

## MCK: SIC (HNX)

## CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ PHÁT TRIỂN SÔNG ĐÀ

## NĂM GIỮ

## DÀI HẠN

## ĐỊNH GIÁ

50.000

Chuyên viên: Huỳnh Tuấn Khánh

Doãn Vũ Hải

Email: khanh.ht@vdsc.com.vn

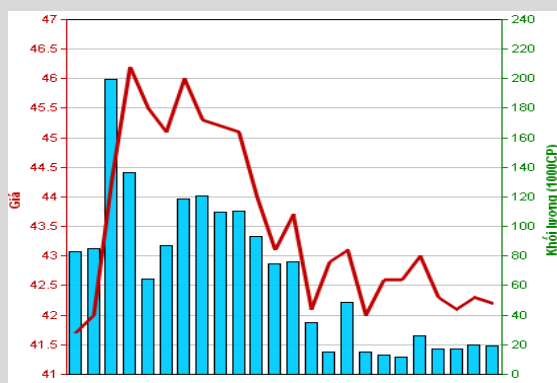
hai.dv@vdsc.com.vn

ĐT: 08 6299 2006 – Ext 341

## Chỉ tiêu cơ bản

Giá (06/07/2010)	42.200
Giá cao nhất (52 tuần)	65.000
Giá thấp nhất (52 tuần)	16.500
Số CP đang lưu hành	5.000.000
KLGDBQ (3 tháng gần nhất)	119.438
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	211
Trailing P/E (x)	12,6
Forward P/E 2010 (x)	11,7
P/BV (31/03/2010)	2,3

## Đồ thị giá



Nguồn: HNX

## Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: tỷ đồng	2009	Q1/2010	2010KH	2010F
DT	132	15	148	166
LNTT	16	2	19	23
LNST	16	2		21
VĐL	50	50		80
TTS	480	476		513
VCSH	109	111		145
ROA	3,3%			4,0%
ROE	14,5%			14,3%
EPS (VND)	6.900			3.603
GTSS (VND)	21.825	22.265		18.074
Tỷ lệ cổ tức	15%		15%	15%

Nguồn: SIC, VDSC ước tính

## XÂY DỰNG – BẤT ĐỘNG SẢN

Dựa trên các phương pháp định giá, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu SIC vào khoảng 50.000 đồng/CP (tương đương với mức vốn hóa khoảng 250 tỷ đồng), cao hơn 19% so với giá tham chiếu ngày 12/07/2010. Điểm đáng lưu ý là có sự chênh lệch không nhỏ giữa phương pháp so sánh P/E và phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV) trong mô hình định giá. Chúng tôi nhận thấy cổ phiếu SIC hiện được thị trường giao dịch phản ánh đúng giá trị thực, chưa thật sự hấp dẫn trong ngắn hạn. Tuy nhiên, nhà đầu tư dài hạn có thể xem xét cơ hội giải ngân vào cổ phiếu này tùy mục tiêu nắm giữ và tỷ suất sinh lời kỳ vọng.

**Xuất thân từ một chi nhánh lớn của TCT Sông Đà, hoạt động kinh doanh của SIC nhận được không ít sự ủng hộ và ưu ái từ phía Công ty mẹ.** Mảng hoạt động truyền thống là sản xuất phụ gia bê tông và kinh doanh VLXD (xi măng, đá dăm) duy trì ổn định là do nguồn đầu ra gần như được bao tiêu bởi các công trình thủy điện của TCT. Các dự án bất động sản, thủy điện SIC hiện đang nắm giữ phần lớn đều được giao từ công ty mẹ. Hơn nữa, khả năng SIC sẽ được nhận thêm dự án mới trong tương lai gần là có thể xảy ra. Vì vậy, mối quan hệ và sự hậu thuẫn từ phía Tổng công ty Sông Đà là một lợi thế vô hình lớn, không phải một doanh nghiệp nào cũng có được.

**Thủy điện - một nguồn thu vững chắc hàng năm cho Công ty.** Bắt đầu đóng góp nguồn thu từ năm 2008 khi thủy điện Krong Kmar được đưa vào vận hành. Chúng tôi đánh giá cao mảng hoạt động này ở 2 điểm (1) chi phí đầu tư thấp (20 -24 tỷ đồng/Mw) (2) với kinh nghiệm lâu năm xây lắp công trình nước, nhà máy thủy điện đầu tiên của SIC trong năm 2009 đã vận hành vượt công suất thiết kế. Hiện tại, doanh thu và lợi nhuận từ mảng hoạt động này đạt 50 tỷ và 18,5 tỷ đồng/năm. Bên cạnh đó, SIC tiếp tục đầu tư xây dựng thủy điện mới DamBri Bảo Lộc, theo kế hoạch dự án sẽ được khởi công vào tháng 11 năm nay và phát điện vào cuối năm 2013.

**Triển vọng doanh thu cao từ mảng hoạt động kinh doanh BĐS.** Trước mắt, 9 tỷ đồng lợi nhuận còn lại (phần căn hộ) từ dự án Sông Đà Tower sẽ được ghi nhận nốt trong năm nay. Ngoài ra, phần dịch vụ cho thuê văn phòng cũng sẽ mang lại 6 tỷ đồng/năm. Sự đột biến về doanh thu chúng tôi muốn nhắc đến là dự án Sông Đà Riverside, dự kiến khởi công trong vài tuần tới. Riêng dự án này ước tính sẽ mang lại hơn 1.550 tỷ doanh thu và 230 tỷ đồng. Tuy nhiên, khả năng khai thác nguồn thu trong năm nay còn phụ thuộc nhiều vào khả năng bán hàng của SIC. Tuy vậy, Công ty còn nắm giữ nhiều dự án bất động sản khác như Sông Đà IDC Tower Gò Vấp, KĐT Nhơn Trạch, KĐT Hồng Thái hứa hẹn sẽ mang lại nguồn lợi nhuận triển vọng trong các năm tới.

**Rủi ro.** Một điểm khó khăn dễ nhận thấy ở SIC là mức vốn chủ sở hữu còn nhỏ so với quy mô hoạt động. Trong khi việc huy động tiền ứng trước từ khách hàng là khó trong giai đoạn thị trường nhà đất vẫn còn trầm lắng. Do vậy, nhà đầu tư cần phải theo dõi sát sao tiến độ triển khai dự án cũng như tiến độ thu tiền có liên quan đến kế hoạch nguồn thu của Công ty.

Một điểm chúng tôi muốn lưu ý nhà đầu tư là cổ phiếu SIC thu hút được sự quan tâm của nhà đầu tư là do khả năng tìm kiếm dự án mới của Công ty. Do vậy, không loại trừ khả năng giá thị trường của SIC sẽ tăng vượt mức giá chúng tôi xác định khi có bất kỳ thông tin gì về việc Công ty được chấp thuận dự án mới.

**CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ PHÁT TRIỂN SÔNG ĐÀ**

14 Kỳ Đồng Phường 9 Quận 3, TPHCM

ĐT: 84-(8) 3843 85 04

Fax: 84-(8) 3843 85 04

Website: www.songdaidc.com.vn

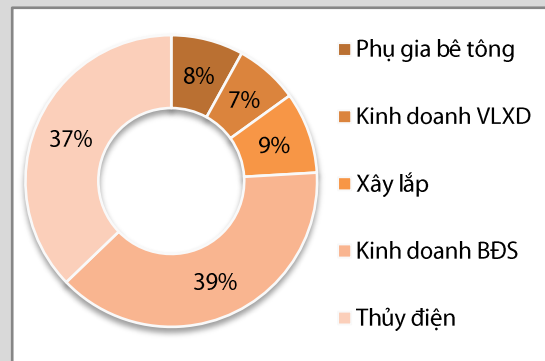
**Thành lập** Năm 1993

**Cổ phần hóa** Năm 2003

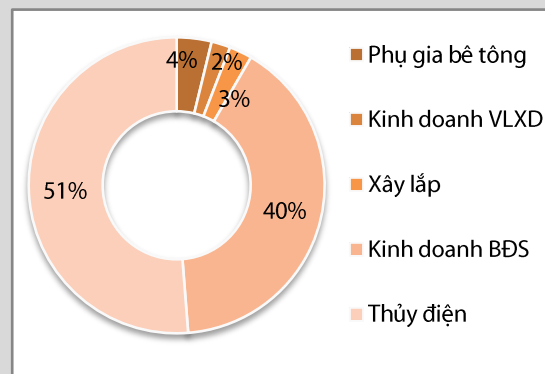
**Quản trị - Điều hành**

- Lê Văn Châu - CT.HĐQT
- Lưu Huy Biên, TV. HĐQT - TGD
- Đoàn Thế Long, TV. HĐQT - P.TGD
- Tống Văn Điếu, TV. HĐQT

**Cơ cấu doanh thu**



**Cơ cấu lợi nhuận gộp**



Nguồn: SIC, VDSC ước tính

Công ty Đầu tư Phát triển Sông Đà (SIC), tiền thân là Chi nhánh Tổng công ty Sông Đà tại TP.HCM được thành lập tháng 5/1993. SIC chính thức chuyển đổi từ chi nhánh thành công ty cổ phần vào năm 2003 và niêm yết trên HNX vào ngày 27/12/2006.

**Hoạt động kinh doanh**

Hoạt động của SIC khá đa dạng, hiện có 5 lĩnh vực kinh doanh chính: Sản xuất phụ gia bê tông, kinh doanh VLXD là hai mảng truyền thống lần lượt chiếm hơn 8%, 7% doanh thu; Xây lắp chiếm 9%; Kinh doanh bất động sản có tỷ trọng lớn nhất 39%. Phần còn lại đến từ thủy điện.

**Kinh doanh sản phẩm phụ gia bê tông và vật liệu xây dựng**

Phụ gia bê tông Plast là một thành phần được sử dụng nhằm tăng các tính năng của bê tông như kéo dài thời gian ninh kết, duy trì độ sụt, chống thấm... Đây là loại sản phẩm không thể thiếu trong các công trình xây dựng, nhất là các công trình thủy điện và công trình ngầm đòi hỏi các tính năng trên.

Hiện tại, SIC có một nhà máy sản xuất với công suất khoảng 3,5 triệu lít/năm. Với hơn 7 năm hoạt động, sản phẩm của Công ty đã chiếm được nhiều thị trường: thủy điện Sesan 3, Sesan 3A, Sesan 4, một phần thủy điện Sơn La, Bình Điện, Bản Vẽ. Hiện tại, SIC được đánh giá là một trong số ít các doanh nghiệp có khả năng sản xuất phụ gia và là đơn vị duy nhất cung cấp độc quyền cho các dự án thủy điện của TCT Sông Đà. Nhờ đó, doanh thu hàng năm từ mảng này đạt 16 - 18 tỷ khá ổn định, tuy vậy, tốc độ tăng trưởng phụ thuộc rất nhiều vào tiến độ xây dựng các công trình cũng như khả năng tìm kiếm thêm hợp đồng, dự án mới. Tỷ suất lợi nhuận gộp xoay quanh từ 10% - 12%.

Bên cạnh việc cung cấp sản phẩm phụ gia, Công ty còn hoạt động mua bán xi măng, đá dăm. Tuy nhiên, tỷ trọng đóng góp lợi nhuận lĩnh vực thương mại là không đáng kể.

**Thi công xây lắp công trình**

Những năm đầu cổ phần hóa, hoạt động xây lắp Công ty thực hiện chủ yếu là các công trình thủy điện của TCT Sông Đà. Đối với công trình dân dụng, kỹ thuật hạ tầng đô thị, phần lớn xây dựng các dự án do chính SIC làm chủ đầu tư (dự án KDC Hiệp Bình Chánh, Sông Đà Tower). Sản lượng xây dựng thi công ngoài hàng năm là không đáng kể. Chính vì vậy, doanh thu từ mảng xây lắp có xu hướng cùng chiều với hoạt động kinh doanh nhà của Công ty. Tỷ suất lợi nhuận gộp xây lắp dao động từ 7% - 8%.

**Thủy điện - một nguồn thu vững chắc hàng năm cho Công ty**

Kinh doanh thủy điện bắt đầu mang lại nguồn thu từ năm 2008 khi dự án thủy điện Krông Kmar ở Đắk Lak được đưa vào vận hành từ cuối tháng 3. Trong năm 2009, tỷ trọng đóng góp doanh thu và lợi nhuận gộp từ nhà máy này lần lượt là 37% và 51%.

Hiện tại, nhà máy thủy điện Krông Kmar (vốn đầu tư 257 tỷ đồng) với công suất 12 MW, có thể cung cấp sản lượng điện trung bình năm khoảng 70 - 80 triệu KWh. Doanh thu và lợi nhuận đem về cho Công ty ước tính đạt 50 tỷ và 18,5 tỷ đồng. Đặc biệt, nhà máy được UBND tỉnh Đắk Lắk miễn thuế thu nhập trong 4 năm từ 2008, và giảm 50% thuế nộp trong 7 năm tiếp theo.

Bên cạnh đó, SIC tiếp tục đầu tư xây dựng thủy điện mới DamBri Bảo Lộc. Dự án hiện đã được UBND tỉnh Lâm Đồng chấp thuận, dự kiến cuối năm 2010 sẽ bắt đầu triển khai.

**Kinh doanh bất động sản - sẽ tạo sự đột biến về doanh thu và lợi nhuận**

**Dự án Khu nhà ở Sông Đà Riverside (2,8ha) phía Tây Bắc nằm giáp sông Sài Gòn, phía Đông Nam giáp QL13**



Nguồn: SIC

**trong các năm tới.** Nguồn thu từ bất động sản luôn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong các năm quá khứ khi chưa có sự đóng góp từ hoạt động kinh doanh thủy điện, tuy nhiên, doanh thu và lợi nhuận từ mảng hoạt động này phân bổ không đồng đều.

Trong 3 năm gần đây, doanh thu đến từ dự án duy nhất **Tòa nhà Sông Đà Tower (651m<sup>2</sup>)**. Tòa nhà gồm 13 tầng trong đó tầng trệt đến tầng 3 là văn phòng cho thuê, tầng 4 – 13 là căn hộ (40 căn). Tổng lợi nhuận trước thuế phần diện tích căn hộ để bán ước tính khoảng 35 tỷ đồng, phần lớn đã phân bổ trong năm 2007 (19 tỷ) và 2009 (7 tỷ), chỉ còn lại khoảng 9 tỷ đồng sẽ hạch toán nốt trong năm 2010. Đối với dịch vụ cho thuê văn phòng, được biết Công ty đã bán hẳn tầng 3 tòa nhà cho STL, nguồn lợi nhuận (ước tính 4,4 tỷ) cũng sẽ được ghi nhận trong năm nay và năm sau, phần diện tích còn lại được SIC sử dụng làm văn phòng làm việc và cho thuê với giá trung bình 25 USD/m<sup>2</sup>/tháng, lợi nhuận có thể mang lại hàng năm vào khoảng 6 tỷ đồng.

**Khu nhà ở Sông Đà Riverside (2,8 ha)** dự án sẽ được khởi công vào cuối tháng 7, dự kiến chào bán trong quý IV. Khả năng Công ty sẽ ghi nhận ít nhiều nguồn thu từ dự án này trong năm nay. Vị trí tự nhiên nằm ven sông Sài Gòn, Công ty dự kiến xây dựng 5 khối nhà gồm 1.200 căn hộ cùng với chủ trương xây dựng một tàu cảng để phục vụ giao thông đường thủy tại khu vực này. Hiện tại, SIC vẫn chưa công bố giá bán chính thức nhưng với mức giá bán căn hộ tại khu vực vào khoảng 15 triệu/m<sup>2</sup>, tổng doanh thu và lợi nhuận của dự án này ước tính 1.550 tỷ và 230 tỷ đồng.

Ngoài ra, theo kế hoạch một số dự án khác của SIC cũng sẽ được đẩy nhanh tiến độ đầu tư và triển khai trong năm 2010.

**Các dự án của SIC đã và đang triển khai**

Dự án	Vị trí	Quy mô (m <sup>2</sup> )	VĐT (tỷ)	m <sup>2</sup> đất nền/ sàn có thể bán ước tính	m <sup>2</sup> sàn cho thuê	Tiến độ triển khai
KDC P.Hiệp Bình Chánh	Thủ Đức	100.000		53.805		Hoàn thành
Sông Đà Tower	Q.3 TP.HCM	651	1.00	3.720	1.226	Hoàn thành
Khu nhà ở Sông Đà Riverside (51%)	P. Hiệp Bình Phước, Thủ Đức	28.169	1.323	95.300		Cuối T7/2010 khởi công, đã lắp đặt trạm trộn bê tông để phục vụ dự án.
Sông Đà IDC Tower	P15 Gò Vấp TP.HCM	23.638	598	-	-	Đang xin thủ tục đầu tư, đã được UBND quận chấp thuận xây dựng 3 khối nhà cao 16 tầng.
KĐT Nhơn Trạch	Đồng Nai			-	-	Đã duyệt thiết kế cơ sở, hiện đang triển khai ĐBGT.
KĐT Hồng Thái Đông Phương	Phía Tây Hà Nội	400.000		-	-	Đã duyệt quy hoạch 1/500, hiện đang xin phép thủ tục đầu tư.

Dự án	Vị trí	Công suất	VĐT (tỷ)	Sản lượng điện trung bình/năm	Tiến độ triển khai
Thủy điện Krông Kmar	Đắk Lắk	12 Mw	257	70 triệu Kwh	Phát điện vào cuối tháng 3/2008
Thủy điện Drambi	Bảo Lộc – Lâm Đồng	9Mw	252	36 triệu Kwh	Lập xong dự án đầu tư trình các cấp có thẩm quyền phê duyệt. Dự kiến khởi công T11/ 2010

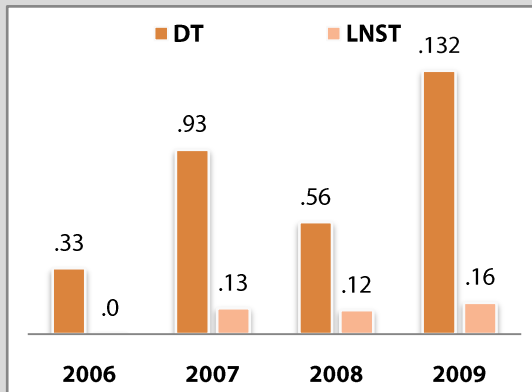
Nguồn: SIC, VDSC

**Tiềm năng tăng trưởng**

Điều dễ nhận thấy tiềm năng tăng trưởng của SIC nằm tại các dự án bất động sản kể trên. Sự đột biến về doanh thu và lợi nhuận trong các năm tới phụ thuộc vào tiến độ triển khai cũng như khả năng chào bán các sản phẩm của Công ty.

Với kinh nghiệm nhiều năm xây dựng các công trình nước, việc đầu tư thủy điện đầu tiên Krông Kmar đã cho thấy sự hiệu quả. Thủy điện Drambi theo kế hoạch sẽ được khởi công vào tháng 11 năm nay và phát điện vào cuối năm 2013. Theo đó,

**Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế**



**Khả năng sinh lợi**

	2007	2008	2009
LN Gộp/DT	23,2%	67,8%	27,8%
LN HĐKD/DT	18,4%	53,2%	25,0%
LNST/DT	14,1%	21,3%	11,9%
ROA	4,2%	3,3%	3,3%
ROE	13,2%	11,4%	14,3%

Nguồn: SIC, VDSC

**Cấu trúc tài chính**

Cấu Trúc TS	2007	2008	2009
Phải thu / TTS	23,5%	22,4%	13,8%
Tồn kho / TTS	3,6%	4,1%	10,9%
TSCĐ / TTS	60,4%	68,4%	50,7%
Cấu trúc vốn			
Tổng nợ / TTS	68,3%	70,9%	77,0%
Nợ vay/TTS	52,9%	49,6%	69,1%

Nguồn: SIC, VDSC

dòng tiền từ khoản đầu tư này cũng sẽ bắt đầu phát sinh vào thời gian này.

### Vị thế Công ty

So sánh về quy mô vốn chủ sở hữu và tổng giá trị tài sản, SIC hiện ở mức thấp trong ngành bất động sản. Tuy nhiên, với danh mục dự án bất động sản hiện Công ty đang nắm giữ đã khẳng định được vị thế của SIC so với các doanh nghiệp bất động sản khác. Hơn nữa, lợi thế gốc gác từ một chi nhánh lớn của TCT Sông Đà, khả năng Công ty sẽ được nhận thêm dự án mới trong tương lai gần là có thể xảy ra.

### Rủi ro kinh doanh

Các dự án bất động sản có quy mô lớn đòi hỏi phải có lượng vốn đầu tư ban đầu lớn tương ứng. Việc huy động nguồn tiền ứng trước từ khách hàng là không hề dễ dàng vào thời điểm thị trường bất động sản còn khá trầm lắng. Vì vậy, nếu tiến độ kinh doanh các sản phẩm căn hộ không được thuận lợi sẽ dẫn đến thời gian triển khai dự án bị kéo dài. Hơn nữa, việc bị thu hồi dự án do chậm triển khai là có thể xảy ra, nhất là các dự án hiện đang giai đoạn xin cấp phép đầu tư hoặc gặp khó khăn trong việc đền bù giải tỏa.

Mặt khác, chúng tôi nhận thấy tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu khá lớn (3,3 lần) trong đó nợ vay dài hạn ngân hàng và trái phiếu chiếm tỷ trọng lớn. Chúng tôi cho là việc phụ thuộc nhiều vào vốn vay để đầu tư vào các dự án là một rủi ro tiềm ẩn. Lãi suất vay điều chỉnh tăng sẽ làm giảm đi tỷ suất sinh lời của dự án.

### Tình hình tài chính

#### Chỉ tiêu tăng trưởng

Mặc dù năm 2008 doanh thu giảm 39% so với năm trước, nhưng xét chung cả 3 năm gần đây doanh thu vẫn đạt mức tăng trưởng cao, trung bình tăng 92%/năm. Năm 2008 bắt đầu có thêm nguồn doanh thu từ thủy điện, nhưng Công ty không ghi nhận bất kỳ khoản thu từ bất động sản. Sự sụt giảm trong năm 2008 là do nguyên nhân này. Năm 2009, doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng mạnh, ngoài việc có sự đóng góp trở lại từ kinh doanh bất động sản, nguồn thu từ thủy điện tăng lên đáng kể.

#### Khả năng sinh lợi

Tỷ suất lợi nhuận gộp trong 3 năm gần đây không ổn định. Năm 2008, tỷ suất lãi gộp tăng đột biến có thể là do Công ty đã hoàn nhập dự phòng chi phí xây dựng. Nếu so sánh giữa năm 2009 và năm 2007, chỉ tiêu sinh lời này đã có sự cải thiện. Kết quả khả quan này có được là do cơ cấu doanh thu được thay đổi tăng tỷ trọng các mảng hoạt động có tỷ suất sinh lời cao như bất động sản, thủy điện.

Chi phí hoạt động trên doanh thu cũng được Công ty kiểm soát và điều chỉnh giảm từ 5% năm 2007 xuống còn 3% năm 2009. Tuy vậy, chi phí lãi vay tăng mạnh kể từ năm 2008 dẫn đến tỷ suất lợi nhuận ròng năm 2009 đạt 12% thấp hơn so với năm 2007.

Tỉ lệ ROA và ROE lần lượt là 3,3% và 14,3%, so sánh với các doanh nghiệp trong ngành bất động sản thì SIC hiện ở mức trung bình ngành.

#### Cấu trúc tài chính

Tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản tính đến cuối 2009 ở mức 11%, cao hơn nhiều so với mức 4% đầu năm, nguyên nhân là do chi phí sản xuất kinh doanh dở dang tăng mạnh, có thể đây là chi phí xây dựng dự án Sông Đà Tower.

Cấu trúc nguồn vốn ít có sự thay đổi qua các năm. Cũng như các doanh nghiệp bất động sản khác, tỷ lệ nợ luôn cao hơn 2,5 – 3,3 lần so với vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, ở SIC chúng tôi nhận thấy nợ vay ngân hàng chiếm tỷ lệ khá lớn trong



tổng nợ. Các khoản vay này chủ yếu nhằm phục vụ vốn cho dự án thủy điện và bất động sản.

### DỰ PHÓNG – ĐỊNH GIÁ

#### Dự phóng

**Doanh thu:** Kế doanh thu và lợi nhuận trước thuế đặt ra trong năm 2010 lần lượt là 148 tỷ và 18,7 tỷ đồng. Chúng tôi cho là SIC có thể đạt được với những nguồn thu ước tính từ từng mảng hoạt động kinh doanh sau

**Mảng kinh doanh phụ gia bê tông và VLXD:** Kế hoạch sản xuất và tiêu thụ trong năm 2010 là 1 triệu lít bê tông phụ gia, 11.800 tấn xi măng. Với những hợp đồng dài hạn sẵn có, chúng tôi cho là việc hoàn thành kế hoạch là có thể đạt được. Giả sử với giá bán trung bình hiện tại 18.000 đồng/lít phụ gia bê tông và 0,9 – 1,1 triệu đồng/tấn xi măng, chúng tôi dự phóng doanh thu năm nay từ mảng hoạt động này đạt khoảng 30 tỷ đồng và lợi nhuận gộp 3,4 tỷ đồng.

**Thủy điện:** Như phân tích ở trên, nhà máy thủy điện Krông Kmar với sản lượng điện hàng năm đạt 70 -80 triệu Kwh sẽ mang lại 50 tỷ doanh thu (giá bán điện cho EVN 665 đồng/Kwh). Chi phí khấu hao, chi phí lãi vay (đầu tư thủy điện) và chi phí hoạt động chúng tôi ước tính khoảng 31,5 tỷ đồng. Lợi nhuận hàng năm từ mảng này đạt khoảng 18,5 tỷ đồng.

**Bất động sản:** chúng tôi dự phóng giá trị còn lại (phần căn hộ để bán) đến từ dự án Sông Đà Towers sẽ được hạch toán nốt trong năm nay là 9 tỷ đồng lợi nhuận, nguồn thu từ phần dịch vụ cho thuê khoảng 6 tỷ đồng/năm. Đối với dự án Sông Đà Riverside (SIC: 51%), việc khai thác được nguồn thu trong năm nay phụ thuộc nhiều vào khả năng tiếp thị, tiến độ kinh doanh các sản phẩm của dự án. Trên cơ sở thận trọng, lợi nhuận dự phóng được ghi nhận trong năm là 9,5 tỷ đồng, nguồn thu lớn thực sự sẽ rơi vào các năm tiếp theo.

**Thi công xây lắp:** Chi tiêu giá trị xây lắp kế hoạch năm nay là 12,4 tỷ đồng, chúng tôi ước tính doanh thu sẽ đạt khoảng 11,1 tỷ, lợi nhuận gộp mang lại là không đáng kể 1 tỷ.

**Lợi nhuận:** Chi phí hoạt động ước tính vào khoảng 4,5 tỷ đồng, tăng 22% so với năm trước tương ứng với mức tăng trưởng doanh thu. Lợi nhuận đầu tư tài chính – 23,5 tỷ chủ yếu do gánh chịu chi phí lãi vay vào khoảng 24,75 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính lợi nhuận trước thuế sẽ đạt 23 tỷ đồng. Như vậy, lợi nhuận sau thuế ước tính năm 2010 vào khoảng 21 tỷ đồng, tương ứng với EPS 4.100 VND/CP.

#### Định giá

##### Phương pháp so sánh

P/E và P/B bình quân ngành lần lượt là 10,8x và 3,1x. Xét về quy mô tài sản, SIC là một doanh nghiệp nhỏ trong ngành, tuy nhiên, với lượng dự án bất động sản tầm cỡ SIC hiện đang nắm giữ, tiềm năng trưởng dài hạn đối với cổ phiếu này là không thể phủ nhận. Chúng tôi cho rằng P/E (forward) và P/B hợp lý đối với SIC sẽ ở mức vào khoảng 9,2x và 2,3x, thấp hơn 15% và 20% bình quân ngành.

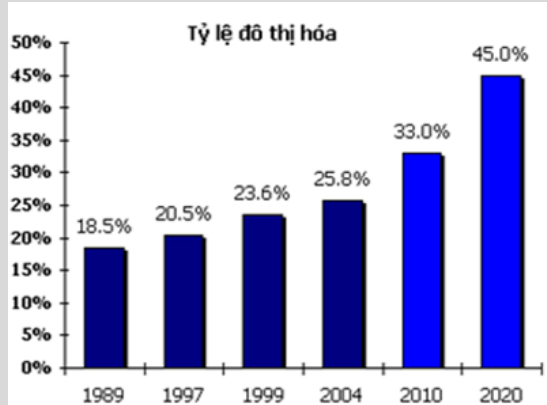
##### Phương pháp xác định giá trị tài sản ròng

Chúng tôi chỉ định giá lại các dự án bất động sản, thủy điện đã và đang xây dựng, hoặc sắp triển khai và có kế hoạch nguồn thu rõ ràng. Đối với các dự án bất động sản đang trong quá trình đền bù giải tỏa hoặc đang xin thủ tục đầu tư, đang trình quy hoạch chi tiết, chúng tôi giữ nguyên giá trị hiện tại.

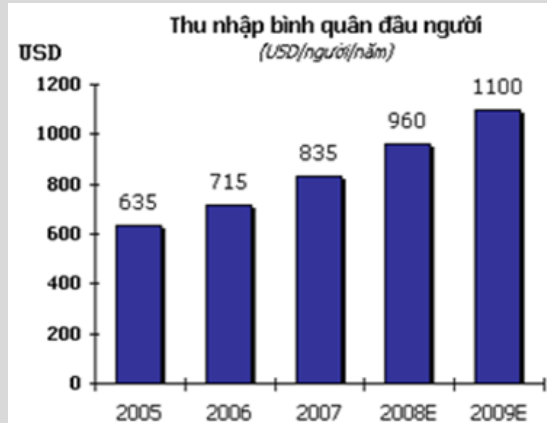
#### P/E, P/BV Bình quân ngành bất động sản

Mã CK	Vốn hóa TT (tỷ VND)	Trailing P/E	P/BV 31/03/09
SJS	7.950	9,2	4,0
DIG	6.550	11,1	2,9
NTL	2.673	6,8	4,8
TDH	1.932	6,5	1,6
BCI	3.225	15,6	2,7
NBB	1.450	15,9	2,4
TIX	690	9,9	1,6
HDG	2.045	10,7	3,2
SC5	727	17,9	2,8
<b>Bình quân</b>		<b>10,8</b>	<b>3,1</b>

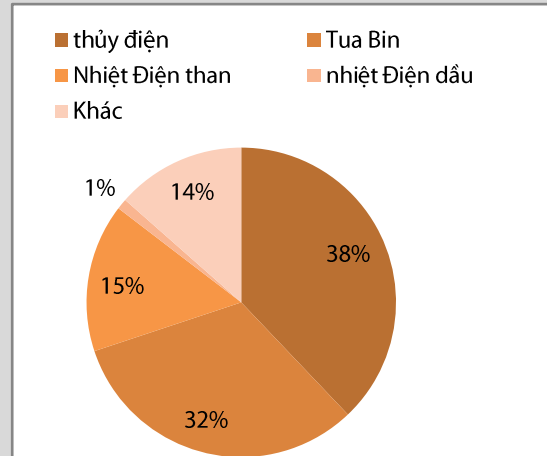
Tỷ lệ đô thị hóa (dân số đô thị/dân số cả nước)



Thu nhập bình quân đầu người Việt Nam (USD/người/năm)



Cơ cấu điện năng



Nhu cầu điện năng

Tài sản cố định (tỷ đồng)	31/03/2010	Định giá lại	Chênh lệch
TS cố định HH	233,8	269,3	36
Trong đó: Nhà máy thủy điện Krong Kmar			
	233,0	268,5	
Chi phí XDCB dở dang	26,9	160,7	134
Sông Đà Tower	14,3	50,5	36
Sông Đà Riverside	9,7	84,6	75
Sông Đà IDC Tower	2	24	23
Nhơn Trạch ĐN	0,2	0,2	
Nhà máy rạch Tuynel BD	0,1	0,1	
KĐT Hồng Thái	0,3	0,3	
Thủy điện Krong Kmar	0,6	0,6	
	260,7	430,0	169
Giá trị tài sản ròng			281
NAV/cổ phiếu (đồng)			56.123

Kết hợp các phương pháp

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
NAV	56.123	40%	22.449
P/E	38.233	30%	11.470
P/BV	53.659	30%	16.098
Giá bình quân		100%	50.017

Như vậy, giá trị hợp lý của SIC sẽ vào khoảng là 50.000 VND/CP.

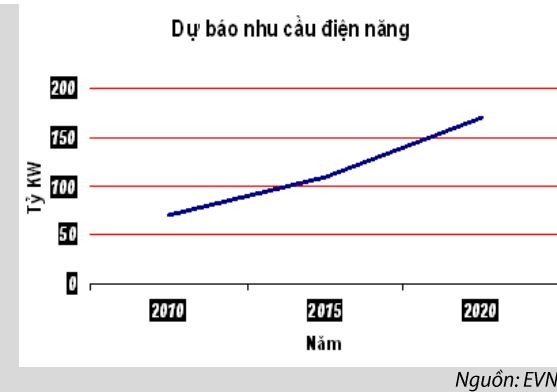
SƠ LƯỢC NGÀNH XÂY DỰNG BẤT ĐỘNG SẢN

Tốc độ đô thị hóa và sự gia tăng dân số nhanh chóng khiến cho cầu về nhà ở Việt Nam cũng đang tăng rất nhanh. Theo số liệu của Vietnam Report, năm 2010 dự kiến dân số ở khu vực thành thị khoảng 29,2 triệu người và cần khoảng 438 triệu m<sup>2</sup> nhà ở để đáp ứng nhu cầu nhà theo chuẩn diện tích nhà ở bình quân 15m<sup>2</sup>/người. Đến năm 2020 dự kiến dân số sống tại thành thị sẽ là 35,1 triệu người và sẽ cần 702 triệu m<sup>2</sup> nhà ở. Như vậy, giai đoạn từ 2010 đến 2020 Việt Nam sẽ cần có thêm 264 triệu m<sup>2</sup> nhà ở mới tại thành thị. 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.

Phân khúc nhà ở giá trung bình và thấp vẫn được chọn lựa nhiều. Mặc dù nguồn cung được dự báo sẽ khá dồi dào trong các năm sắp tới, tuy nhiên các phân khúc nhà giá thấp và trung bình vẫn có khả năng thu hút được nhiều sự quan tâm do phù hợp túi tiền của số lượng đông người. Hơn nữa, 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 nói chung vẫn được đánh giá còn tiềm năng lớn.

Trong quá trình tạo ra sản phẩm nhà ở cuối cùng cho người tiêu dùng có sự góp phần không nhỏ của ngành xây dựng. Tốc độ tăng trưởng của ngành năm 2009 là khá khả quan sẽ tạo đà phát triển trong năm 2010. Hơn nữa, tất cả những triển vọng của ngành bất động sản sẽ kéo theo ngành này tăng trưởng. Do vậy, các mảng hoạt động trong lĩnh vực xây dựng của SIC cũng được hưởng lợi khi thị trường nhà đất phát triển.

Tuy nhiên, ngành bất động sản vẫn còn một số khó khăn trước mắt. Thị trường nhà đất hiện nay vẫn đang trong giai đoạn trầm lắng và phát triển chưa thực sự ổn định. Những vấn đề như nhà đầu cơ thao túng đẩy giá cả lên cao, thủ tục hành



chính rườm rà, phức tạp vẫn còn tồn tại và làm hạn chế những người có nhu cầu thực sự. Tuy vậy, nhìn tổng thể thị trường bất động sản Việt Nam hiện vẫn còn non trẻ và đang trong giai đoạn trưởng thành, cho nên những doanh nghiệp có năng lực thực sự và có chiến lược đúng đắn vẫn có khả năng tăng trưởng vì về dài hạn triển vọng phát triển của thị trường bất động sản là không thể phủ nhận.

### **SƠ LƯỢC NGÀNH KINH DOANH THỦY ĐIỆN**

Thị trường sản xuất điện là thị trường có cung nhỏ hơn cầu, do mức tiêu thụ điện năng tăng nhanh 15-17%/ năm, nguồn điện trên thị trường hiện nay được cung cấp từ nhiều nguồn như nhiệt điện, thủy điện, khí....

Trong phân khúc sản xuất thủy điện thì do đặc điểm địa lý của Việt Nam là có nhiều sông suối như hệ thống các sông Mã, các nhánh sông Đà, Lô, Gầm, Chảy đổ về sông Hồng ở miền Bắc; sông Mê Kông, Đồng Nai ở miền Nam; sông Vũ Giá, Thu Bồn ở khu vực đồng bằng; sông Se San, Srepok ở cao nguyên, và sông Ba ở vùng ven biển miền Trung, nên tiềm năng khai thác thủy điện trên cả nước có thể đạt tới 17.000MW. Hiện nay, mới chỉ có khoảng hơn 5.500MW đã được khai thác và gần 1.500MW đang được xây dựng. Dự kiến đến hết năm 2020, thì toàn bộ tiềm năng thủy điện được tận dụng hết. Đầu ra tiêu thụ sản xuất thủy điện luôn được đảm bảo theo đơn đặt của Tập đoàn điện lực Việt Nam( EVN), ngành điện hiện tại vẫn trong giai đoạn 2009-2014, thực hiện chính sách phát điện cạnh tranh của chính phủ với một người mua EVN, do đơn vị cung cấp.

Đặc điểm đầu tư xây dựng nguồn thủy điện là suất đầu tư cao, nhưng chi phí sản xuất hàng năm lại thấp hơn nhiều so với các nhà máy điện sử dụng nguồn nguyên liệu khác. Lý do chính là nhờ nguồn nguyên vật liệu là từ sức nước thiên nhiên. Tuy nhiên, chính vì lý do này, mà nguồn thủy điện bị ảnh hưởng rất nhiều bởi điều kiện thời tiết và mùa trong năm. Đối với những công trình thủy điện nằm ở vùng sâu vùng xa được chính phủ hỗ trợ đặc biệt về chính sách thuế, miễn 4 năm đầu và giảm trong 7 năm sau.

### **Chỉ tiêu tài chính một số công ty tiêu biểu**

Mã CK	Market Cap 23/06/10 (tỷ VND)	DT 2009 (tỷ VND)	LNST 2009 (tỷ VND)	EPS 4 quý (VND/cp)	BV 31/12/09 (VND/cp)	Trailing P/E (x)	P/BV 31/12/09 (x)	Quý 1/2010			
								Doanh thu (tỷ VND)	%KH	LNST (tỷ VND)	% KH
SJS	7.950	1.100	730	8.635	19.868	9,2	4,0	81,0	3,5%	38,4	5,1%
DIG	6.550	1.631	607	5.897	22.523	11,1	2,9	135,6	6,8%	51,6	10,3%
NTL	2.673	1.374	408	11.980	16.850	6,8	4,8	27,2	1,7%	4,0	0,8%
TDH	1.932	482	280	7.824	32.753	6,5	1,6	58,6	9,3%	47,3	17,8%
HDG	2.045	758	181	9.405	31.431	10,7	3,2	130,3	16,9%	62,0	24,8%
KDH	1.760	123	44	1.379	23.990	38,4	2,2	84,2	13,9%	32,0	17,6%
SCS	727	1.141	37	3.572	22.569	17,9	2,8	316,7	26,4%	13,0	24,8%
SIC	226	132	16	3.337	22.265	13,6	2,0	14,7	9,9%	2,2	-

Nguồn: Stox, VDSC

## PHỤ LỤC

	2007	2008	2009	2010E
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh (Đv: tỷ đồng)</b>				
Doanh thu	93	56	132	166
Lợi nhuận HĐKD	17	30	33	44
Lợi nhuận trước thuế	15	12	16	23
Lợi nhuận sau thuế	13	12	16	21
EBIT	17	30	35	23
EBITDA	18	32	42	5
<b>Bảng cân đối kế toán (Đv: tỷ đồng)</b>				
Tiền mặt	26	7	104	77
Tài sản ngắn hạn	115	108	231	238
Tài sản cố định	246	243	269	89
Tổng tài sản	309	360	480	513
Tổng nợ vay	164	179	332	302
Tổng nợ	211	255	370	367
Vốn chủ sở hữu	98	104	109	145
<b>Tốc độ tăng trưởng (%)</b>				
Doanh thu	179,6%	-39,2%	134,8%	25,7%
Lợi nhuận trước thuế	3123,5%	-20,2%	34,4%	43,3%
Lợi nhuận sau thuế	3014,2%	-8,1%	32,0%	31,2%
Tổng tài sản	71,6%	16,4%	33,3%	6,8%
Vốn chủ sở hữu	159,6%	6,4%	5,0%	32,5%
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>				
Lợi nhuận gộp / Doanh thu	23,2%	67,8%	27,8%	28,9%
Lợi nhuận trước thuế / Doanh thu	16,4%	21,5%	12,3%	14,0%
Lợi nhuận sau thuế / Doanh thu	14,1%	21,3%	11,9%	12,5%
ROA	4,2%	3,3%	3,3%	4,0%
ROE	13,2%	11,4%	14,3%	14,2%
<b>Hiệu quả hoạt động (lần)</b>				
Vòng quay Tổng tài sản	0,3	0,2	0,3	0,3
Vòng quay Vốn chủ sở hữu	0,9	0,5	1,2	1,1
Vòng quay các khoản phải thu	1,3	0,7	2,0	2,1
Vòng quay hàng tồn kho	6,4	1,2	1,8	1,7
Vòng quay các khoản phải trả	1,5	0,2	2,5	1,8
<b>Khả năng thanh toán (lần)</b>				
Khả năng thanh toán hiện hành	1,9	1,3	3,7	3,3
Khả năng thanh toán nhanh	1,7	1,1	2,9	2,3
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,4	0,1	1,7	1,1
<b>Cấu trúc vốn (%)</b>				
Tổng nợ/ Vốn chủ sở hữu	216%	245%	339%	254%
Nợ vay / Tổng tài sản	53%	50%	69%	59%
Tổng nợ / Tổng tài sản	68%	71%	77%	72%



**LỊCH SỬ PHÂN TÍCH**

Ngày phát hành      Loại báo cáo      Khuyến nghị      Giá tại ngày phát hành      Giá định giá

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

**Các loại khuyến cáo**

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.
- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.
- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.
- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**Hệ thống mạng lưới****Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM  
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986  
Website: [www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

**Chi nhánh Sài Gòn**

147-149 Võ Văn Tần – Quận 3 – TP.HCM

**Chi nhánh Đà Nẵng**

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

**Chi nhánh Hà Nội**

74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm – Hà Nội

**Chi nhánh Cần Thơ**

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

**Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

**TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ**

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, 2010.**