệ số vòng quay hàng tồn kho quá thấp do lượng hàng tồn kho của BCI luôn duy trì ở mức cao. Trong khi đó hệ số này ở SJS trong quý 2 và quý 3 năm 2009 lại rất cao, một mặt do hàng tồn kho ít, một mặt do tốc độ tăng trưởng doanh thu mạnh. Nhìn chung STL ở mức trung bình và vòng quay có xu hướng tăng lên. Điều này chứng tỏ việc quản lý hàng tồn kho của STL khá hiệu quả.

Giá trị hàng tồn kho của Công ty chủ yếu phát sinh từ các khoản chi phí Sản xuất kinh doanh dở dang từ các công trình chưa có doanh thu hoặc chưa hạch toán hết doanh thu như dự án Đăng Kiểm (tòa nhà Sông Đà—Hà Đông), dự án U—City... Trong quý 4/2009, các dự án này dự tính sẽ ghi nhận thêm một phần đáng kể vào doanh thu, chính vì vậy chúng tôi đánh giá vòng quay hoạt động của STL đến cuối năm sẽ tốt hơn.

## PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

### Tỷ số cơ cấu vốn

	STL			SJS			BCI		
Cơ cấu vốn	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
<b>Z-Score Altman</b>	0.53	0.30	0.06	4.24	4.68	2.35	2.26	1.46	1.08
<b>Nợ phải trả/NVCSH</b>	1414.52%	1068.91%	811.33%	91.97%	44.79%	43.56%	118.71%	123.59%	115.22%
<b>Nợ phải trả/TTS</b>	93.38%	91.43%	89.01%	47.91%	30.93%	30.34%	50.65%	51.40%	49.46%

Đặc thù của ngành xây dựng và kinh doanh bất động sản là có nhu cầu vốn rất lớn, thường nguồn vốn tự có không đủ đáp ứng. Vì thế các Doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực này thường có hệ số nợ cao.

STL có hệ số Nợ/TTS và Nợ/NVCSH cao, hiện đang có xu hướng tăng lên và cao hơn rất nhiều so với SJS và BCI. Điều này cho thấy được sự chủ động và linh hoạt của Công ty trong việc huy động vốn. Tuy nhiên, với quy mô tài sản ngày càng mở rộng thì cơ cấu vốn hiện tại theo chúng tôi đánh giá là sẽ mang lại nhiều rủi ro về thanh khoản cho Công ty.

### Tỷ số khả năng sinh lời

	STL			SJS			BCI		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
<b>LN biên gộp</b>	10.65%	9.63%	25.98%	82.85%	50.30%	68.92%	57.89%	59.12%	38.60%
<b>LN biên TT</b>	7.62%	11.17%	7.10%	150.48%	49.34%	237.58%	64.13%	67.89%	32.09%
<b>LN biên ST</b>	6.48%	9.11%	5.86%	124.31%	49.34%	237.58%	53.50%	56.69%	27.18%
<b>ROA</b>	0.54%	0.58%	0.26%	9.71%	4.48%	0.60%	3.03%	1.57%	0.76%
<b>ROE</b>	8.17%	6.82%	2.37%	18.64%	6.49%	0.86%	7.11%	3.77%	1.76%

Tỷ suất lợi nhuận biên gộp trong 9 tháng đầu năm nay đạt 12.95%, tăng đáng kể so với mức 9.81% của năm 2008 và 11.85% của năm 2007. Điều này có được một phần do đóng góp của dự án City View với tỷ suất sinh lời cao (xấp xỉ 32%).

Sang năm 2009, chi phí quản lý và chi phí bán hàng tăng mạnh nên hệ số lợi nhuận từ HĐKD trên doanh thu chỉ ở mức 8.01%, tăng so với năm 2008 nhưng vẫn chưa bằng năm 2007.

Tính theo quý thì các chỉ tiêu về năng lực tài chính trong 3 quý năm 2009 biến động tương đối khác biệt. Tỷ số ROE của STL tăng trưởng khá đều, trong khi hầu hết các tỷ số phản ánh khả năng sinh lời khác lại tăng trong quý 2 và giảm vào quý 3.

So với BCI và SJS thì năng lực tài chính của STL vẫn chưa bằng hai công ty này. Song nếu chỉ so sánh về ROA và ROE thì STL vẫn cao hơn BCI và thấp hơn SJS.



## PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

### Tỷ số giá trị thị trường

ĐVGT: '000 VND	STL			SJS			BCI		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
<b>Giá trị sổ sách</b>	15.10	13.88	14.93	35.65	29.28	28.12	21.83	20.27	20.22
<b>Trailing EPS Cơ bản</b>	3.91	-	-	9.86	5.04	3.19	-	-	-
<b>Trailing EPS Điều chỉnh</b>	3.91	3.16	2.21	9.86	5.06	3.20	-	-	1.66
<b>EPS cơ bản</b>	1.24	0.96	0.36	6.64	1.91	0.24	1.55	0.77	0.36
<b>EPS điều chỉnh</b>	1.24	0.96	0.36	6.64	1.91	0.24	1.55	0.77	0.36
<b>P/E điều chỉnh</b>	18.64			20.71			-		

Giá trị sổ sách của STL nhìn chung là không bằng SJS và BCI. Song từ khi cổ phần hóa đến nay, số lượng cổ phần của STL không có sự thay đổi, chính vì vậy mà giá trị sổ sách có sự tăng trưởng khá đều.

EPS điều chỉnh 4 quý gần nhất của STL vẫn đang còn thấp hơn mặt bằng chung thị trường và của ngành bất động sản. Mức P/E hiện tại của STL hiện đang thấp hơn trung bình ngành cho thấy được khả năng dài hạn để đạt được kết quả kinh doanh cao trong điều kiện thị trường bất động sản có sự tăng trưởng ảm dần lên như hiện nay.

### Phân tích Dupont

	STL			SJS			BCI		
	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09	Q3/09	Q2/09	Q1/09
<b>ROE</b>	8.17%	6.82%	2.37%	18.64%	6.49%	0.86%	7.11%	3.77%	1.76%
<b>LNST biên</b>	6.48%	9.11%	5.86%	124.31%	49.34%	237.58%	53.50%	56.69%	27.18%
<b>Vòng quay TTS</b>	8.31%	6.40%	4.43%	7.81%	9.08%	0.25%	5.67%	2.77%	2.78%
<b>TTS/NVCSH</b>	1,514.73%	1,169.13%	911.54%	191.97%	144.79%	143.56%	234.39%	240.47%	232.97%

Sử dụng phương pháp phân tích Dupont cho chúng ta thấy được sự khác biệt trong sự tăng trưởng ROE của 3 Công ty. Trong khi lợi nhuận sau thuế biên chỉ đóng góp một phần rất nhỏ vào sự tăng lên ROE của STL thì nhân tố này lại đóng góp khá lớn vào ROE của BCI và SJS. Nguyên nhân là do lợi nhuận sau thuế của STL chỉ chiếm một phần nhỏ trong tổng doanh thu, và tốc độ tăng trưởng của nó cũng thấp hơn rất nhiều so với tốc độ tăng trưởng doanh thu qua các năm.

Đồng thời, nhân tố chủ yếu giúp hệ số sinh lời trên vốn chủ sở hữu của STL tăng lên là hệ số nhân vốn chủ sở hữu. Điều này cho thấy được Công ty ngày càng sử dụng nhiều nợ hơn và việc tăng sử dụng đòn bẩy tài chính cũng phần nào làm tăng khả năng sinh lời vốn chủ của Công ty. Trong khi đó, nhân tố này ở cả BCI và SJS chỉ đóng góp phần nhỏ.

## PHÂN TÍCH SWOT

### Điểm mạnh

*Quỹ đất lớn, nằm trong khu vực tốt, gần như độc quyền khai thác các dự án tại khu vực Hà Đông.*

- Quỹ đất lớn, nằm trong khu vực tốt, STL được đánh giá gần như là độc quyền trong việc khai thác các dự án phát triển khu đô thị mới trong khu vực Hà Đông.
- Tổ chức bộ máy quản trị, điều hành gọn nhẹ, không phân quyền qua nhiều cấp trung gian nên quá trình ra quyết định và triển khai thực hiện được linh hoạt.

### Điểm yếu

*Hiệu quả sử dụng đòn bẩy tài chính chưa thực sự tốt.*

- Với cơ cấu vốn nợ chiếm tỷ trọng rất cao, Công ty chưa thực sự tận dụng có hiệu quả tác động của đòn bẩy tài chính.

### Cơ hội

*Chiến lược đô thị hóa của Nhà nước và cơ hội tiếp cận với nguồn vốn FDI của các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng, kinh doanh bất động sản.*

- Chiến lược đô thị hoá của Nhà nước Việt Nam đến năm 2010 phải đạt chỉ tiêu diện tích nhà ở bình quân 10 – 12m<sup>2</sup>/người và đến năm 2020 là 18 – 20m<sup>2</sup>/người theo các chương trình phát triển nhà tạo ra triển vọng phát triển ngành xây dựng và đầu tư bất động sản.
- Các doanh nghiệp BĐS trong nước có cơ hội tiếp cận với nguồn vốn FDI đang tiếp tục được rót vào ngành BĐS với tỷ lệ lớn để phục vụ cho việc đầu tư, xây dựng các dự án quy mô.

### Thách thức

*Việc tiêu thụ gặp khó khăn do các dự án tập trung nhiều vào thị trường căn hộ cao - trung cấp; chính sách thắt chặt tín dụng BĐS của các NHTM*

- Các dự án của STL tập trung vào phân khúc thị trường căn hộ cao - trung cấp nên trong điều kiện kinh tế mới hồi phục như hiện nay sẽ ít nhiều ảnh hưởng tới việc tiêu thụ sản phẩm của Công ty.
- Tình trạng thắt chặt tín dụng bất động sản của các NHTM sẽ gây khó khăn trong việc tìm kiếm nguồn vốn cho hoạt động của Công ty cũng như tác động mạnh tới hoạt động kinh doanh bất động sản.

### Cơ cấu tổ chức

#### CTCP SÔNG ĐÀ – THĂNG LONG

##### CÁC ĐƠN VỊ TRỰC THUỘC, CÔNG TY CON

Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Xí nghiệp xây lắp số 1

BQL DA khu vực Hà Tây

BQL DA khu ĐTM Văn Khê

CTCP Đầu tư và Truyền thông Thăng Long

##### CÁC CÔNG TY LIÊN KẾT

CTCP Sông Đà – Nha Trang (21.38%)\*

CTCP Bất động sản Thăng Long (43.39%)\*

CTCP Thủy điện Bình Phước (22.81%)\*

CTCP Sông Đà 207 (20%)\*

CTCP Sông Đà – Thăng Long M (25%)\*

*Nguồn STL, TVSI tổng hợp - (\*) Tỷ lệ góp vốn của STL*

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Trong phần này chúng tôi sẽ tiến hành định giá cổ phiếu STL theo ba phương pháp cơ bản: DCF, P/E và P/B. Riêng phương pháp định giá theo DCF chúng tôi tiến hành sử dụng mô hình chiết khấu luồng cổ tức (DDM) theo mô hình định giá hai giai đoạn. Trong phần tính giá theo DDM, chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu STL dựa trên hai kịch bản mà chúng tôi tin rằng có nhiều khả năng xảy ra nhất đối với doanh nghiệp.

### **Định giá theo phương pháp DCF**

**Kịch bản 1:** Thể hiện sự tin tưởng của chúng tôi về khả năng phục hồi của nền kinh tế trong nước nói chung, của ngành bất động sản cũng như các doanh nghiệp trong ngành nói riêng khi những dấu hiệu lạc quan đã xuất hiện trên những thị trường lớn trên thế giới, có tác động mạnh đến thị trường bất động sản nội địa như Mỹ, Nhật Bản... Dự báo Công ty sẽ thực hiện được kế hoạch doanh thu và lợi nhuận đề ra của ĐHCĐ năm 2009.

**Kịch bản 2:** Khả năng phục hồi của thị trường bất động sản và của công ty sẽ không sáng sủa hơn vào những tháng cuối năm và cho cả những năm tiếp theo. Công ty khó có khả năng có tăng trưởng cao trong doanh thu và lợi nhuận khi tình trạng trầm lắng và đóng băng vẫn diễn ra trên thị trường bất động sản.

### Kịch bản lạc quan

#### **Dự báo một số các yếu tố kinh tế vĩ mô trong tương lai:**

- Các thị trường bất động sản lớn trên thế giới mà điển hình là Mỹ có dấu hiệu phục hồi và phát triển mạnh trở lại từ năm 2010 trở đi. Thị trường Bất động sản trong nước ấm dần lên và có dấu hiệu khởi sắc trong năm 2010, có khả năng bùng nổ cuối năm cho đến tận đầu năm 2011.
- Giá các nguyên liệu đầu vào ngành xây dựng như xi măng, sắt, thép... sẽ trở nên rẻ.
- Nguồn vốn FDI đầu tư vào Việt Nam mà đặc biệt là vào ngành BĐS sẽ tiếp tục tăng cao, tạo nguồn cho các doanh nghiệp BĐS.
- Lãi suất cơ bản vẫn được giữ nguyên ở mức 7%/năm cho đến tận cuối quý 1/2010 và sau đó có thể sẽ được NHNN điều chỉnh giảm. Không có dấu hiệu của tái lạm phát, tốc độ tăng trưởng GDP trong năm 2009 và 2010 sẽ đạt khoảng từ 5.5% đến 7%.
- Các chính sách liên quan chuyển nhượng, mua bán bất động sản không có gì thay đổi.

**Giá CP trong GD 1: 73,262 VNĐ**

#### **Giai đoạn 1: Từ năm 2009 đến năm 2019**

Trong giai đoạn này, STL vẫn trọng tâm vào hoạt động kinh doanh bất động sản và xây lắp và các hoạt động này vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong doanh thu của Công ty. Trong đó, STL chuyển hướng vào các dự án đầu tư xây dựng nhà ở cho người có thu nhập thấp.

Dự án Usilk city và phần còn lại của dự án Văn Khê dự kiến sẽ ghi nhận doanh thu trong năm nay nên khả năng công ty đạt được doanh thu như kế hoạch đề ra trong năm là hoàn toàn có thể xảy ra. Căn cứ vào tình hình hoạt động của công ty, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần trung bình của STL trong những năm tiếp theo duy trì vào khoảng 30%.

Giá vốn hàng bán của Công ty được chúng tôi giả định chiếm 87% tổng doanh thu thuần trong giai đoạn này.

Các khoản chi phí khác như chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp, chi phí khác chúng tôi giả định tăng cùng với tốc độ tăng của doanh thu.

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

**Bảng dự báo tình hình KQKD của STL trong 5 năm tới cho kịch bản lạc quan**

ĐV: triệu đồng	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
Doanh thu thuần	520,751	676,977	880,070	1,144,091	1,487,318
Giá vốn hàng bán	453,054	588,970	765,661	995,359	1,293,967
Lợi nhuận gộp	67,698	88,007	114,409	148,732	193,351
Lợi nhuận trước thuế	44,335	53,481	69,526	90,383	117,498

Lãi suất chiết khấu trong giai đoạn này 15.85%.

Tốc độ tăng trưởng cổ tức tính toán cho giai đoạn này là 15%.

Giá cổ phiếu giai đoạn này là **73,262 VNĐ**.

**Giá CP trong GD 2: 16,239 VNĐ**

**Giai đoạn 2: Giai đoạn tăng trưởng đều (Từ năm 2020 trở đi)**

Tốc độ tăng trưởng cổ tức giảm xuống còn 12%.

Giá hiện tại của dòng cổ tức trong giai đoạn này là **16,239 VNĐ**

Tổng hợp lại giá của STL tại thời điểm tính toán cho kịch bản lạc quan là **89,501 VNĐ**.

### Kịch bản thận trọng

**Các giả thiết cho kịch bản hai:**

- Thị trường Bất động sản Mỹ không phục hồi được như mong đợi của Nhà đầu tư, giao dịch nhà đất vẫn ảm đạm, ảnh hưởng nhiều đến tâm lý đầu tư của các nhà đầu tư trong nước.
- Lãi suất cơ bản được NHNN điều chỉnh tăng lên.
- Lạm phát ở mức hai con số, thu nhập bình quân đầu người ở mức thấp, nhu cầu tiêu dùng giảm, thị trường tiêu thụ các căn hộ trung và cao cấp không đạt được kết quả như mong đợi.
- Các dự án nhà ở xã hội cho người có thu nhập thấp được chính phủ chấp thuận song tiến độ triển khai thực hiện không như mong đợi.
- Giá nguyên vật liệu đầu vào gia tăng.

Các giả thiết này theo chiều hướng không hy vọng nhiều về triển vọng phục hồi và phát triển của nền kinh tế nói chung và của thị trường bất động sản nói riêng. Điều này sẽ gây ảnh hưởng tới tình hình phát triển và hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành.

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

**Giá CP trong GD 1: 61,463 VNĐ**

### Giai đoạn 1

Năm 2010, phân khúc căn hộ cao cấp và chung cư dự báo tăng về nguồn cung, kèm theo đó là các dự án xây nhà cho người có thu nhập thấp đang nở rộ dự báo sẽ tác động một phần tới doanh thu của STL. Thêm vào đó, dự báo về nguy cơ lạm phát cao sẽ tác động tới nguồn cầu về những căn hộ này. Do đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu trong giai đoạn này sẽ ở mức 20%.

Các yếu tố như giá vốn hàng bán sẽ giữ ở mức cũ như dự báo cho kịch bản lạc quan do các dự án của STL vẫn đang trong thời gian thực hiện. Chi phí tài chính, chi phí quản lý doanh nghiệp không đổi.

### **Bảng dự báo tình hình KQKD của STL trong 5 năm tới cho kịch bản thận trọng**

ĐV: triệu đồng	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
Doanh thu thuần	520,751	624,902	749,882	899,858	1,079,830
Giá vốn hàng bán	453,054	543,664	652,397	782,877	939,452
Lợi nhuận gộp	67,698	81,237	97,485	116,982	140,378
Lợi nhuận trước thuế	44,335	49,367	59,241	71,089	85,307

Tốc độ tăng trưởng cổ tức: 13%.

Lãi suất chiết khấu 14.5%.

Giá STL trong giai đoạn này là **61,463 VNĐ**.

### **Giai đoạn 2: giai đoạn tăng trưởng đều.**

**Giá CP trong GD 2: 13,800 VNĐ**

Tốc độ tăng trưởng giảm xuống còn 10%.

Giá STL trong giai đoạn này là **13,800 VNĐ**.

Tổng hợp lại: Theo kịch bản thận trọng, giá cổ phiếu STL là **75,328 VNĐ**.

### **Kết luận:**

***Chúng tôi đã tiến hành định giá cổ phiếu STL theo phương pháp DCF theo mô hình hai giai đoạn cho hai kịch bản lạc quan và thận trọng. Tuy nhiên nếu xem xét những yếu tố tốt hỗ trợ tại thời điểm hiện tại, chúng tôi cho xác suất cho hai kịch bản là 60:40 thì giá STL theo DCF là xấp xỉ 83,800 VNĐ..***

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

### Định giá theo phương pháp P/E và P/B

Với phương pháp định giá theo hệ số, chúng tôi tiến hành lựa chọn các cổ phiếu trong cùng lĩnh vực kinh doanh bất động sản hiện đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Để tránh sự khác biệt về quy mô tài sản hoạt động của các công ty, chúng tôi sử dụng phương pháp tính tỷ trọng bình quân gia quyền (dựa trên giá trị vốn hóa thị trường) để tính trung bình ngành.

#### Phương pháp P/E

**Bảng: Thống kê chỉ tiêu của công ty và các công ty cùng ngành**

ĐVGT: VND	STL	SJS	NTL	LCG	TDH	SC5	HAG	HDC
Giá hiện tại (20/11/09)	72,900	197,000	165,000	92,000	105,000	74,500	76,000	73,000
KLCPLH hiện tại (triệu CP)	10	39.75	16.317	25	25.25	10.32	268.953	10.8
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	729	7,831	2,692	2,300	2,651	769	20,440	788
Trailing EPS Điều chỉnh	3,910	9,860	22,100	10,540	12,770	3,120	5,140	6,240
EPS điều chỉnh (Quý)	1,240	6,640	10,830	2,830	4,930	850	1,790	2,330
P/E điều chỉnh (trailing)	18.64	19.98	7.47	8.73	8.22	23.88	14.79	11.70
P/E điều chỉnh trung bình ngành	23.31							

*Theo phương pháp P/E*

**Giá CP: 88,700 VNĐ**

Dựa trên các thông tin thu thập được về tình hình hoạt động của STL trong các năm qua, kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm nay, tiến độ các dự án Công ty đang thực hiện, chúng tôi dự phóng EPS đến cuối năm ở mức 4,434 VNĐ, P/E kỳ vọng ở mức 20.x, thấp hơn P/E trung bình ngành đang ở mức 23.31. Giá cổ phiếu theo phương pháp P/E chúng tôi tính toán được là 88,700 VNĐ

#### Phương pháp P/B

ĐVGT: VND	STL	SJS	NTL	LCG	TDH	SC5	HAG	HDC
Giá hiện tại (20/11/2009)	72,900	197,000	165,000	92,000	105,000	74,500	76,000	73,000
BVPS	15,100	35,650	21,070	31,920	48,440	19,520	25,280	22,130
P/B	4.83	5.53	7.83	2.88	2.17	3.82	3.01	3.30
P/B trung bình ngành	3.71							

*Theo phương pháp P/B*

**Giá CP: 60,700 VNĐ**

Giá trị sổ sách của STL tại 30/9/2009 là 15,100 VNĐ. Trong tháng 10 vừa qua, STL đã phát hành 300 tỷ đồng trái phiếu nhằm tăng vốn cho hoạt động của doanh nghiệp. Theo dự phóng của chúng tôi, Book value đến hết năm cũng không có nhiều thay đổi, vào khoảng 15,740 VNĐ. P/B kỳ vọng ở mức 3.85 lần. Giá cổ phiếu STL theo phương pháp P/B sẽ là 60,700 VNĐ.

*Bảng thống kê số liệu trên chỉ mang tính chất tham khảo thêm với các công ty cùng ngành, không phải là dữ liệu hoàn chỉnh để tính trung bình ngành*

#### Nhận định giá cổ phiếu

**Chúng tôi tiến hành định giá cho cả hai phương pháp DCF và tỷ số. Nếu như phương pháp P/E và P/B thích hợp cho việc đầu tư trong ngắn hạn thì phương pháp DCF với các dự báo sát với tình hình hoạt động của công ty hơn sẽ thích hợp cho việc đầu tư trong dài hạn. Phương pháp P/E có thể cho thấy sự kì vọng vào giá cổ phiếu trong tương lai là khá lớn bên cạnh đó phương pháp P/B cũng không thực sự chính xác khi vốn chủ sở hữu của công ty nhỏ.**

**Dựa trên những phân tích trên chúng tôi lấy xác suất các phương pháp DCF, P/E, P/B lần lượt là 50:30:20. Tổng hợp lại giá theo các phương pháp định giá, giá cổ phiếu STL vào khoảng 80,700 VNĐ.**



	<b>Bán với khối lượng lớn</b>
	<b>Nên bán</b>
	<b>Cầm giữ</b>
	<b>Nên mua</b>
	<b>Mua với khối lượng lớn</b>

## Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) 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. Các quan điểm, nhận định, 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 TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

TVSI 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 TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

## PHÒNG PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ

### Trưởng phòng Phân tích đầu tư

TS. Phạm Thị Vân Hà

### Chuyên viên phân tích:

Đào Thị Thu Huyền

Email: [huyendtt@tvsi.com.vn](mailto:huyendtt@tvsi.com.vn)

## Sản phẩm phòng phân tích TVSI:

- Báo cáo thường xuyên**
  - Thông tin cập nhật website hàng ngày
  - Morning Briefing
  - Thống kê giao dịch cuối ngày
  - Thống kê giao dịch tuần
  - Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu
  - Lịch sự kiện theo tháng
- Báo cáo phân tích**
  - Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng
  - Báo cáo phân tích ngành
  - Báo cáo phân tích công ty
- Báo cáo thông kê**
  - EPS Flash Report
  - Investment Tool
  - Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất
- Sản phẩm giao dịch**
  - I-trade Home
  - I-trade Pro
- Hội thảo**
  - Hội thảo chuyên đề và hội thảo nhỏ

## Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

ĐT: (04) 37280921

Fax: (04) 37280920

### Chi nhánh HCM

193 Trần Hưng Đạo, Q. 1

ĐT: (08) 38386868

Fax: (08) 39207542

### Chi nhánh Hoàn Kiếm

26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm

ĐT: (04) 39332233

Fax: (04) 39335120

### Chi nhánh An Đông, HCM

95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5

ĐT: (08) 38306547

Fax: (08) 38306547

### Chi nhánh Hải Phòng

19 Điện Biên Phủ

ĐT: (031) 3757556

Fax: (031) 3757560

### Chi nhánh Đà Nẵng

114 Quang Trung

ĐT: (0511) 3752282

Fax: (0511) 3752283