



Ngành bất động sản mã STL

Ngày phát hành 19/04/2010

Khuyến nghị: MUA

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CƠ HỘI ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Sông Đà Thăng Long

DIỄN BIẾN GIÁ GIAO DỊCH



Đặc điểm đáng lưu ý thời điểm hiện tại:

- STL là doanh nghiệp bất động sản nổi bật về khả năng triển khai các dự án quy mô lớn. **USILK là 1 dự án nằm trong 42 dự án được duyệt triển khai ngay sau khi UBND TP Hà Nội và bộ Xây Dựng rà soát 244 đề án quy hoạch Thủ Đô tháng 4/2010**
- Sau khi nộp thuế sử dụng đất và làm xong sổ đỏ hiện nay chênh lệch giữa nguyên giá và giá thị trường của 95000 m2 đất USILK trải dọc 1 km mặt đường Lê Văn Lương là **trên 1000 tỷ**
- USILK dự kiến sẽ cho **doanh thu 13000 tỷ và lợi nhuận gộp trên 2200 tỷ phân bổ cho 4 năm 2010-2013,**
- Dự án USILK hiện nay đã cơ bản xong móng, tòa nhanh nhất đã xây xong 2 tầng hầm. Vì vậy USILK sẽ cho doanh thu và lợi nhuận cao ngay trong năm 2010 ước thận trọng ở mức 1100-1200 tỷ doanh thu và 110 tỷ lợi nhuận trước thuế
- USILK đã bán được 2/3 số căn hộ, **năm 2010 dự kiến bán hết 90% số căn hộ.** Người mua trong quý 1/2010 đã góp từ 30% đến 60% giá trị xây dựng căn hộ
- Đường Lê Văn Lương kéo dài dự kiến **thông xe vào tháng 6/2010** và chắc chắn thông xe trước tháng 10 (tháng đại lễ 1000 năm Thăng Long) điều này sẽ tác động rất tích cực cho dự án USILK
- Các khoản đầu tư góp vốn vào các công ty có thể hiện thực hóa lợi nhuận ngay **210 tỷ**
- **HDQT và ban điều hành nắm giữ trên 20% VDL** là tỷ lệ cao nhất trong nhóm công ty Sông Đà

THÔNG TIN CỔ PHẦN	
Mã giao dịch	STL
Sàn giao dịch	HASE
Giá thấp nhất 52 tuần	20.6
Giá cao nhất 52 tuần	95.5
Giá trị vốn hóa (tỷ VNĐ)	700
Lượng cổ phiếu lưu hành	10,000,000
KLGD trung bình 10 ngày	220700
Cổ tức năm gần nhất	20%

1. Ngành nghề kinh doanh

- Đầu tư các dự án bất động sản
- Đầu tư khu công nghiệp
- Xây dựng

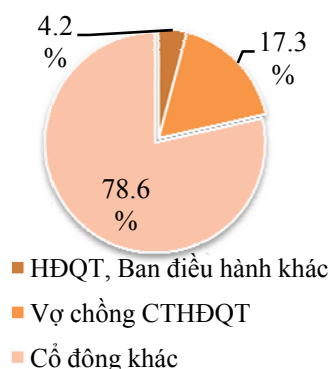
2. Các dự án đang đầu tư

2.1 Dự án đã hoàn thành:

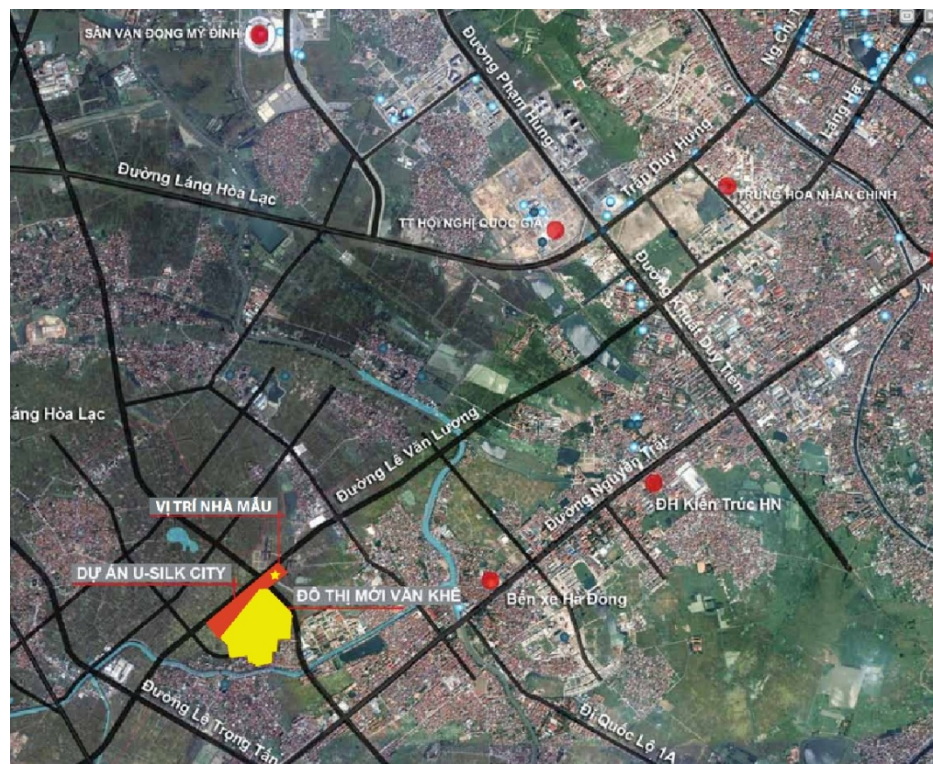
- Khu đô thị mới Văn Khê, Hà Đông diện tích 24ha với 900 nhà liền kề và 11 tòa chung cư.



THÔNG TIN SỞ HỮU



Vũ Thắng Bình, Trưởng phòng Phân tích	Phạm Xuân Anh, Phụ trách bộ phận PT cơ bản	Đỗ Thanh Phong, Cán bộ phân tích
Tel: +84 4 2220 6832	Tel: +84 4 2220 6832	Tel: +84 4 2220 6832
	Email: pxuananh@bsc.com.vn	Email: phongdt@bsc.com.vn



(Vị trí khu ĐTM Văn Khê và USILK)

2.2 Dự án đang thực hiện:

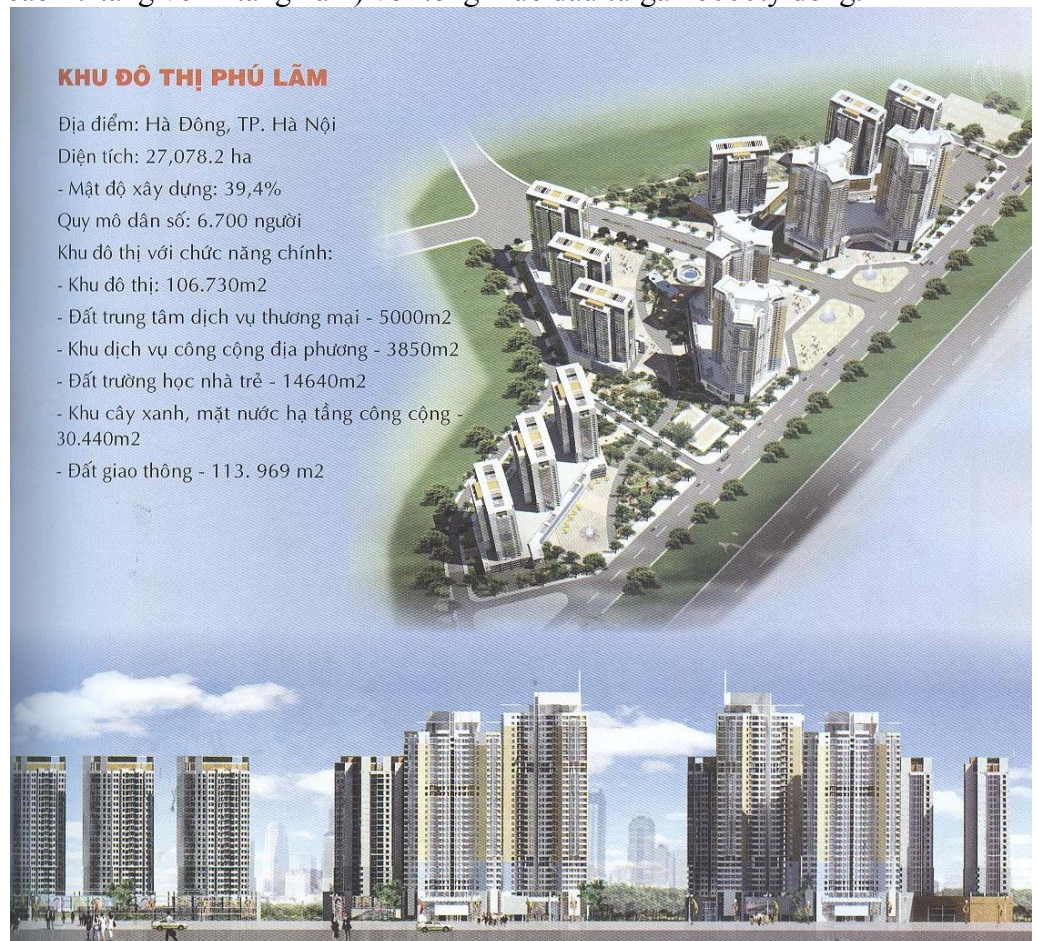
- Dự án Usilk-City trên diện tích 9,4 ha với tổng mức đầu tư khoảng 10 ngàn tỷ đồng gồm 13 toà nhà cao tầng từ 25 tầng-50 tầng với trên 3000 căn hộ.





(Thiết kế dự án USILK)

- Dự án KĐT Phú Lãm Hà Đông diện tích hơn 27ha, bao gồm đầy đủ các khu phục vụ hoàn chỉnh trong đó có 04 toà cao 21 tầng và 02 tầng hầm; 09 toà cao 17 tầng với 2 tầng hầm) với tổng mức đầu tư gần 6000 tỷ đồng.



- Dự án “Toà nhà hỗn hợp chung cư cao cấp Sông Đà - Hà Đông – Elipse Tower” với qui mô diện tích 2.600m², cao 33 tầng và 3 tầng hầm toạ lạc trên đường Trần Phú, Hà Đông, Hà Nội. Hiện tại dự án đã thi công xong cọc đang làm móng và hầm



(Dự án Elipse Tower 44000 m2 sàn CĐT công ty CP BĐS Thăng Long -

công ty liên kết của STL làm chủ đầu tư đang thi công tường vây)**2.3 Dự án chuẩn bị triển khai**

- Dự án Khách sạn cao cấp 3B Phan Đình Phùng, Ba Đình (công ty đã mua xong đất với diện tích trên 500 m²)
- Dự án xây dựng tổ hợp văn phòng chung cư tại lô **D27 Trần Thái Tông (Nguyễn Phong Sắc kéo dài)**, Cầu Giấy, Hà Nội, khu chung cư cao cấp với diện tích đất gần 2,3ha, chiều cao từ 23-35 tầng tổng mức đầu tư hơn 3000 tỷ đồng. Đây là dự án có vị trí đắc địa tại quận Cầu Giấy, công ty đang tiến hành các thủ tục pháp lý nếu thuận lợi có thể khởi công tháng 10/2010
- Dự án Khu dân cư Cồn Tân Lập, thành phố Nha Trang, tỉnh Khánh hoà quy mô **15ha với gần 300 m mặt đường Trần Phú** kéo dài sẽ hoàn thành đền bù giải phóng mặt bằng trong tháng 6 với tổng mức đầu tư hơn 1100 tỷ đồng.
- Dự án khách sạn cao cấp tại 14-20 Lý Thường Kiệt, thành phố Huế, tỉnh Thừa Thiên Huế. (dự án có diện tích đất 7000 m², công ty đã đầu tư 151 tỷ gồm chi phí đấu giá và chuyển quyền sử dụng đất. Giá đất mặt đường này hiện tại khoảng 60 triệu/m²)
- Dự án đầu tư xây dựng nhà ở thu nhập thấp tại khu đô thị mới An Vân Dương, thành phố Huế, tỉnh Thừa Thiên Huế.
- Dự án khu nghỉ dưỡng và chung cư cao cấp An Viên thành phố Nha Trang làm chủ đầu tư thứ phát với resort, khu vui chơi giải trí, khám phá và du lịch biển đã xây đến tầng 4/nhà 18 tầng
- Các dự án tại khu vực thành phố Hồ Chí Minh : dự án Sao Mai đường 77 quận 7, dự án Tân Kiểng huyện Nhà Bè. Tổng ĐT các dự án tại TP HCM khoảng 600 tỷ (tiền đầu tư từ khách mua USILK) Công ty đặt mục tiêu năm 2010 sẽ thu hồi toàn bộ tiền đầu tư cho các dự án HCM khi các dự án đã xong móng và hầm để chuẩn bị tiền hỗ trợ hoàn thiện USILK 2011

3. Tài chính

Nguồn vốn: Tổng nguồn vốn 3279 tỷ trong đó VCSH 173 tỷ, chiếm dụng vốn ngắn hạn 838 tỷ, người mua USILK góp vốn cho vay 746 tỷ, trái phiếu 600 tỷ.

Tài sản: Tổng tài sản 3279 tỷ trong đó tiền mặt và tiền gửi NH 145 tỷ, bị chiếm dụng vốn 688 tỷ, hàng tồn kho và chi phí xây dựng cơ bản dở dang 1592 tỷ, góp vốn vào các công ty 201 tỷ.

Kết quả kinh doanh:**BÁO CÁO KQKD HỢP NHẤT**

Đơn vị: tỷ VND

	2009	2008
Doanh thu thuần	737,970	501,459
Giá vốn hàng bán	657,706	452,259
Lợi nhuận gộp	80,265	49,199
Doanh thu hoạt động tài chính	16,342	1,537
Chi phí tài chính	7,498	3,586
Chi phí bán hàng	15,957	3,222
Chi phí quản lý doanh nghiệp	27,398	13,395
LN thuần từ HĐKD	45,754	30,533

Lợi nhuận khác	3,411	-6
Lợi nhuận/ lỗ trong công ty liên kết	7,052	1,538
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	56,218	32,065
Chi phí thuế TNDN	7,995	8,781
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1,779	0
LNST công ty mẹ	46,444	23,284

Doanh thu: Doanh thu công ty tăng nhanh từ năm 2008 do công ty đưa vào khai thác dự án Văn Khê

Lợi nhuận: lợi nhuận gộp biên của công ty trong năm 2009 đạt mức thấp (10.8%) do công ty hạch toán doanh thu lợi nhuận từ dự án Văn Khê. Dự án Văn Khê bán từ năm 2006-2007 trong điều kiện khó khăn về vốn và chưa có đường Lê Văn Lương kéo dài nên đã bán với giá rẻ dưới 8 triệu/m² đất nền và chuyển nhượng phần chung cư cho các CĐT thứ cấp.

Lợi nhuận gộp biên từ năm 2010 sẽ tăng nhanh: Với giá bán thấp nhất căn hộ USILK là 1100 USD/m² và giá bán trung bình khoảng 1200 USD/m² sẽ cho lợi nhuận gộp biên trên doanh thu ước thận trọng từ **18-22%**. Ngoài ra HĐQT và Ban điều hành hiện nay đã sở hữu đến trên 20% VDL

4. Cơ hội đối với STL

4.1 Dự án USILK có khả năng mang lại lợi nhuận 2300 tỷ từ năm 2010 đến năm 2014.

Phân tích dự án USILK

a) Tính pháp lý của dự án

- USILK là một trong 42 dự án được triển khai ngay sau khi UBND TP Hà Nội và bộ Xây Dựng ra soát 244 đồ án qui hoạch Thủ Đô tháng 4/2010
- Hiện tại công ty đã nộp xong thuế sử dụng đất của dự án, làm xong 4 sổ đỏ cho 4 cụm CT. (Theo đánh giá của BSC hiện nay chênh lệch giữa nguyên giá và giá thị trường của 95000 m² đất trải dọc 1 km mặt đường Lê Văn Lương là trên 1000 tỷ)

b) Nguồn vốn thực hiện

- Nguồn lực quan trọng nhất giúp công ty thực hiện USILK là tiền góp vốn của người mua USILK: đến quý 1 năm 2010 là trên 1500 tỷ
- Nguồn trái phiếu và vay thương mại: gồm trái phiếu công trình 600 tỷ (600% vốn điều lệ) kì hạn 3 năm lãi suất 13%/năm, sau khi công ty phát hành xong thì lãi suất tăng lên 20-21%, đây là một lợi thế tài chính rất lớn của công ty. Ngoài ra công ty còn nhận được hỗ trợ lớn từ các tổ chức tài chính: Tài Chính Sông Đà, Tài Chính Điện Lực và các NH sẵn sàng cung cấp tín dụng cho STL như Agribank, An Bình Bank.

c) Tiến độ thực hiện

- USILK là một trong những dự án thi công nhanh nhất khu vực phía Tây Hà Nội
- Đến quý 1/2010 đã thi công xong toàn bộ cọc, móng của tất cả các CT. Các CT thi công nhanh đã xong 2 tầng hầm và bắt đầu thi công thân, giá trị đã đầu tư trên 800 tỷ. Đến nay đã đủ điều kiện chuyển hợp đồng góp vốn sang hợp đồng mua bán
- Quá trình thi công cọc móng các tòa nhà cao tầng (cao nhất 50 tầng) theo công nghệ như Kengnang mà các nhà thầu xây dựng khác không đáp ứng được STL đã đầu tư cho xí nghiệp số 1 gần 400 tỷ mua trên 10 máy thi công cọc nhồi hiện đại nhất Việt Nam **thi công cọc đến đường kính đến 3m, độ**

sâu đến **70-80 mét**. Điều này dẫn đến thành công quyết định của dự án USILK đó là công ty đã thực hiện xong phần móng của toàn bộ dự án trong một thời gian rất ngắn. Bên cạnh đó thành quả thu được là xí nghiệp 1 sẽ cổ phần hóa trong năm 2010 hình thành công ty CP nền móng Sông Đà Thăng Long vốn 200 tỷ, trở thành đơn vị có năng lực xử lý nền móng hàng đầu Việt Nam



(Nhà mẫu USILK mặt đường Lê Văn Lương kéo dài)

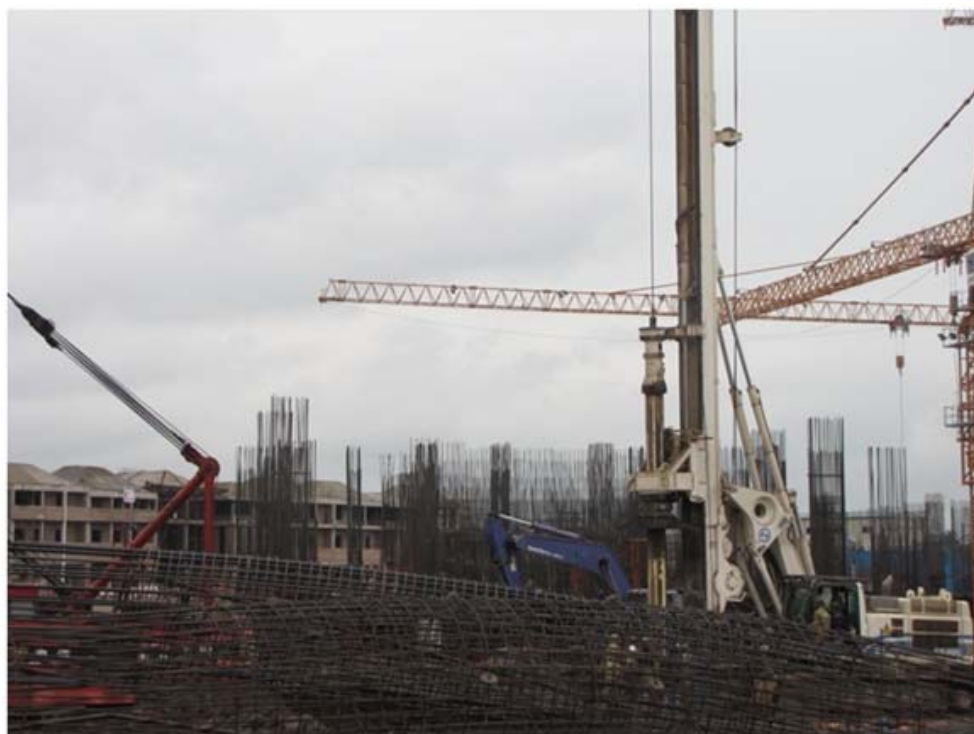


(Toàn cảnh công trường USILK đã thi công xong móng, đang làm hầm)



(CT do sông đà 207 thi công)





(Các CT thi công nhanh đã xong 3 tầng hầm chuẩn bị thi công phần thân)





d) Doanh thu lợi nhuận dự án USILK

Giá bán của dự án, số lượng căn hộ bán được

Giá bán dự án = giá góp vốn * 125%. Trong đó giá góp vốn rẻ nhất năm 2007 lúc dự án chưa triển khai là 650USD/m², 750 USD/m² (tổng cộng có gần 400 căn/trên 3000 căn được bán với giá góp vốn thấp nhất). Giá bán hiện nay 1500 USD/m². Hiện tại đã có trên 2/3 số lượng căn hộ đã bán, dự kiến đến cuối năm 2010 bán xong 90% (công ty chưa muốn bán toàn bộ vì tháng 6 đường Lê Văn Lương kéo dài thông xe kì vọng giá sẽ còn tăng)



(Đường Lê Văn Lương kéo dài dự kiến thông xe vào tháng 6/2010)

Diện tích hầm (m ²)	134.000
Tổng diện tích sàn (m ²)	685000
<i>Trong đó diện tích sàn thương mại (m²)</i>	<i>180000</i>
Diện tích kinh doanh (m ²) (80%)	548000
<i>Chung cư cao cấp (m²)</i>	<i>404000</i>
<i>Sàn thương mại (m²)</i>	<i>144000</i>
Tổng vốn đầu tư	10.000.000.000.000

Giá bán chung cư cao cấp/m2 (VND)	22.800.000
Giá bán sản thương mại ước (VND)	26.000.000
Doanh thu dự án	12.955.200.000.000
Lãi gộp dự án	2.955.200.000.000
Chi phí thuế	738.800.000.000
Lợi nhuận gộp	2.216.400.000.000

(Doanh thu lợi nhuận được ước thận trọng với giá bán trung bình 1m2 chung cư 1200 USD/m2, giá bán sản thương mại 1350 USD/m2)

e) Lợi nhuận lâu dài từ dự án

Sau khi hoàn thiện (2012) USILK sẽ cung cấp cho STL 134.000 m2 hầm là hầm nhà lớn nhất Việt Nam và 180.000m2 sản bán lẻ dự án là sản bán lẻ lớn nhất Việt Nam phục vụ dân cư dự án USILK và các khu vực lân cận. Hiện nay đã có 1 số nhà bán lẻ lớn đặt vấn đề thuê dài hạn STL trong 30 năm nhưng STL chưa chấp thuận

Phần diện tích bán lẻ có thể được bán ngay hoặc giữ lại để khai thác 1 phần. Phần hầm 134000 m2 sẽ được công ty giữ lại để khai thác dịch vụ. Đây là tài sản đã phân bổ chi phí vào phần thân nên coi như lợi nhuận bổ sung của doanh nghiệp. Riêng phần hầm có thể tiếp nhận 8000 ô tô. Với giá gửi 800.000 VND/ô tô/tháng phần hầm cho lợi nhuận mỗi tháng không dưới 2,5 triệu USD



(USILK là dự án đòn bẩy cho STL có sự đột phá về qui mô và hiệu quả doanh nghiệp)

f) So sánh qui mô USILK với dự án VC1

So sánh với dự án của VC1: Giá bán của 2 dự án xấp xỉ. Chất lượng căn hộ USILK tốt hơn nhưng vị trí kém hơn. Dự án USILK thi công sớm hơn, diện tích đất gấp 10 lần, tổng vốn ĐT gấp 10 lần. Dự án của VC1 dự kiến mang lại lợi nhuận gộp 400 tỷ, dự án USILK mang lại lợi nhuận 2200 tỷ (gấp hơn 5 lần)

4.2 Lợi nhuận tiềm năng từ các công ty góp vốn

STL góp vốn vào các công ty liên doanh liên kết với giá bằng mệnh giá. Đối với các công ty có giao dịch trên thị trường OTC và niêm yết giá trị các khoản đầu tư này hiện nay chênh lệch với giá vốn khoảng 210.7 tỷ (xem bảng dưới)

Công ty	SL nắm giữ	Giá	Chênh
---------	------------	-----	-------

	(bằng mệnh giá)	giao dịch	lệch
Sông Đà 1	19.1	2.5	28.65
Thủy điện Bình Phước	17.8	1.2	3.56
Sông Đà Nha Trang	50.4	2	50.4
CP BĐS Thăng Long	22.5	2	22.5
Sông Đà 207 (SDB)	30.8	3.5	77
CP Tài Chính Sông Đà	29	2	29
Tổng			210.7

(*)SD1 là công ty con của STL hiện nay còn nắm giữ 9,1 tỷ mệnh giá cổ phiếu SJC có giá thị trường 40.000/CP

4.3 Tiềm năng từ các dự án mới

Dự án KĐT Phú Lâm Hà Đông diện tích hơn 27ha với tổng mức đầu tư gần 6000 tỷ đồng, dự án khu dân cư Cồn Tân Lập, thành phố Nha Trang, tỉnh Khánh hoà quy mô 15ha với gần 300 m mặt đường Trần Phú và dự án xây dựng tổ hợp văn phòng chung cư tại lô D27 Trần Thái Tông, Cầu Giấy, Hà Nội với diện tích đất gần 2ha, chiều cao từ 23-35 tầng tổng mức đầu tư hơn 3000 tỷ đồng là ba dự án có tiềm năng rất lớn mà công ty đang triển khai

Đây là các dự án lớn gởi đầu ngay sau dự án USILK.

5. Lợi nhuận 2010:

5.1 Theo kế hoạch kinh doanh 2010 đã trình ĐHCĐ

Doanh thu: 1.624.760.977.000 đồng

Doanh thu xây lắp : 401.531.399.000 đồng

Doanh thu kinh doanh nhà ở và hạ tầng: 1.165.486.161.000 đồng

Lợi nhuận : 87.713.200.000 đồng

Công ty đặt kế hoạch kinh doanh năm 2010 ở mức thấp do công ty dự kiến hạch toán phần còn lại của dự án Văn Khê và các căn USILK bán đợt 1 với lợi nhuận biên thấp và chưa tính lợi nhuận từ các liên doanh, lợi nhuận tài chính từ việc thoái vốn 1 phần các công ty niêm yết.

5.2 Theo đánh giá của Phòng phân tích BSC

Với tiến độ như hiện nay dự án USILK khả năng sẽ bàn giao nhà đúng thời hạn cam kết, phòng Phân tích BSC đánh giá công ty sẽ hạch toán doanh thu USILK ở mức cao hơn 1100 tỷ và lợi nhuận trước thuế ước ở mức thận trọng là 110 tỷ.

Căn cứ theo tiến độ của dự án USILK cũng như các dự án liên kết với các công ty khác nhóm phân tích ước doanh thu của công ty sẽ vượt 2000 tỷ và lợi nhuận sau thuế ước thận trọng ở mức 110 tỷ tương ứng **EPS(2010) 11000/CP**

Với tốc độ tăng trưởng của công ty và tiềm năng các dự án đang triển khai cho doanh thu lợi nhuận từ năm 2010, P/E hợp lý ở mức 10 lần và giá kì vọng **110.000/cổ phiếu**

6. Đánh giá rủi ro

- Rủi ro kinh tế vĩ mô

- Dự án USILK bán hàng chậm, tuy nhiên điều này khó có khả năng xảy ra căn cứ trên số lượng hàng đã bán được và sự kiện đường Lê Văn Lương kéo dài sắp thông xe

- Rủi ro vấn đề đại diện sở hữu: Hiện nay số lượng sở hữu của CT HĐQT và ban điều hành lên tới trên 20% nên rủi ro sở hữu tại STL ở mức thấp

Khuyến nghị:

Xét tổng thể tài chính, năng lực triển khai các dự án và giá trị tài sản cũng như hiệu quả các dự án mà STL đang thực hiện, BSC đánh giá STL là cổ phiếu phù hợp cho đầu tư cả ngắn hạn và dài hạn với mức kỳ vọng trước chia tách là 110.000-120.000/CP

Phụ trách nhóm ngành

Cán bộ thực hiện

Phạm Xuân Anh

Đỗ Thanh Phong

Trưởng nhóm phân tích

Vũ Thắng Bình

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NHĐT&PT VIỆT NAM

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 – Tháp A Vincom
191 Bà Triệu – Hai Bà Trưng – Hà Nội
Tel: 84 4 22200668
Fax: 84 4 22200669
Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8128885
Fax: 84 8 3 8128510

Phòng Giao dịch BSC Nam Kỳ Khởi Nghĩa

12-14 Nam Kỳ Khởi Nghĩa
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 8214803
Fax: 84 8 8214804

Phòng Giao dịch Hàng Tre

20 Hàng Tre - Hoàn Kiếm - Hà Nội
Tel: 3 9261278, 3 9261276
Fax: 3 9261279

Nhóm Phân tích Ngành Doanh nghiệp

Bùi Nguyệt Ánh
Trần Thăng Long
Nguyễn Thanh Hoa
Nguyễn Hoàng Nam

Vũ Phương Nga
Trần Kim Oanh
Đỗ Thanh Phong
Phạm Minh Lan

Trưởng nhóm
Vũ Thắng Bình

Phụ trách nhóm Ngành Doanh nghiệp
Phạm Xuân Anh

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

Bản quyền của Công ty chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Công ty Chứng khoán BIDV (BSC)

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Chứng khoán BIDV.