

Ngày 10/09/2009

## MCK: STL (HOSE)

## CÔNG TY CP SÔNG ĐÀ – THĂNG LONG

## NẮM GIỮ

**ĐỊNH GIÁ 74.000 VND****Chuyên viên : Huỳnh Tuấn Khánh****Email: khanh.ht@vdsc.com.vn****ĐT: 08 6299 2006 – Ext 303****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (ngày 11/09/09) (VNĐ)	65.900
Giá cao nhất (52 tuần) (VNĐ)	73.700
Giá thấp nhất (52 tuần) (VNĐ)	29.800
Số CP đang lưu hành	10.000.000
Vốn hóa thị trường (tỷ VNĐ)	659
P/E (2009F) (X)	17,8
P/BV (BV 30/06/2009) (X)	4,7

**Đồ thị giá 52 tuần**

Nguồn: HSX

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

Khu đô thị mới Văn Khê

Phường La Khê – Hà Đông – Hà Nội

Điện thoại: (84) 04 22470783

Fax: (84) 04 33552978

Website: www.sodavillage.vn

**XÂY DỰNG – VẬT LIỆU XÂY DỰNG**

Chúng tôi ước tính giá trị STL trên nguyên tắc thận trọng vào khoảng 74.000 đồng/CP, cao hơn 12% so với giá tham chiếu ngày 11/09/2009. Nhà đầu tư có thể nắm giữ và xem xét mua vào khi giá thị trường điều chỉnh thấp hơn khoảng 15% - 25% so với mức giá chúng tôi xác định đối với mục tiêu dài hạn.

Thị trường bất động sản trong thời gian gần đây có tín hiệu khởi sắc nhẹ, nhưng nhiều dự báo cho là khả năng hồi phục ngay trong năm nay là không phải dễ dàng. Tuy vậy, về dài hạn tiềm năng tăng trưởng của ngành là không thể phủ nhận.

Đối với STL, chúng tôi thực sự đánh giá cao về tiềm năng các dự án bất động sản Công ty đang sở hữu. Đặc biệt là dự án Văn Khê mở rộng (Usilk City) với giá trị đầu tư 10.000 tỷ, sẽ là nguồn thu chính cho STL trong các năm sau đó. Hiện Công ty đang tiến hành thi công phần móng toàn bộ dự án và xây dựng CT101 (bao gồm 5 tòa nhà cao tầng). Chúng tôi cho rằng kế hoạch này theo đúng tiến độ, nguồn thu từ bất động sản trong 6 tháng cuối năm sẽ có sự đột phá trong cơ cấu doanh thu. Phần dự phóng 5 năm là khá thận trọng, do vậy, nếu kết quả doanh thu và lợi nhuận các năm sau tốt hơn thì mức lợi nhuận thu được trên mỗi cổ phiếu, cũng như giá trị STL sẽ không chỉ dừng lại con số như hiện nay.

Rủi ro khi đầu tư vào STL là tính đặc thù của ngành phát triển theo chu kỳ nên hầu hết các doanh nghiệp bất động sản đều chịu sự rủi ro do tính chất này. Mặc khác, các dự án của STL gần như tập trung vào phân khúc thị trường căn hộ cao - trung cấp. Trước tình hình kinh tế chỉ mới hồi phục, ít nhiều sẽ ảnh hưởng đến việc tiêu thụ sản phẩm của Công ty.

**Thông tin giao dịch**

Ngày	Giá đóng cửa	KLGD	Dư mua	Dư bán	NN mua	NN bán
09/09	67.300	137.500	366.600	244.700	0	0
08/09	66.100	306.400	332.400	146.100	0	0
07/09	63.900	230.200	241.800	91.900	0	0
04/09	66.600	429.300	220.500	92.000	0	5.100
03/09	65.900	415.700	476.700	158.500	0	10.000

**Các chỉ tiêu tài chính cơ bản**

Đv: tỷ đồng	2008	1H09	KH	2009E
Doanh thu	501	166	521	607
Lợi nhuận trước thuế	32	16	40	46
Lợi nhuận sau thuế	23	13	30	37
Vốn điều lệ	100	100	100	100
Tổng tài sản	1.078	1.641		1.989
Vốn chủ sở hữu	147	139		159
ROA	2,2%			1,9%
ROE	15,9%			23,2%
EPS điều chỉnh (VNĐ)	2.382			3.699
Giá trị sổ sách (VNĐ)	14.666	13.880		15.912
Tỷ lệ cổ tức (%)	20		20	20

Nguồn: BCTC STL

Ngày 10/09/2009

**Thành lập:** Năm 2005

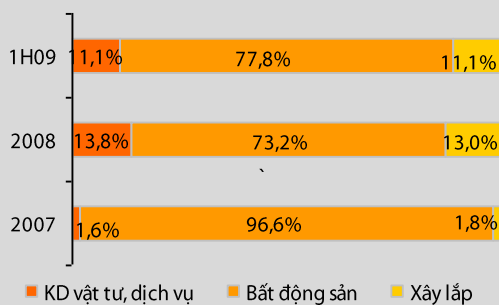
**Quản trị - Điều hành**

Tên	Chức vụ
Nguyễn Trí Dũng	CT.HĐQT, TGD
Lại Việt Cường	TV.HĐQT, Phó TGD
Hồ Sĩ Hùng	TV.HĐQT
Nguyễn Duy Kiên	TV.HĐQT
Lê Phú Chiến	TV. HĐQT
Cao Châu Tuệ	Phó TGD
Nguyễn Trường Giang	Phó TGD

**Công ty con và các công ty liên kết**

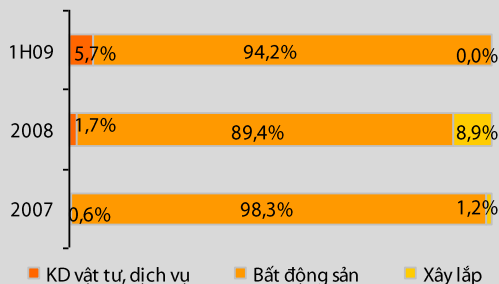
Công ty	% SH
CTCP Phát triển truyền thông Thăng Long	97,3
CTCP Sông Đà Nha Trang	32
CTCP Thủy Điện Bình Phước	22

**Cơ cấu doanh thu**



Nguồn: STL

**Cơ cấu lợi nhuận gộp**



Nguồn: STL

STL, tiền thân là đơn vị trực thuộc CTCP Đầu tư Phát triển Sông Đà được thành lập tháng 6/2005. Đến năm 2006, STL trở thành chi nhánh của Công ty Nhà nước MTV Sông Đà 1, sau đó chính thức mua lại toàn bộ chi nhánh vào tháng 12/2006, vốn điều lệ được điều chỉnh tăng từ 25 tỷ lên 40 tỷ đồng.

Mức vốn điều lệ hiện tại là 100 tỷ đồng. STL được niêm yết trên HNX vào ngày 23/09/2008.

### Hoạt động sản xuất kinh doanh

#### Sản phẩm – năng lực sản xuất

Hoạt động kinh doanh của STL được chia ra làm 3 mảng. Tuy nhiên, kinh doanh bất động sản là hoạt động mang lại nguồn thu chính (75%) cho Công ty. Lĩnh vực xây lắp công trình đóng góp từ 11% - 13%. Phần còn lại là kinh doanh vật tư và dịch vụ.

Thị trường bất động sản trầm lắng kể từ nửa cuối năm trước đến nay đã ảnh hưởng không ít đến mảng hoạt động cốt lõi của STL. Nguồn thu bất động sản trong năm 2008 vẫn đạt chỉ tiêu (367 tỷ), nhưng tiến độ thực hiện các dự án chỉ đạt 65% - 70% kế hoạch, hoàn thành chỉ tiêu doanh thu để ra là nhờ có thêm sự đóng góp từ dự án chung cư Bãi Dương – Nha Trang.

Năm 2009, STL tiếp tục ghi nhận doanh thu từ các dự án đang thực hiện này. Lợi thế của STL là các dự án gần như tập trung tại khu vực Hà Đông, Hà Tây có ưu thế nổi trội về mặt địa lý và hạ tầng, khá gần với trung tâm thủ đô Hà Nội. Gần đây, giá nhà đất tại khu vực này có dấu hiệu tăng lên. Chính vì vậy, các dự án địa ốc của STL đã thu hút được nhiều sự quan tâm của nhà đầu tư.

Trong 6 tháng đầu năm, doanh thu chủ yếu đến từ Dự án khu nhà ở đô thị Văn Khê, đang trong giai đoạn hoàn thiện và sẽ bàn giao toàn bộ khu nhà thấp tầng trong năm nay. Dự án đã hạch toán được 61% doanh thu trong 2 năm trước. STL dự kiến sẽ ghi nhận tiếp 32% doanh thu trong năm nay (nửa đầu năm đã ghi nhận 84 tỷ) và phần còn lại, 7%, sẽ tính cho năm sau.

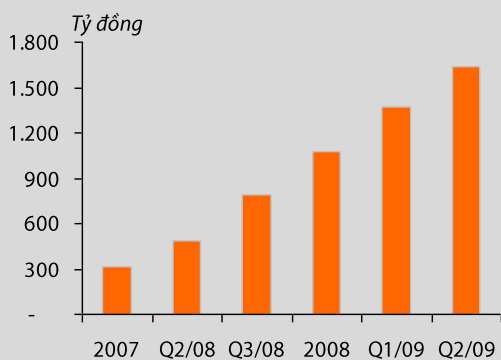
Dự án Tòa nhà hỗn hợp chung cư văn phòng cao cấp Sông Đà Thăng Long City View đã thực hiện vào tháng 8/2008 nhưng mới được chính thức ghi nhận doanh thu trong năm 2009 (6 tháng đầu năm ghi nhận được 44 tỷ đồng). Dự kiến công ty sẽ thu được 30% giá trị công trình (tương đương 106 tỷ) trong năm nay, phần còn lại sẽ tiếp tục hạch toán vào năm 2010 và 2011.

Một nguồn thu lớn hơn nữa đến từ Dự án khu đô thị Văn Khê mở rộng (Usilk – City) với tổng giá trị đầu tư 10.000 tỷ đồng gồm 13 tòa nhà cao tầng. Công ty đang thực hiện phần móng, tầng hầm của toàn bộ dự án và đã khởi công xây dựng CT 101 (bao gồm 5 tòa nhà cao tầng) vào tháng 8 vừa qua. Bên cạnh đó, STL đang tiến hành thực hiện hợp đồng hợp tác với các đối tác thứ phát trong việc huy động vốn cho việc xây dựng các tòa nhà (giá bán hiện tại đã tăng từ mức 800 USD/m<sup>2</sup> lên mức 1500 USD/m<sup>2</sup>, tính đến cuối tháng 6 đã huy động được 497 tỷ đồng) và sẽ chuyển thành doanh thu trong năm nay và các năm sau đó theo tiến độ dự án.

Bên cạnh đó, một số dự án lớn khác như Khu đô thị Phú Lâm với tổng diện tích 29,5 ha và vốn đầu tư 5.000 tỷ đồng. Tuy nhiên, tiến độ thực hiện vẫn trong quá trình thủ tục pháp lý và dự kiến sẽ triển khai trong năm 2010.

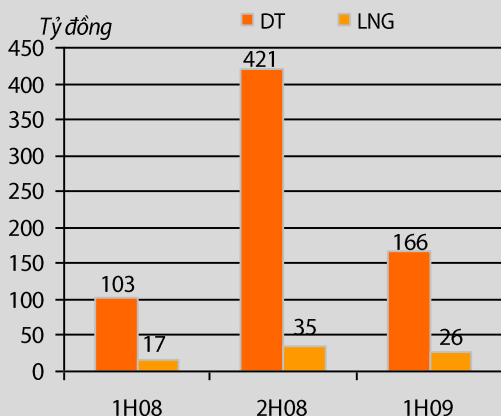
Ngoài ra, STL còn có một số dự án bất động sản trong khu vực Tp. Hồ Chí Minh như Dự án chung cư Huỳnh Tấn Phát (Nhơn Đức – Nhà Bè) với vốn đầu tư 1500 tỷ đồng; Chung cư Trần Xuân Soạn.

Tăng trưởng tổng tài sản



Nguồn: STL

Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận gộp



Nguồn: STL

**Danh sách một số dự án bất động sản STL đang thực hiện**

Tên dự án	Diện tích (m2)	Giá trị (tỷ đồng)	Thời gian
Khu nhà ở đô thị Văn Khê - Hà Tây	219.000	1.006	2006-2010
Tòa nhà Sông Đà Thăng Long City View - Hà Đông	2.600	419	2008-2010
Khu đô thị Văn Khê mở rộng (Usilk - City) - Hà Đông	92.000	10.000	2008-2013
Khu đô thị Phú Lãm - Hà Đông	295.000	5.000	2008-2012
Tòa nhà chung cư cao cấp Bãi Dương - Nha Trang	2.098	198	2008-2010
Khu đô thị Nhơn Đức - H.Nhà Bè, Tp.HCM	26.917	1.500	2008-2010
Chung cư Trần Xuân Soạn, Tp.HCM	5.184	412	2008-2010

Nguồn: STL

**Vị thế công ty**

Với 3 năm thâm niên hoạt động trên thị trường, STL được xem là doanh nghiệp trẻ trong ngành bất động sản. Tuy nhiên, STL được đánh giá là một trong những công ty phát triển nhanh chóng trong lĩnh vực đầu tư và kinh doanh địa ốc Việt Nam và kết quả này được thấy rõ ràng qua tốc độ tăng trưởng quy mô tổng tài sản của STL trong các năm gần đây.

Hơn nữa, với uy tín chi nhánh Công ty Nhà nước Sông Đà 1, STL đã thắng thầu thi công khá nhiều công trình tại khu vực miền Bắc. Lợi thế so với các công ty khác trong ngành, STL gần như độc quyền trong việc khai thác các dự án phát triển khu đô thị mới trong khu vực Hà Đông thủ đô Hà Nội.

**Rủi ro kinh doanh**

Các dự án của STL đang thực hiện tập trung phần lớn tại phân khúc thị trường căn hộ cao và trung cấp. Chúng tôi thực sự đánh giá cao khả năng sinh lời từ các dự án này, tuy nhiên, trước tình hình kinh tế đang trong giai đoạn phục hồi sau suy thoái, Công ty sẽ gặp không ít khó khăn trong việc tìm kiếm nguồn đầu ra cho các dự án.

Hơn nữa các ngân hàng đang thắt chặt tín dụng cho vay bất động sản và đưa ra giới hạn bắt buộc đối với các khoản vay trung và dài hạn. Điều đó phần nào sẽ ảnh hưởng đến mức tiêu thụ căn hộ của các công ty hoạt động trong ngành địa ốc. Bên cạnh đó, mức giá bán căn hộ trên thị trường thứ cấp được nâng lên quá cao so với giá gốc của chủ đầu tư (đặc biệt tại khu vực Hà Đông), khiến cho nhà tiêu dùng giảm nhu cầu hoặc tiếp tục chờ đợi các sản phẩm căn hộ mới được bán ra với giá thấp hơn.

**Đầu tư tài chính**

Tổng giá trị các khoản đầu tư của STL chỉ chiếm 6,7% tổng tài sản (tính đến cuối tháng 6), có thể nói STL tập trung hầu hết nội lực vào hoạt động kinh doanh chính. Hoạt động đầu tư tài chính thực hiện chủ yếu là khoản góp vốn vào các công ty liên kết liên doanh, xoay quanh hoạt động kinh doanh chính.

**Tình hình tài chính**

Ngày 10/09/2009

**Khả năng sinh lời**

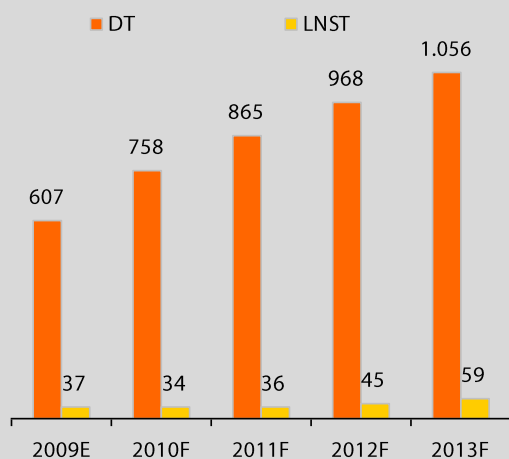
	2007	2008	1H09
LN Gộp/DT	11,9%	9,8%	15,6%
LN HĐKD/DT	10,2%	6,5%	9,9%
LNST/DT	7,6%	4,6%	7,9%
ROA	9,6%	2,2%	
ROE	20,7%	15,8%	

Nguồn: BCTC SC5

**Cấu trúc tài chính**

	2007	2008	1H09
<b>Cấu trúc tài sản</b>			
Phải thu/TTS	44,1%	23,5%	26,5%
Hàng tồn kho/TTS	36,1%	58,6%	23,8%
TSCĐ/TTS	1,0%	4,6%	31,9%
<b>Cấu trúc vốn</b>			
Tổng nợ/TTS	53,5%	86,3%	91,4%
Nợ vay/TTS	9,6%	24,2%	52,4%

Nguồn: BCTC SC5

**Kết quả dự phóng****Khả năng sinh lời**

Mặc dù doanh thu tăng trưởng 26% trong năm 2008 nhưng lợi nhuận chỉ bằng 76% so với năm trước. Nguyên nhân chính do tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mạnh và chi phí tài chính tăng cao.

Doanh thu 6 tháng đầu năm đạt 166 tỷ đồng, tăng 62% so với cùng kỳ và bằng 31% so với kế hoạch là một kết quả không mấy ấn tượng. Tuy nhiên, các quý cuối năm (nhất là quý IV) STL khả năng kết quả kinh doanh cao hơn, do tính đặc thù của ngành bất động sản và xây dựng. Tỷ suất lợi nhuận gộp cũng có sự cải thiện đáng kể 15,6% so với mức 9,8% cả năm 2008, nhờ có sự đóng góp từ dự án City View với tỷ suất sinh lời cao (32%). Tuy nhiên, chi phí bán hàng và quản lý tăng mạnh tương ứng, dẫn đến tỷ lệ HĐKD/doanh thu chỉ ở mức 10%.

**Cấu trúc tài chính**

Hàng tồn kho tính đến cuối tháng 6 giảm gần một nửa so với đầu năm, chiếm 24% trong danh mục tổng tài sản, có thể STL đã ghi nhận một phần vào trong doanh thu 6 tháng đầu năm. Tuy nhiên, đáng chú ý trong mục tài sản dài hạn, chi phí xây dựng dở dang tăng mạnh (gấp 21 lần so với đầu năm), chủ yếu là do ghi nhận các khoản đầu tư ban đầu các dự án tại Hà Nội và TP.HCM.

Nợ trên tổng tài sản có chiều hướng tăng lên, tính đến cuối tháng 6 ở mức 91,4% là tương đối cao. Tuy nhiên, công ty chiếm dụng vốn của khách hàng là chủ yếu. Trong mục nợ dài hạn, các khoản vay cá nhân với quyền chọn mua nhà tại khu đô thị Usilk City chiếm 32% tổng nợ, các khoản ứng trước của người mua chỉ khoảng 15,2%. Nợ vay ngân hàng chỉ chiếm 24% và hầu hết là các khoản vay vốn ngắn hạn, các khoản vay này được sự hỗ trợ từ Công ty tài chính Sông Đà và Agribank Bắc Hà Nội.

**Dự phóng – Định giá**

Chúng tôi dự báo doanh thu của STL trong 6 tháng cuối năm sẽ đạt mức cao hơn so với đầu năm, nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp giảm. Doanh thu từ dự án Usilk City khả năng sẽ tạo đột phá trong cơ cấu doanh thu trong năm nay. Thị trường bất động sản được dự báo sẽ lạc quan hơn vào năm sau, cũng vì vậy, chúng tôi kỳ vọng các dự án STL có thể theo đúng tiến độ triển khai. Chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân cho các năm sau đó ở mức 15%/năm

Chi phí hoạt động ước tính trong năm nay ở mức 5%, tuy nhiên, khả năng sẽ giảm dần trong các năm tiếp đó.

**Các tham số trong mô hình định giá**

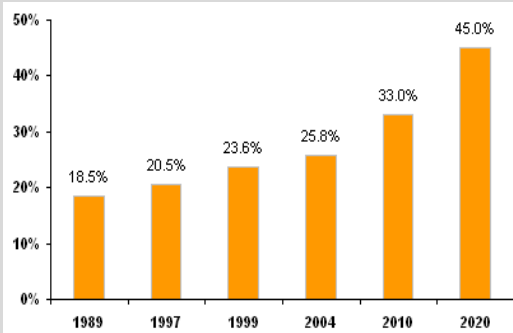
Chúng tôi dự phóng thận trọng tăng trưởng dài hạn ở mức 5% với chi phí sử dụng vốn (Re) ước tính 18%, chi phí vốn bình quân WACC là 11%.

**Kết quả dự phóng**

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	83.235	30%	24.971
FCFE	82.766	30%	24.830
P/E	59.189	20%	11.838
P/BV	62.459	20%	12.492
<b>Giá bình quân</b>		<b>100%</b>	<b>74.130</b>

Ngày 10/09/2009

## Tỷ lệ đô thị hóa ở Việt Nam



## SƠ LƯỢC NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

Theo chiến lược phát triển đô thị của Việt Nam, diện tích đất đô thị sẽ tăng từ 105.000 ha hiện nay lên đến 460.000 ha vào năm 2020, tỷ lệ đô thị hóa 28% hiện nay dự kiến sẽ đạt khoảng 45% vào năm 2025. Nếu chỉ tính riêng nhu cầu nhà ở đô thị, trung bình mỗi năm Việt Nam cần phải phát triển thêm 35 triệu m<sup>2</sup> nhà để phấn đấu đạt 20m<sup>2</sup> nhà ở/người vào năm 2020. Đây sẽ là căn cứ rất quan trọng cho các doanh nghiệp trong ngành tiếp tục mạnh dạn đầu tư vào các dự án địa ốc có tiềm năng vừa được sự khuyến khích của chính phủ vừa đảm bảo nguồn thu lợi nhuận cho công ty.

Nhìn tổng thể thị trường bất động sản Việt Nam, nhu cầu vẫn tăng mạnh và cung vẫn chưa đáp ứng đủ nhu cầu trên mọi lĩnh vực, từ văn phòng cho thuê, căn hộ cao cấp đến trung tâm thương mại, khách sạn... và được ví như thỏi nam châm thu hút vốn đầu tư nước ngoài lẫn trong nước với sự góp mặt của các tập đoàn bất động sản có tên tuổi và hàng loạt dự án đua nhau công bố nhằm đa dạng hóa nguồn cung cho nhà đầu tư.

Xét riêng thị trường căn hộ- hiện tại nguồn cung chỉ đáp ứng được khoảng 60% nhu cầu thực tế về nhà ở của người dân, khoảng cách này trong ngắn hạn dự báo sẽ còn gia tăng. 70% trên 80 triệu dân dưới 30 tuổi là lượng khách hàng dồi dào, lớp trẻ Việt Nam ngày càng có xu hướng thích sống riêng khi lập gia đình mới. Cho nên, thị trường căn hộ vẫn được đánh giá còn tiềm năng rất lớn.

Về địa bàn Hà Nội, theo số liệu của Bộ Xây dựng (tháng 6/2009), Hà Nội là thành phố có diện tích nhà ở bình quân đầu người thấp nhất (7 - 7,5m<sup>2</sup>/người). Tuy vậy, nguồn cung có thể đáp ứng được nhu cầu khổng lồ về nhà mức giá trung bình vẫn hạn chế. Các chuyên gia đang đánh giá cao khả năng sinh lời nếu giới đầu tư tập trung xây dựng và kinh doanh phân khúc này. Bên cạnh đó, có thông tin UBND Tp. Hà Nội đề nghị Thủ tướng cho phép tiếp tục được triển khai 240 dự án BĐS tại khu vực Hà Tây. Nếu các dự án này được thực hiện, thị trường nhà đất Hà Nội sẽ có những điểm sốt mới.

Tất cả những triển vọng của ngành bất động sản sẽ kéo theo những ngành có liên quan tăng trưởng. Do vậy, các mảng hoạt động trong lĩnh vực xây dựng của STL cũng được hưởng lợi khi thị trường nhà đất phát triển.

Tuy vẫn còn khó khăn sau giai đoạn khủng hoảng, trầm lắng các doanh nghiệp có thực lực và khả năng trụ vững sẽ tiếp tục phát triển vì chắc chắn thị trường bất động sản Việt Nam vẫn còn rất nhiều tiềm năng và cơ hội để doanh nghiệp khai thác.

Bảng thống kê tóm tắt số liệu kinh doanh các doanh nghiệp tiêu biểu

Đơn vị: tỷ đồng

Mã CK	Vốn điều lệ	Năm 2008					1H2009	
		Doanh thu	LNST	ROA	ROE	Cổ tức	Doanh thu	LNST
HAG	1.798	1.880,7	700,3	7,9%	18,6%	15%	2.047,8	536,7
BCI	542	484,9	125,4	5,1%	11,6%	15%	144,1	60,7
SJS	400	314,0	118,9	7,5%	10,4%	20%	157,6	85,4
TDH	253	599,5	198,4	30,0%	13,8%	30%	224,7	99,6
NBB	154	178,7	55,2	5,9%	12,9%	14%	153,3	30,9
SC5	103	832,6	34,9	2,9%	18,9%	20%	636,8	17,1
STL	100	501,4	23,3	2,2%	15,9%	20%	165,7	13,1

Nguồn: VDSC





## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VDSC tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VDSC thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. Bản quyền thuộc VDSC, 2009.