

SDU: Công ty cổ phần Đầu tư xây dựng và Phát triển đô thị Sông Đà

Giới thiệu chung

Được thành lập từ năm 2007, niêm yết cổ phiếu trên HNX từ 28/09/2009. Hiện tại vốn điều lệ của SDU là 100 tỷ đồng. SDU hoạt động chính trong lĩnh vực phát triển và kinh doanh BĐS.

Cổ đông sáng lập là Tổng công ty Sông Đà với tỷ lệ vốn góp 30%, công ty được thực hiện rất nhiều dự án trọng điểm tại Hà Nội và Hà Đông và một trong số ít công ty hoạt động theo mô hình phát triển BĐS trong Tổng công ty Sông Đà.



Thông tin cổ phiếu (08/12/2009)

Giá cổ phiếu	67.000
Số CP đang lưu hành	10.000.000
Vốn hóa (tỷ đ)	680
% sở hữu Nhà nước (Tổng Sông Đà)	30%
% sở hữu cổ đông lớn và nội bộ	~40%

Thông tin doanh nghiệp:

Địa chỉ: Tầng 7, nhà G10 đường Nguyễn Trãi, Thanh Xuân Nam, Hà Nội

Điện thoại: 042.2201592

Fax: 042.2201590

Website:

<http://dothisongda.com.vn>

Chuyên viên phân tích:

Phùng Quang Việt

Viet.phung@vndirect.com.vn

Trưởng bộ phận:

Vũ Đình Độ

do.vu@vndirect.com.vn

Năm	2008	9T/2009	2009E	2010E
Doanh thu (tỷ đồng)	135,982	142,792	193,621	785,056
Tỷ suất lợi nhuận gộp	33%	20%	28%	27%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	6,310	33,962	55,672	145,578
EPS (đ)	631	3.396	5.567	14.557
Tăng trưởng EPS	n/a	n/a	64%	161%
P/E (lần)	107	19,73	12,03	4,6
P/B (lần)	6,4	4,96	4,24	2,38
Cổ tức/giá	0%	0%	2,2%	3%
ROE	5,9%	25%	35%	51%
ROA	3,4%	18%	27%	40%
Tổng tài sản (tỷ đồng)	183,811	186,881	213,771	358,583
Tài sản ngắn hạn/Tổng tài sản	65%	41%	43%	62%
Nợ ngắn hạn (tỷ đồng)	70,052	35,739	50,688	66,825
Hệ số nợ/VCSH	72,7%	38,3%	33%	28%
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,71	2,1	1,9	1,83

Quan điểm đầu tư:

Nghị định 69/2009/NĐ - CP mới ban hành quy định giá đền bù và chuyển mục đích sử dụng tăng lên khá nhiều so với trước đây, nhìn chung đã tạo thêm những khó khăn cho các công ty bất động sản (BDS) có dự án chưa đền bù giải tỏa. Mô hình phát triển nhà biệt thự và liền kề, với tỷ lệ khai thác thương mại trên đất mặt bằng thấp có thể không còn ghi nhận biên lợi nhuận cao. Phát triển nhà cao tầng tại các vị trí đắc địa, trong trung tâm các thành phố như các dự án của SDU có nhiều tính cạnh tranh hơn về hiệu quả khai thác quỹ đất.

Được thành lập từ 2007 với kỳ vọng phấn đấu là một trong các công ty hàng đầu có vốn góp của Tổng Sông Đà trong phát triển BĐS, SDU hiện đang sở hữu danh mục các dự án BĐS khá lớn. Trong đó, các dự án đang triển khai bao gồm: (1) tòa nhà hỗn hợp Sông Đà-Hà Đông 34 tầng, trên diện tích mặt bằng 3.562m²; (2) Tòa nhà 25 Tân Mai 17 tầng, diện tích mặt bằng là 2.935m²; Các dự án chuẩn bị triển khai trong nửa đầu năm 2010: (1) Hai tòa nhà hỗn hợp cao 35 và 40 tầng trên diện tích đất mặt bằng 11.370m² của Bến Xe Hà Đông; (2) Tòa nhà hỗn hợp G9 – G10 cao 36 tầng, hiện là trụ sở của Tổng Sông Đà, mặt đường Nguyễn Trãi, diện tích mặt bằng 5.549m²; (3) Cải tạo xây dựng Tòa nhà 25 tầng tại 26 Liễu Giai trên diện tích mặt bằng 2.616m², cùng nhiều dự án đang trong giai đoạn hoàn thiện hồ sơ. Chúng tôi đánh giá cao năng lực phát triển dự án của SDU trên cơ sở lợi thế từ sự hỗ trợ của Tổng Sông Đà và kinh nghiệm của ban lãnh đạo.

Dự báo năm 2009, SDU có thể đạt được 55,6 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế. Năm 2010, những dự án lớn của SDU sẽ bắt đầu phát huy hiệu quả và được ghi nhận doanh thu lớn hơn nhiều so với 2009. Dựa vào việc phân tích tiến độ thực hiện, chúng tôi ước tính tổng doanh thu thuần của SDU trong năm 2010 có thể đạt được 785 tỷ đồng, tăng 4 lần so với năm 2009, cùng với mức lợi nhuận ròng 145 tỷ đồng.

Với mức giá 67.000 đồng/cp, SDU được giao dịch với mức P/E và P/B năm 2009 ước tính là 12 và 4,2 lần. P/E và P/B ước tính cho năm 2010 tương ứng là 4,6 và 2,4 lần – mức hấp dẫn để đầu tư.

Trên cơ sở đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với SDU cho chu kỳ đầu tư trung và dài hạn. Nhu cầu vốn cho phát triển mở rộng các dự án mới, gợi ý về kế hoạch tăng vốn trong năm 2010 được coi như là một yếu tố xúc tác đầu tư. Rủi ro lớn nhất của SDU là tính thanh khoản không cao do là cổ phiếu mới niêm yết có tỷ lệ sở hữu của cổ đông lớn và nội bộ cao ~70%.

Chúng tôi đã có cuộc trao đổi với ban lãnh đạo công ty về hoạt động kinh doanh trong những năm tới:

Hoạt động

Những công ty phát triển BĐS tại Hà Nội có lợi thế hơn so với Tp.HCM và các khu vực khác do thủ đô hạn chế về diện tích. Thống kê 9 tháng đầu năm 2009 cho thấy dư nợ cho vay BĐS tại Hà Nội là 15,5%, trong khi tỷ lệ này ở Tp.HCM là 55,5%. Giá nhà đất tại Hà Nội vừa qua cũng có mức tăng cao hơn rất nhiều khu vực khác.

Nghị định 69/2009/NĐ - CP mới ban hành quy định giá đền bù và chuyển mục đích sử dụng tăng lên

khá nhiều so với trước đây, nhìn chung đã tạo thêm những khó khăn cho các công ty BĐS có dự án chưa đền bù giải tỏa hoặc mới đang chỉ ở trong giai đoạn đầu lập kế hoạch các dự án khu đô thị. Mô hình phát triển nhà biệt thự và liền kề, với tỷ lệ khai thác thương mại thấp có thể không còn ghi nhận biên lợi nhuận cao. Phát triển nhà cao tầng tại các vị trí đắc địa, trong trung tâm các thành phố như các dự án của SDU (được phân tích dưới đây) có nhiều tính cạnh tranh hơn về hiệu quả khai thác quỹ đất.

Được thành lập cách đây hơn 2 năm với kỳ vọng phần đầu là một trong các công ty hàng đầu có vốn góp của Tổng Sông Đà (Tổng Sông Đà là cổ đông sáng lập và sở hữu 30% SDU) trong phát triển BĐS, SDU hiện đang sở hữu danh mục các dự án BĐS khá lớn. Dự án đầu tiên, tòa nhà 34 tầng Sông Đà –Hà Đông được khởi công chỉ sau 4 tháng kể từ khi thành lập, cho thấy năng lực phát triển dự án nhanh trên cơ sở lợi thế từ sự hỗ trợ của cổ đông chủ chốt, và kinh nghiệm phát triển dự án của Ban điều hành (phần nhiều là những lãnh đạo được điều chuyển công tác từ các công ty khác như SJS). Tập chung chính vào đầu tư phát triển dự án, cơ cấu tổ chức của SDU khá gọn nhẹ khi chỉ bao gồm khoảng 60 nhân viên. Danh mục các dự án đang triển khai, kế hoạch triển khai năm 2010 và một số dự án tiềm năng bao gồm:

	DỰ ÁN	Vị trí	DT mặt bằng (m2)	DT xây dựng (m2)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Đầu tư của SDU	Thi công
Đang triển khai	Tòa nhà hỗn hợp sông đà 34 tầng	Hà Đông	3.562	52.000	487	100%	2007-2010
	Toà nhà 25 Tân Mai (17 tầng)	Hà Nội	2.935	22.440	300	50%	2009-2010
Chuẩn bị triển khai	Cải tạo khu 26 Liễu Giai (25 tầng)	Hà Nội	2.616	32.690	300	50%	2010-2012
	Dự án nhà G9-G10 (36 tầng)	Hà Nội	5.549	69.870	700	100%	2011-2013
	Cải tạo C8 Giảng Võ (20 tầng)	Hà Nội	3.065	33.182	280	50%	2010-2012
	Cải tạo B1 Giảng Võ (19 tầng)	Hà Nội	4.000	29.471	260	40%	2010-2012
	Khu nhà hỗn hợp cao tầng đô thị Sông Đà - bến xe Hà Đông	Hà Đông	11.370	189.782	1.200	100%	2011-2014
Tiềm năng	Cải tạo khu văn phòng chính phủ 222A Đội Cấn (21 tầng)	Hà Nội	9.633	63.582	645	100%	2011-2013
	Cải tạo khu tập thể Phương Mai, Đống Đa	Hà Nội	280.000	280.000	N/A	Đang lập QH	

Dự án tòa nhà Sông Đà Hà Đông: nằm trên đường Trần Phú – Hà Đông, được thiết kế với độ cao 34 tầng, hiện đang thi công tới tầng 30, hoàn thiện đến tầng 22. Dự kiến tháng 6/2010 có thể bàn giao nhà cho khách hàng, trong đó gồm:

- 5 khối để có diện tích sàn 2.300m2 cho thuê kinh doanh siêu thị, diện tích thương mại trên 10.000m2. Dự kiến giá cho thuê trung bình ở mức 6-7 triệu/m2/năm. Mức giá vốn xây dựng công ty xác định trung bình là 9,6 triệu đồng/m2 sàn, khấu hao trong 50 năm.
- Tầng 6-8 được xây dựng khu văn phòng, giá bán trung bình 22 triệu/m2. Tầng 8 đã được bán hết, mang lại khoản thu gần 30 tỷ đồng.
- Từ tầng 9 – tầng 33 là khu căn hộ được thiết kế và xây dựng cao cấp có diện tích từ 88 đến 154m2, giá bán trước đây bình quân 14,8 triệu/m2. Hiện nay, giá bán trên thị trường những khu tương tự là 22 triệu/m2.

Dự án Tòa nhà 25 Tân Mai: là dự án SDU đầu tư 50% vốn, với quy hoạch trước đây là 50% xây dựng văn phòng và 50% căn hộ trên tổng diện tích xây dựng 22.440m2. Công ty đã bán được cho khách hàng toàn bộ 8 tầng căn hộ với giá trung bình 19 triệu đồng/m2, đồng thời xin chuyển công năng sử dụng đối với phần văn phòng còn lại thành căn hộ chung cư nhằm đạt hiệu quả khai thác cao hơn.

Dự án cải tạo khu 26 Liễu Giai – Hà Nội: đã thống nhất được với dân cư về phương án đền bù và được duyệt quy hoạch 1/500. Công ty sẽ sớm triển khai dự án này bắt đầu từ quý 1/2010. Dự án này SDU không phải nộp tiền chuyển quyền sử dụng đất do thực hiện đền bù tại chỗ cho các hộ dân hiện hữu.

Dự án nhà G9 – G10: đã được duyệt quy hoạch chi tiết 1/500, dự kiến khởi công quý 1/2010. Hiện tại đây là nơi đặt trụ sở Tổng Sông Đà mặt đường Nguyễn Trãi.

Chiến lược dài hạn, SDU vẫn tiếp tục tiếp cận những quỹ đất lớn khác rất tiềm năng cho mục tiêu phát triển dài hạn khi được giao lập quy hoạch tổng thể cho 36ha đất tại Quận 2, phường An Phú, thành phố Hồ Chí Minh. Đây là khu đất có địa thế đẹp với một mặt giáp xa lộ Hà Nội, một mặt giáp đại lộ Đông Tây, tỷ lệ thương mại 50%, đã được duyệt quy hoạch 1/2000. Tuy nhiên, sẽ có nhiều khó khăn khi triển khai dự án này khi chi phí đền bù tương đối cao buộc công ty phải cân nhắc thay đổi quy hoạch theo hướng đảm bảo lợi nhuận, đồng thời thu xếp những thủ tục cần thiết để đàm phán với nhà đầu tư trong 10ha đất đã có chủ trước đó.

Cập nhật báo cáo tài chính quý 3:

Ba quý đầu năm 2009, SDU đạt doanh thu 50,9 tỷ đồng, lợi nhuận ròng 33,9 tỷ đồng. Tình hình tài chính SDU tương đối lành mạnh với hệ số đòn bẩy tài chính 1,4; tài sản dài hạn chiếm 59% tổng tài sản, chủ yếu là chi phí xây dựng cơ bản dở dang các công trình đang triển khai. Tiền mặt chiếm tới 47% tài sản ngắn hạn. Tổng giá trị các khoản nợ ngắn hạn tính đến hết Q3/2009 là 35 tỷ đồng, chủ yếu là phần khách hàng trả trước tiền cho dự án Sông Đà Hà Đông và Tân Mai.

Dự báo 2009 và 2010

Quý 4 năm 2009, chúng tôi dự báo công ty có thể đạt mức lợi nhuận sau thuế gần 22 tỷ đồng, nâng tổng mức lũy kế cả năm 2009 là 55,6 tỷ đồng, tăng 55% so với kế hoạch công ty đặt ra đầu năm. Công ty sẽ hạch toán 28 tỷ lợi nhuận từ dự án Sông Đà – Hà Đông và khoảng 30 tỷ từ dự án Tân Mai vào năm 2009. Bên cạnh đó, SDU có đầu tư tài chính 50.000 cổ phiếu SJS với giá trích lập dự phòng cuối năm 2008 là 56.000 đồng/cp, đã thực hiện bán 40.000 cổ phiếu SJS trong quý 4 khi thị trường chứng khoán khởi sắc và thu về khoản lợi nhuận đầu tư tài chính hơn 7 tỷ đồng.

Năm 2010, những dự án lớn của SDU sẽ bắt đầu phát huy hiệu quả và được ghi nhận doanh thu lớn hơn nhiều so với 2009. Dựa vào việc phân tích tiến độ thực hiện, chúng tôi ước tính tổng doanh thu thuần của SDU trong năm 2010 có thể đạt được 785 tỷ đồng, tăng 4 lần so với năm 2009, cùng với mức lợi nhuận sau thuế 140 tỷ đồng. Phần lớn doanh thu 2010 sẽ được cấu thành từ các dự án đang triển khai:

- Tòa nhà hỗn hợp Sông Đà – Hà Đông đã được đăng ký mua hết số căn hộ từ tầng 9 đến tầng 33, đồng thời đã bán tầng 7 phục vụ mục đích kinh doanh thương mại. Tiến độ thu tiền khách hàng đến nay đã được 70%. Công ty có thể ghi nhận 50% doanh thu từ tòa nhà hỗn hợp Sông Đà – Hà Đông với giá trị ước tính 270 tỷ đồng, lợi nhuận gộp 108 tỷ đồng.
- Tòa nhà 25 Tân Mai đã bán 50%, thu tiền khách hàng 40%. Tòa nhà này năm 2009 mới hạch toán doanh thu từ hoạt động xây dựng, chúng tôi cho rằng công ty sẽ tiếp tục ghi nhận 30% tổng doanh thu từ dự án này vào năm 2010, tương đương 90,8 tỷ đồng với tỷ suất lợi nhuận gộp 37%. Đối với dự án này, SDU chỉ phải nộp tiền chuyển mục đích sử dụng đất với giá 18 triệu đồng/m².
- Chúng tôi được thông báo SDU hiện là nhà đầu tư thứ phát 2ha đất sạch tại khu An Khánh của Sudico. Việc bán khu đất này có thể đem lại cho SDU khoản lợi nhuận 40 – 50 tỷ đồng.
- Cùng với tiến độ triển khai bắt đầu từ Q1/2010, phần doanh thu xây lắp từ dự án Liễu Giai cũng có thể được hạch toán khoảng 61 tỷ đồng, chiếm 20% tổng doanh thu từ dự án này.

Với 100 tỷ vốn điều lệ, SDU có thể sẽ cân nhắc phương án tăng vốn điều lệ lên gấp 1,5 – 2 lần hiện tại nhằm đảm bảo quy mô vững chắc và lượng vốn ổn định thúc đẩy việc thực hiện mở rộng những dự án của mình.

Rủi ro đầu tư

1. Sở hữu nhiều dự án quy mô lớn, vốn nhỏ và kinh nghiệm quản trị dù sao cũng mới chỉ trải qua hơn 2 năm tích lũy có thể là một điểm yếu của SDU.
2. Chi phí nguyên vật liệu được dự báo có xu hướng gia tăng trong năm tới. Chi phí sử dụng đất, giá đất, thu hồi đất, bồi thường, hỗ trợ tái định cư cũng cao hơn nhiều lần so với trước đây khi Nghị định 69/2009 được ban hành, kế hoạch phát triển dự án mới do đó cũng phải tính toán kỹ đến hiệu quả hơn nữa.
3. Tín dụng BĐS sẽ không còn quá thoải mái trong năm tới khi hệ thống ngân hàng tập trung nguồn vốn cho những lĩnh vực sản xuất và xuất khẩu nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế bền vững, đồng thời ngăn chặn nguy cơ bong bóng BĐS. Sự sôi động của thị trường BĐS sẽ hạn chế hơn và xuất hiện những khó khăn trong chiến lược bán hàng, quản lý chi phí để đảm bảo hiệu quả kinh doanh.
4. Tính thanh khoản không cao do SDU mới niêm yết và cổ đông nội bộ, tổ chức sở hữu nhiều hơn 70%.

Định giá

Với mức giá 67.000 đồng/cp, SDU được giao dịch với mức P/E và P/B năm 2009 ước tính là 12 và 4,2 lần – mức định giá tương đương với thị trường chung. P/E và P/B ước tính 2010 tương ứng là 4,6 và 2,4 lần – mức hấp dẫn so với các công ty phát triển BĐS khác đang niêm yết.

(E: ước tính của VNDirect, giá cp là giá đóng cửa 07/12/2009)

Mã CP	P/E 09E	P/B09E
SDU	12,0	4,2
SDU 2010E	4,6	2,4
SJS	11,1	4,8
NTL	8,5	6,8
ITC	11,4	1,3
HDC	10,1	2,7
TDH	7,1	2,0
HAG	14,2	4,3
DIG	11,2	5,5

Khuyến cáo :

Những thông tin đưa ra trong báo cáo được lấy từ những nguồn đáng tin cậy, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo tính chính xác và đầy đủ. Báo cáo thể hiện quan điểm của nhóm tác giả về vấn đề đang xem xét, không được coi là quan điểm của VNDirect và chỉ có giá trị khuyến nghị tại thời điểm làm báo cáo, VNDirect không chịu trách nhiệm trước mọi khoản thua lỗ do sử dụng những thông tin cung cấp trong báo cáo. Ngoài ra, VNDirect không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi và thông báo cho người đọc trong trường hợp những quan điểm, dự báo, ước tính trở nên không chính xác.

Mọi hành vi sao chép, phát hành, phân phối từng phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của công ty chứng khoán VNDirect và nhóm tác giả. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn những thông tin có trong báo cáo.

Địa chỉ liên hệ:

Hà Nội

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền, Q. Hai Bà Trưng
Hà Nội – Việt Nam
Tel: +84-34-941 0510
Fax: +84-34-972 4600

TP. Hồ Chí Minh

51 Bến Chương Dương, Q1
TP.HCM – Việt Nam
Tel: +84-38-9.146.925
Fax: +84-38-9.146.922