



**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI**  
SAIGON - HANOI SECURITIES JOINT STOCK COMPANY

Hà Nội - 01/2011

www.shs.com.vn

# CÔNG TY CỔ PHẦN MIỀN ĐÔNG (MDC)



Biến cơ hội thành giá trị



## NỘI DUNG CHÍNH

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

|                                        |                        |
|----------------------------------------|------------------------|
| Mã chứng khoán:                        | <b>MDG</b>             |
| Sàn giao dịch:                         | HOSE                   |
| <b>Giá kỳ vọng:</b>                    | <b>24.300 - 30.600</b> |
| Số lượng cổ phần lưu hành:             | 9.900.000              |
| Tỷ lệ chi trả cổ tức dự kiến năm 2010: | 20%                    |

### THÔNG TIN SỞ HỮU

|                              |        |
|------------------------------|--------|
| Tổng Công ty Xây dựng số 1:  | 19,33% |
| Công ty CP Tài chính Sao su: | 4,89%  |
| Ngân hàng Việt Á             | 3,79%  |
| Tổ chức trong nước khác:     | 9,75%  |
| Cá nhân trong nước.          | 61,96% |
| Cá nhân nước ngoài           | 0,28%  |

### CƠ HỘI:

- **MDC là doanh nghiệp có thương hiệu và tên tuổi trong lĩnh vực xây dựng công nghiệp và dân dụng tại phía Nam.** Với hơn 20 năm kinh nghiệm, Công ty đã thi công nhiều công trình công nghiệp và dân dụng lớn như Thủy điện Trị An, Thủy điện Thác Mơ, Thủy điện Hàm Thuận, Khách sạn Harbour View, Thương xá Tax, Khách sạn Hilton...
- **Hoạt động kinh doanh tăng trưởng ổn định.** Tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của **MDC** đạt mức trung bình 20%/năm trong giai đoạn 2008 - 2010, vì vậy mặc dù liên tục tăng vốn điều lệ trong giai đoạn 2008 - 2010 nhưng EPS của Công ty vẫn được duy trì ổn định ở mức trên 3.000 đồng/cp.
- **Định hướng kinh doanh đa lĩnh vực đã giúp cho Công ty giảm thiểu được rủi ro và đạt mức tăng trưởng cao trong những năm tới.** Với những kinh nghiệm và am hiểu trong lĩnh vực thủy điện, bất động sản và sản xuất vật liệu xây dựng, **MDC** đang mở rộng hoạt động sang các lĩnh vực đầy tiềm năng này. Các dự án Công ty đang triển khai hứa hẹn sẽ mang lại nguồn lợi nhuận đột biến kể từ năm 2011.

### RỦI RO:

- Nhu cầu vốn của **MDC** nhằm thực hiện và theo đuổi, triển khai các dự án là khá lớn, điều đó tạo sức ép với doanh nghiệp về việc huy động vốn để triển khai dự án.
- Việc mở rộng hoạt động xây dựng sang lĩnh vực xây dựng dân dụng có thể gặp nhiều khó khăn do đây là mảng hoạt động có sự cạnh tranh khá lớn trong giai đoạn hiện nay.
- Giá bán điện phụ thuộc vào việc đàm phán với EVN, nên giá điện thay đổi có thể có những ảnh hưởng đến hiệu quả của dự án thủy điện Công ty đang triển khai.

**Quan điểm đầu tư:** Chúng tôi đánh giá cao sự ổn định và tiềm năng tăng trưởng của **MDC**. Chúng tôi ước tính mức giá hợp lý của cổ phiếu **MDG** trong khoảng **24.300 - 30.600 đồng/cp** (tùy theo mục tiêu và lựa chọn chiến lược đầu tư). Đây là khoảng giá được xác định dựa trên cơ sở các phương pháp định giá DCF, P/E và P/B với các giả định được đưa ra khá thận trọng và chặt chẽ.

## TÓM TẮT MỘT SỐ THÔNG TIN TÀI CHÍNH:

| Các chỉ tiêu tài chính cơ bản (*) | 2008A   | 2009A   | 2010E   | 2011F   |
|-----------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Tổng tài sản (triệu Đồng)         | 333.093 | 362.700 | 465.241 | 716.907 |
| Vốn chủ sở hữu (triệu Đồng)       | 109.467 | 136.902 | 176.229 | 236.199 |
| Doanh thu thuần (triệu Đồng)      | 234.503 | 268.926 | 328.670 | 456.394 |
| Lợi nhuận sau thuế (triệu Đồng)   | 23.302  | 25.022  | 34.842  | 42.428  |
| ROA (*)                           | 7,0%    | 6,9%    | 7,5%    | 5,9%    |
| ROE (*)                           | 21,3%   | 18,3%   | 19,8%   | 18,1%   |
| EPS cơ bản (Đồng)                 | 4.027   | 3.789   | 3.726   | 3.706   |

(\*) Các chỉ tiêu tài chính được tính toán dựa trên số liệu cuối năm

Nguồn: MDC, SHS Research.

## GIỚI THIỆU VỀ CÔNG TY CỔ PHẦN MIỀN ĐÔNG

**Công ty Cổ phần Miền Đông (MDC)** tiền thân là Công ty Xây dựng Thủy điện Trị An, được thành lập ngày 10/01/1986 với nhiệm vụ thi công xây dựng công trình Thủy điện Trị An. Năm 2006, Công ty được cổ phần hóa để chuyển hình thức sở hữu từ doanh nghiệp Nhà nước thành công ty cổ phần theo Quyết định số 325/QĐ-BXD ngày 28/02/2006 của Bộ Xây dựng. Ngày 13/4/2006 Công ty chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần với quy mô vốn điều lệ ban đầu là 15 tỷ đồng.

Sau khi chuyển đổi mô hình hoạt động, **MDC** hoạt động tập trung vào các lĩnh vực chính như *Xây dựng và đầu tư kinh doanh hạ tầng, nhà ở và sản xuất kinh doanh vật liệu xây dựng*. Bốn năm sau cổ phần hóa, quy mô vốn điều lệ của MDC đã tăng lên 99 tỷ đồng.

### Quá trình tăng vốn của MDC:

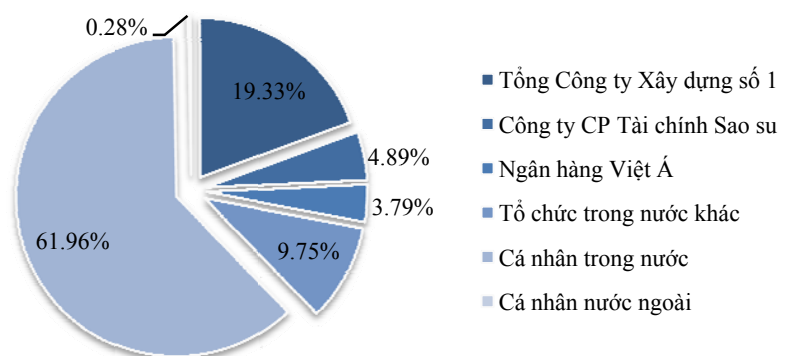
| Thời gian     | Hình thức tăng vốn                                                                                         | Đối tượng                                      | Số cổ phần tăng thêm |
|---------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|----------------------|
| Tháng 4/2006  | Vốn điều lệ thành lập Công ty là <b>15 tỷ đồng</b>                                                         |                                                |                      |
| Tháng 03/2007 | Tăng vốn lên <b>33 tỷ đồng</b> thông qua việc phát hành cho CB.CNV, cổ đông hiện hữu và đối tác chiến lược | CB.CNV, cổ đông hiện hữu và đối tác chiến lược | 1.800.000            |
| Tháng 02/2008 | Tăng vốn lên <b>66 tỷ đồng</b> thông qua phát hành cho CB.CNV, cổ đông hiện hữu và đối tác chiến lược      | CB.CNV, cổ đông hiện hữu và đối tác chiến lược | 3.300.000            |
| Tháng 04/2010 | Tăng vốn lên <b>99 tỷ đồng</b> thông qua phát hành cho cổ đông hiện hữu và đối tác chiến lược              | Cổ đông hiện hữu và đối tác chiến lược         | 3.300.000            |

*Nguồn: MDC, SHS Research*

### Cơ cấu cổ đông:

Tại thời điểm 17/12/2010, các cổ đông tổ chức nắm giữ 37,86% cổ phần của **MDC**, trong đó Tổng Công ty Xây dựng số 1 nắm giữ 19,33% và Công ty CP Tài chính Cao su nắm giữ 4,89% cổ phần của Công ty.

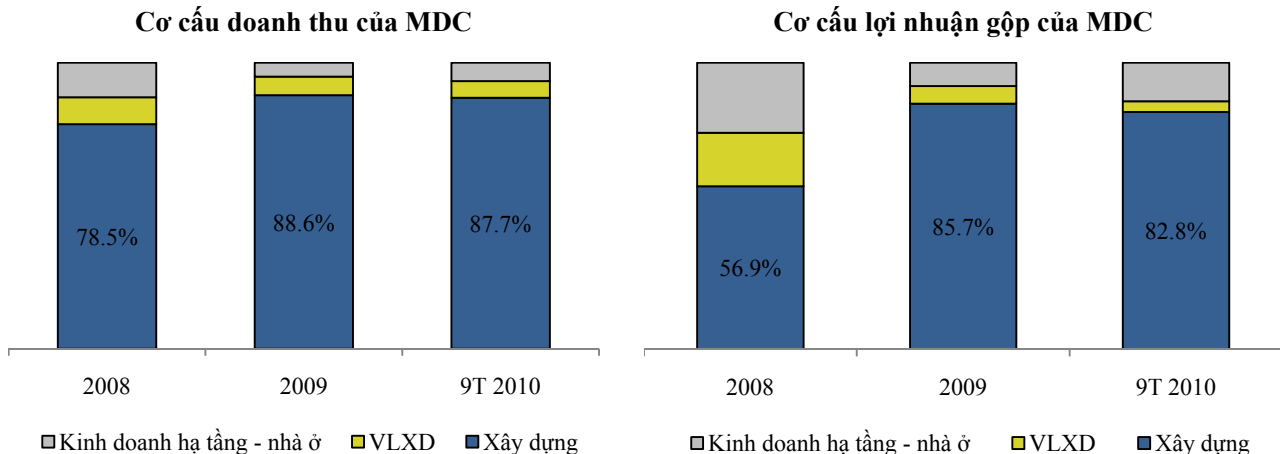
#### Cơ cấu cổ đông của MDC thời điểm 17/12/2010



*Nguồn: MDC, SHS Research*

## HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH CỦA MDC

Xây dựng công nghiệp và dân dụng hiện đang là mảng hoạt động chính và luôn chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu doanh thu, lợi nhuận của **MDC** (tỷ trọng khoảng trên 85% doanh thu và 80% lợi nhuận gộp). Các hoạt động còn lại là kinh doanh hạ tầng và nhà ở, sản xuất kinh doanh vật liệu xây dựng chiếm tỷ trọng thấp do trong những năm qua Công ty chưa có dự án đầu tư lớn trong các mảng hoạt động này.



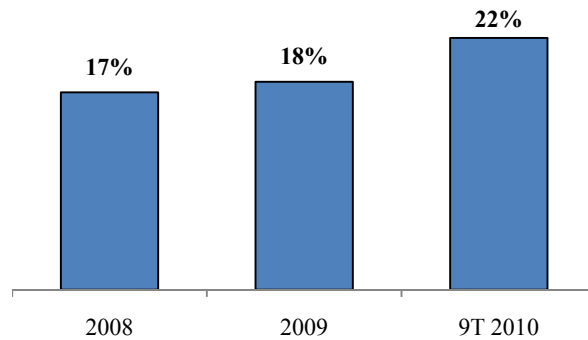
Nguồn: MDC, SHS Research.

**Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của MDC sẽ có nhiều thay đổi trong những năm tới.** Với việc đầu tư dự án Khu đô thị mới Long Bình Tân và đưa mỏ đá Tân Mỹ vào khai thác, dự báo tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận trong mảng sản xuất kinh doanh VLXD và kinh doanh hạ tầng - nhà ở sẽ tăng dần kể từ năm 2011; dự báo 2 mảng hoạt động này sẽ mang lại nguồn lợi nhuận đột biến cho doanh nghiệp trong khi mảng hoạt động xây dựng vẫn được duy trì ổn định.

*Xét trong dài hạn, dự án Thủy điện Đa Dâng 3 sẽ phát điện và mang lại nguồn thu cho MDC kể từ năm 2014. Hoạt động kinh doanh của Công ty sẽ đa dạng hơn và bao gồm 4 mảng chính là Xây dựng; Sản xuất kinh doanh VLXD; Sản xuất kinh doanh điện và Kinh doanh hạ tầng - nhà ở, trong đó mảng hoạt động kinh doanh hạ tầng - nhà ở và sản xuất kinh doanh điện sẽ được chú trọng đầu tư, dần chiếm tỷ trọng chủ yếu trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của Công ty.*

### 1. Hoạt động xây lắp

Xây dựng công nghiệp và dân dụng là mảng hoạt động truyền thống của **MDC**. Hoạt động này có tốc độ tăng trưởng khá cao trong giai đoạn 2008 - 2010 với mức tăng trưởng doanh thu trung bình đạt 25%/năm; đồng thời đây cũng là mảng kinh doanh có hiệu quả cao với biên lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2008 - 2010 đạt trên 17%. Kết quả này có được là do trong những năm qua **MDC** đã tập trung vào xây dựng các công trình thủy điện, đây là lĩnh vực hoạt động mà Công ty có nhiều lợi thế cả về kinh nghiệm và hệ thống trang thiết bị thi công, nhờ vậy Công ty đã tận dụng được tối đa những lợi thế sẵn có và tiết kiệm chi phí, nâng biên lợi nhuận.

**Tỷ suất lợi nhuận gộp hoạt động xây dựng của MDC**


Nguồn: MDC, SHS Research.

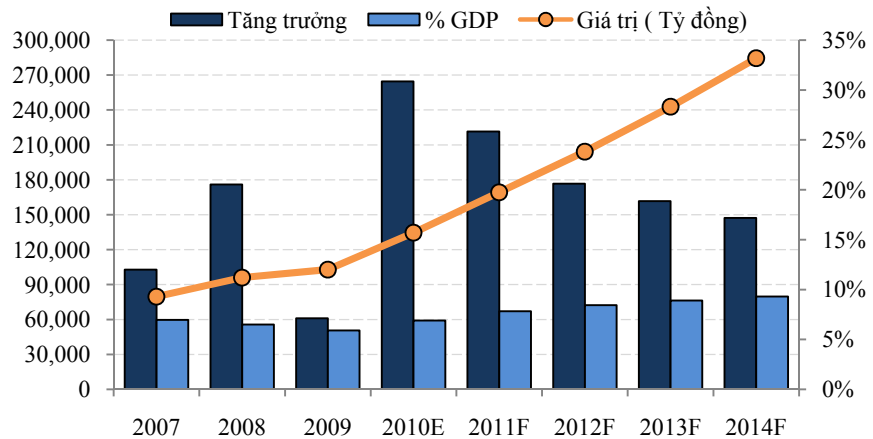
**Một số công trình xây dựng tiêu biểu đã và đang thực hiện của MDC**

| STT                      | Công Trình                       | Địa Điểm                |
|--------------------------|----------------------------------|-------------------------|
| <b>Thủy điện</b>         |                                  |                         |
| 1                        | Thủy điện Trị An                 | Đồng Nai                |
| 2                        | Thủy điện Thác Mơ                | Bình Phước              |
| 3                        | Thủy điện Hàm Thuận              | Bình Thuận              |
| 4                        | Thủy điện Bắc Bình               | Bình Thuận              |
| 5                        | Thủy điện Sre Pok 3              | Đắk Lắk                 |
| 6                        | Thủy điện Buôn Kuốp              | Đắk Lắk                 |
| 7                        | Thủy điện Đắk R Tih              | Đắk Nông                |
| 8                        | Thủy điện Buôn Tua Srah          | Đắk Nông                |
| 9                        | Thủy điện Bảo Lộc                | Lâm Đồng                |
| <b>Xây dựng dân dụng</b> |                                  |                         |
| 1                        | Khách sạn Harbour View           | Quận 1 Tp. Hồ Chí Minh  |
| 2                        | Thương xá Tax                    | Quận 1 Tp. Hồ Chí Minh  |
| 3                        | Khách sạn Hilton                 | Quận 1 Tp. Hồ Chí Minh  |
| 4                        | An Đông Plaza                    | Quận 5 Tp. Hồ Chí Minh  |
| 5                        | Khu liên hợp KSDV Pacific Garden | Quận 10 Tp. Hồ Chí Minh |

Nguồn: MDC, SHS Research

**Hoạt động xây dựng dân dụng có xu hướng tăng.** Tốc độ tăng trưởng ngành xây dựng nói chung của cả nước vẫn đang ở mức cao (*dự báo ở mức 20% mỗi năm từ nay cho đến năm 2014*); nhu cầu nhà ở, đặc biệt là nhà ở kiên cố và xây mới cho người dân có thu nhập thấp, trung bình vẫn còn nhiều. Đây chính là nguồn nhu cầu tiềm năng và ổn định đối với hoạt động xây dựng của **MDC**. Do đó, trong những năm tới **MDC** dự kiến sẽ tiếp tục duy trì hoạt động xây dựng công nghiệp, đồng thời mở rộng hoạt động xây dựng dân dụng nhằm nâng quy mô và thương hiệu của Công ty trong lĩnh vực này.

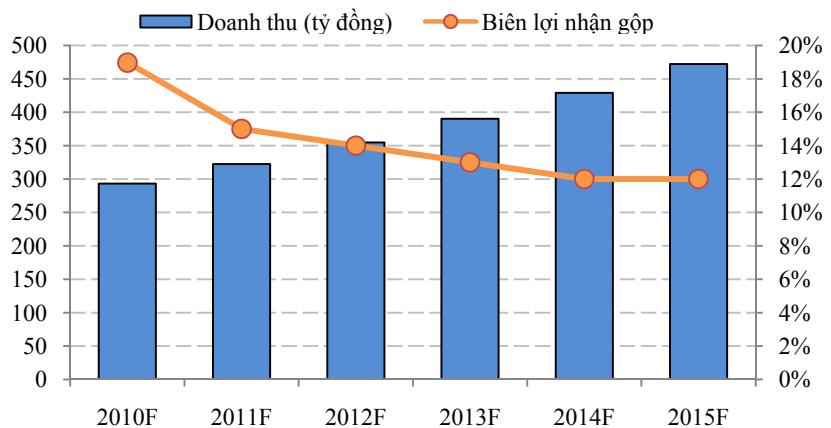
### Dự báo giá trị và tốc độ tăng trưởng ngành xây dựng



Nguồn: BMI, Bộ XD, SHS Research

Tuy nhiên, việc nâng tỷ trọng xây dựng dân dụng trong cơ cấu xây dựng những năm tới của **MDC** có thể sẽ khiến doanh nghiệp gặp phải sự cạnh tranh khá lớn từ các nhà thầu xây dựng dân dụng lớn tại khu vực phía Nam như Cotecons, Xây dựng Hòa Bình... Với việc tăng tỷ trọng các công trình xây dựng dân dụng, **tỷ suất lợi nhuận hoạt động xây dựng của MDC trong dài hạn có thể sẽ duy trì ổn định hàng năm ở mức trung bình khoảng 12% - 14%.**

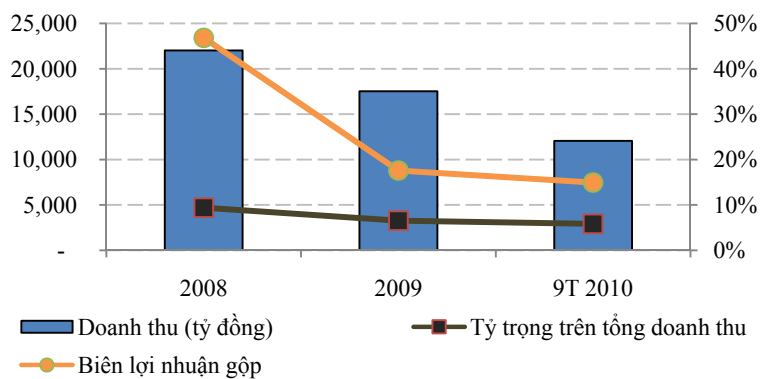
### Dự báo doanh thu và biên lợi nhuận gộp hoạt động xây dựng của MDC



Nguồn: SHS Research

## 2. Hoạt động sản xuất vật liệu xây dựng

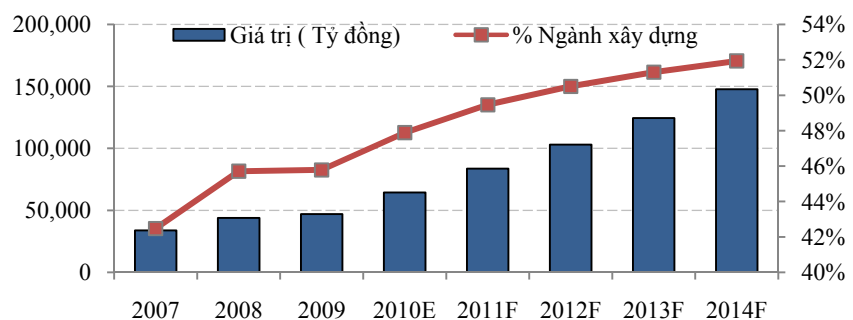
Từ năm 2003, **MDC** đã đầu tư và đưa vào hoạt động Nhà máy Sản xuất gạch Tuynel có công suất 25 triệu viên/năm. Nguồn nguyên liệu chính của Nhà máy được khai thác từ mỏ đất sét của Công ty tại Bình Dương; tuy nhiên mỏ đất sét này đã hết trữ lượng khai thác từ năm 2009 nên Công ty đã phải thu mua nguyên liệu từ các khu vực lân cận. Điều này đã làm hạn chế khả năng sản xuất cũng như tỷ suất lợi nhuận của mảng sản xuất vật liệu xây dựng trong những năm gần đây. Bên cạnh đó, với việc các nhà máy sản xuất gạch Tuynel đang được đầu tư xây dựng mới ngày càng nhiều, điều đó cũng gây nên áp lực cạnh tranh về giá đối với sản phẩm này.

**Doanh thu và tỷ suất lợi nhuận sản xuất kinh doanh VLXD của MDC**


Nguồn: MDC, SHS Research

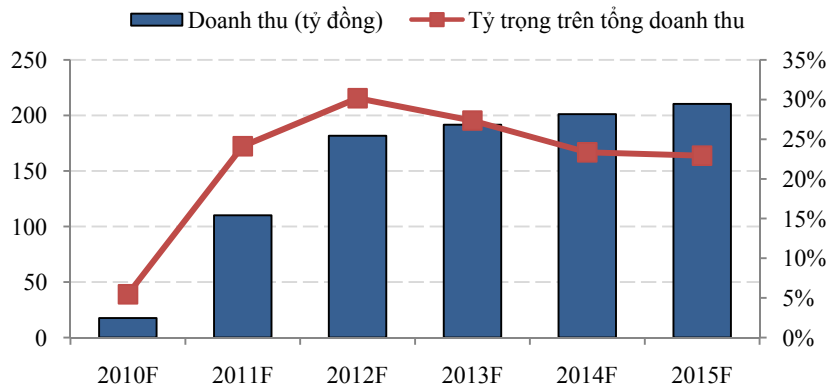
**Hoạt động sản xuất kinh doanh vật liệu xây dựng của MDC có thể sẽ tăng trưởng đột biến kể từ năm 2011 khi mà Công ty đưa vào khai thác dự án mỏ đá Tân Mỹ.** Mỏ đá Tân Mỹ ước có trữ lượng đá khoảng 27 triệu m<sup>3</sup> và có khả năng khai thác trong khoảng 19,5 năm, với sản lượng khai thác hàng năm đạt khoảng 1,2 triệu m<sup>3</sup> đá nguyên khối (tương ứng với 1,6 triệu m<sup>3</sup> đá nguyên khai). Mỏ đá này được **MDC** đầu tư từ năm 2007 với tổng vốn đầu tư 164 tỷ đồng. Dự kiến dự án này sẽ mang lại doanh thu và lợi nhuận cho **MDC** kể từ quý II/2011.

- Đá khai thác tại mỏ đá Tân Mỹ phù hợp với các công trình cầu đường và cơ sở hạ tầng - Đây là một thị trường rộng và có tiềm năng phát triển cao do nhu cầu đầu tư xây dựng phát triển cơ sở hạ tầng tại Việt nam còn rất lớn (*Tốc độ tăng trưởng xây dựng cơ sở hạ tầng hàng năm giai đoạn 2010 - 2014 của Việt Nam được dự báo ở mức 23%*).

**Dự báo giá trị và tốc độ tăng trưởng ngành xây dựng cơ sở hạ tầng**


Nguồn: BMI, Bộ XD, SHS Research

- Việc chủ động được nguồn nguyên liệu sản xuất bằng việc sở hữu mỏ đá sẽ làm tăng tỷ suất lợi nhuận cho mảng sản xuất kinh doanh vật liệu xây dựng của **MDC**. Chúng tôi ước tính, tỷ suất lợi nhuận gộp từ hoạt động khai thác và kinh doanh đá xây dựng sẽ đạt khoảng 35% - 40%; lợi nhuận hàng năm mà mỏ đá này mang lại ước tính khoảng 30 - 40 tỷ đồng.
- Doanh thu từ khai thác kinh doanh mỏ đá Tân Mỹ sẽ nâng tỷ trọng của mảng sản xuất kinh doanh vật liệu xây dựng trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của **MDC** trong những năm tới.

**Dự báo doanh thu hoạt động sản xuất kinh doanh VLXD của MDC**


Nguồn: SHS Forecast.

**3. Hoạt động kinh doanh hạ tầng - nhà ở**
**Dự án Khu dân cư Long Bình Tân - Khu phố 2 và 3:**

Doanh thu và lợi nhuận của hoạt động kinh doanh hạ tầng - nhà ở của **MDC** trong những năm vừa qua đến chủ yếu từ dự án Khu dân cư Long Bình Tân (Khu phố 2 và Khu phố 3). Đây là dự án bất động sản đầu tiên của **MDC**, dự án này được triển khai từ năm 2003 - 2004, dự án có tổng diện tích đất khoảng 21,4 ha và được kinh doanh dưới hình thức bán đất nền, nhắm đến đối tượng khách hàng có thu nhập trung bình.

- Tính đến hết năm 2009, Khu phố 2 đã bán được 70% diện tích và Khu phố 3 bán được 82% diện tích. Doanh thu lũy kế của 2 khu phố đến hết năm 2009 khoảng 144 tỷ đồng.
- Hiện nay dự án này còn khoảng 21.400 m<sup>2</sup> đất sạch, theo kế hoạch thì một phần sẽ được bán trong năm 2010 và phần còn lại sẽ được bán tiếp trong các năm tiếp theo. Doanh thu dự kiến từ việc bán diện tích đất nền này là khoảng 107 tỷ đồng và tỷ suất lợi nhuận ước tính đạt khoảng 40%.

**Dự án Khu đô thị mới Long Bình Tân:**

Tiếp nối sự thành công của dự án Khu dân cư Long Bình Tân (Khu phố 2 và Khu phố 3), **MDC** đã triển khai tiếp dự án Khu đô thị mới Long Bình Tân. Đây là một dự án lớn so với quy mô của **MDC**, dự kiến dự án này sẽ mang lại nguồn lợi nhuận ổn định cho Công ty từ cuối năm 2010 cho đến năm 2020.

**Một số thông tin về dự án:**

- Tổng vốn đầu tư ước tính: 684 tỷ đồng.
- Tổng diện tích đất: 372.800 m<sup>2</sup>.

**Trong đó:**

- Diện tích đất cây xanh và đường giao thông: 167.602 m<sup>2</sup>.
- Diện tích đất nền xây biệt thự: 26.078 m<sup>2</sup>.
- Diện tích đất nền xây chung cư: 38.185 m<sup>2</sup>.
- Diện tích đất nền xây nhà liền kề: 47.491 m<sup>2</sup>.
- Diện tích đất khu thương mại: 45.498 m<sup>2</sup>.

- Diện tích đất nền khu giáo dục: 25.138 m<sup>2</sup>.
- Diện tích đất nền cho tái định cư: 22.286 m<sup>2</sup>.
- Tỷ suất hoàn vốn (IRR): 31,42%.
- Thời gian đầu tư và khai thác: 2010 - 2020.
- Tiến độ triển khai: Dự án đã có quy hoạch chi tiết 1/500 và hiện đang tiến hành đền bù giải tỏa.

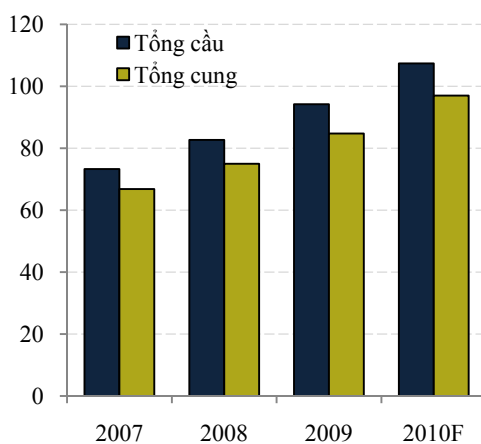
Đây là dự án có vị trí khá thuận lợi, nằm dọc theo quốc lộ 51 và cách Sân bay Long Thành khoảng 5km, thuận tiện cho việc lưu thông từ Đồng Nai đi thành phố Hồ Chí Minh. Đối tượng khách hàng dự án này nhắm đến là các chuyên gia và nhà đầu tư đang công tác, làm việc trên địa bàn tỉnh Đồng Nai. Dự án sẽ được **MDC** triển khai đầu tư theo hình thức cuốn chiếu và liên kết đầu tư với các nhà đầu tư thứ cấp, với phần vốn góp tương đương với giá trị đất nền.

Dự án này cũng đánh dấu một bước phát triển mới trong chiến lược dài hạn của **MDC**, đó là thâm nhập sâu hơn vào lĩnh vực kinh doanh bất động sản. Là một Công ty có kinh nghiệm và năng lực trong lĩnh vực xây lắp, việc mở rộng hoạt động sang lĩnh vực kinh doanh bất động sản sẽ giúp cho Công ty có thể tăng trưởng nhanh về quy mô và tận dụng được tối đa những lợi thế của mình.

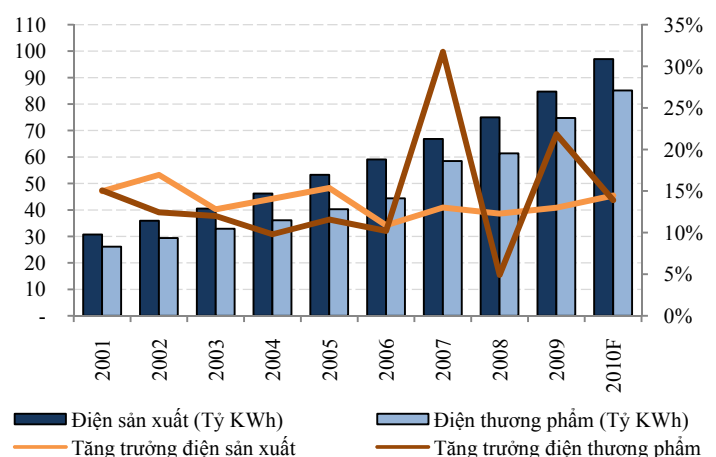
#### 4. Hoạt động sản xuất kinh doanh điện

**Ngành điện là ngành có tốc độ tăng trưởng cao và nhiều tiềm năng phát triển trong tương lai.** Sản lượng điện sản xuất và điện thương phẩm của Việt Nam trong giai đoạn 2000 - 2009 có tốc độ tăng trưởng hàng năm cao, ở mức tương ứng là 13,69% và 14,15%. Tuy nhiên, sản lượng điện sản xuất hiện nay vẫn còn thấp hơn so với nhu cầu điện năng của cả nước; đây chính là cơ hội và thị trường rộng lớn cho các doanh nghiệp đầu tư sản xuất điện.

**Cung cầu ngành điện**



**Tăng trưởng điện sản xuất và điện thương phẩm**



Nguồn: EVN, SHS Research

**MDC chú trọng đầu tư vào hoạt động sản xuất kinh doanh điện dưới nhiều hình thức.** MDC hiện đang góp vốn và làm chủ đầu tư dự án của 5 dự án thủy điện có tổng công suất lắp máy khoảng 292,2 MW, khả năng cung cấp điện lượng trung bình hằng năm khoảng 1,3 tỷ kWh.

**Các dự án thủy điện MDC đầu tư**

| Dự án                                                                   | Địa Điểm   | Công suất lắp máy (MW) | Điện lượng hàng năm (triệu kWh) | Tổng vốn đầu tư (Tỷ đồng) | Tiến độ                 |
|-------------------------------------------------------------------------|------------|------------------------|---------------------------------|---------------------------|-------------------------|
| <b>MDC góp vốn cùng Công ty CP Phát triển điện lực (VNPD)</b>           |            |                        |                                 |                           |                         |
| Thủy điện Bắc Bình                                                      | Bình Thuận | 33                     | 147                             | 700                       | Phát điện tháng 7/2009  |
| Thủy điện Khe Bó                                                        | Nghệ An    | 100                    | 442,8                           | 3.000                     | Phát điện quý IV/2011   |
| Thủy điện Nậm Má                                                        | Hà Giang   | 3,2                    | 15                              | 12                        | Phát điện năm 2006      |
| <b>MDC góp vốn cùng Công ty CP Thủy điện ĐắkR' Tih</b>                  |            |                        |                                 |                           |                         |
| Thủy điện ĐắkR' Tih                                                     | Đắk Nông   | 144                    | 640                             | 4.300                     | Phát điện quý II/2011   |
| <b>MDC làm chủ đầu tư theo hình thức Xây dựng - Sở hữu - Kinh doanh</b> |            |                        |                                 |                           |                         |
| Thủy điện Đa Dâng 3                                                     | Lâm Đồng   | 12                     | 56,6                            | 374                       | Phát điện tháng 12/2013 |

*Nguồn: MDC, SHS Research*

- **MDC cam kết góp 8% vốn điều lệ của Công ty CP Phát triển điện lực (VNPD) và 4% vốn điều lệ Công ty CP Thủy điện ĐắkR' Tih.** Cả 2 công ty này đều đang sở hữu các công trình thủy điện có công suất lắp máy và điện lượng hàng năm lớn. Bên cạnh đó, việc góp 8% vốn điều lệ của VNPD, cùng với EVN giữ vai trò thành viên sáng lập, sẽ mang lại cho **MDC** nhiều lợi ích bởi hiện nay EVN là người mua và nhà phân phối điện duy nhất. Tổng mức vốn **MDC** góp vào 2 dự án VNPD và ĐắkR' Tih ước tính khoảng 120 tỷ đồng.
- **Dự án thủy điện Đa Dâng 3 sẽ mang lại nguồn lợi nhuận ổn định cho MDC từ năm 2013.** Dự án được tài trợ bởi 30% vốn của **MDC** và 70% vốn vay ưu đãi của Ngân hàng Phát triển Việt Nam. Dự án này sẽ chính thức phát điện cuối năm 2013 và đầu năm 2014, với giá bán điện cho EVN ước tính khoảng 4,5 cent/kWh, tương đương với giá bán điện của các nhà máy thủy điện trong khu vực. Với điện lượng hàng năm đạt khoảng 56,6 triệu kWh, mỗi năm thủy điện Đa Dâng 3 mang lại cho **MDC** từ 50 - 60 tỷ đồng doanh thu - Tỷ suất lợi nhuận gộp ước tính đạt khoảng 40%.

**Đánh giá chung về hoạt động và phương hướng kinh doanh của MDC**

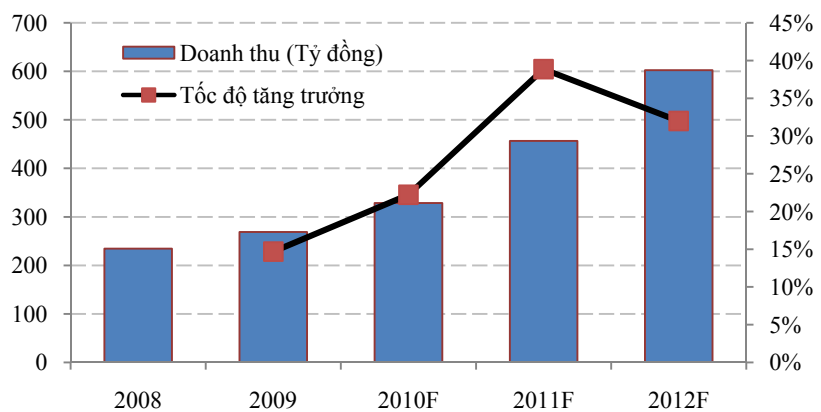
- **Định hướng triển khai hoạt động kinh doanh đa lĩnh vực sẽ giúp cho MDC giảm thiểu rủi ro.** Theo đó, 4 mảng hoạt động kinh doanh chính trong những năm tới của **MDC** là sản xuất kinh doanh điện, sản xuất kinh doanh VLXD, đầu tư kinh doanh hạ tầng - nhà ở và xây dựng có sự liên kết, hỗ trợ lẫn nhau. Đây cũng là những lĩnh vực hoạt động mà **MDC** đã khá am hiểu và tích lũy được nhiều kinh nghiệm.
- **Lợi nhuận của MDC sẽ ổn định trong cả ngắn hạn, trung hạn và dài hạn.** Theo đó, trong giai đoạn từ năm 2011 - 2013, lợi nhuận chủ yếu của **MDC** đến từ mảng hoạt động xây dựng, dự án bất động sản khu phố 2 và 3 (Long Bình Tân), mỏ đá Tân Mỹ và phần vốn góp vào VNPD và ĐắkR' Tih. Trong các năm tiếp theo, **MDC** sẽ có thêm nguồn lợi nhuận từ dự án thủy điện Đa Dâng 3 và dự án bất động sản Khu đô thị mới Long Bình Tân.

## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

### Doanh thu - Lợi nhuận

**Tốc độ tăng trưởng cao, và dự báo sẽ tiếp tục được duy trì trong những năm tới.** Doanh thu năm 2009 tăng trưởng 15% so với năm 2008 bởi hoạt động chính là xây dựng có tốc độ tăng trưởng tốt. Có được các hợp đồng xây dựng công nghiệp mà đặc biệt là các công trình thủy điện lớn, hoạt động xây dựng của **MDC** năm 2009 đã có mức tăng trưởng khoảng 29,4% so với năm trước. Dự báo trong giai đoạn 2010 - 2013, **MDC** có thể cũng sẽ đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao do được bổ xung doanh thu và lợi nhuận từ dự án mỏ đá Tân Mỹ (doanh thu và lợi nhuận tương ứng khoảng 100 tỷ đồng và 40 tỷ đồng mỗi năm), cùng với doanh thu từ dự án Khu phố 2 và 3 thuộc dự án Khu đô thị mới Long Bình Tân.

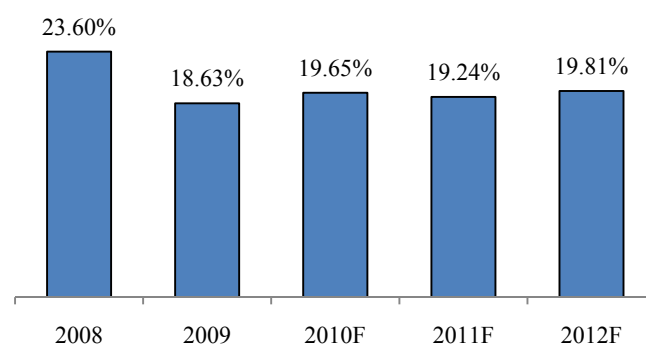
**Doanh thu của MDC qua các năm**



*Nguồn: MDC, SHS Research*

**Tỷ suất lợi nhuận tiếp tục được duy trì ở mức cao.** Trong những năm tới, hoạt động xây dựng được dự báo sẽ gặp nhiều khó khăn bởi sự cạnh tranh ngày càng lớn. Tuy nhiên, với việc các mảng hoạt động có tỷ suất lợi nhuận cao như kinh doanh hạ tầng - nhà ở và khai thác mỏ đá sẽ nâng dần tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu, điều đó sẽ giúp cho **MDC** có thể vẫn tiếp tục duy trì được biên lợi nhuận ở mức cao.

**Tỷ suất lợi nhuận gộp của MDC**

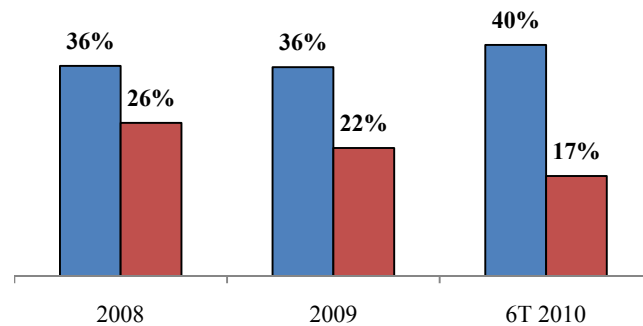


*Nguồn: MDC, SHS Research*

### Cơ cấu tài sản - Nguồn vốn

**Hàng tồn kho và các khoản phải thu chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu tài sản.** Đây là đặc thù của một doanh nghiệp hoạt động trong ngành xây dựng và kinh doanh vật liệu xây dựng. Trung bình 2 khoản mục này chiếm 55% - 60% tổng tài sản của MDC.

#### **Tỷ trọng hàng tồn kho và khoản phải thu trong tổng tài sản của MDC**

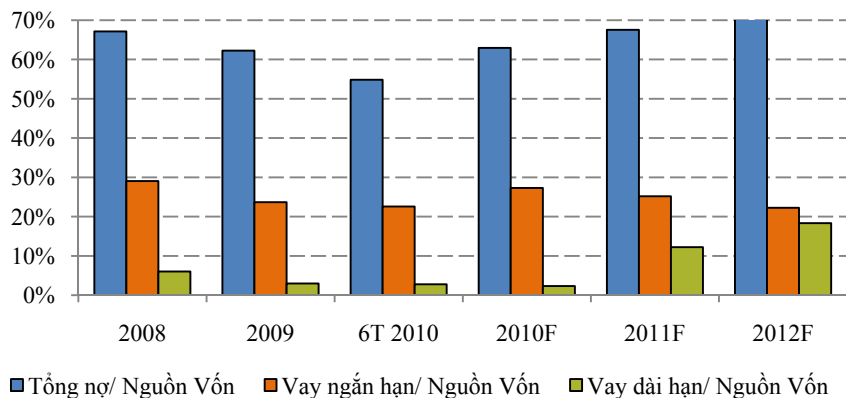


*Nguồn: MDC, SHS Research*

**Các khoản đầu tư tài chính dài hạn sẽ tăng lên trong thời gian tới.** Tính đến cuối tháng 6/2010, khoản mục đầu tư tài chính dài hạn của MDC đạt hơn 41 tỷ đồng, bao gồm gần 30 tỷ đồng đầu tư vào VNPD. Khoản mục này được dự báo sẽ tăng lên đáng kể trong 6 tháng cuối năm 2010 và các năm tiếp theo khi mà MDC thực hiện cam kết góp vốn với tổng giá trị cam kết khoảng 120 tỷ vào VNPD và ĐăkR' Tih.

**Cơ cấu nợ vay trong các năm vừa qua chủ yếu là nợ ngắn hạn.** Nợ ngắn hạn chiếm khoảng 25% trong tổng nguồn vốn và 40% tổng nợ của MDC; nợ dài hạn chiếm tỷ trọng rất thấp. Với việc triển khai đầu tư nhiều dự án lớn trong giai đoạn 2010 - 2013, tỷ trọng vay nợ, đặc biệt là vay nợ dài hạn của MDC, chắc chắn sẽ tăng lên. Điều này đồng nghĩa với việc chi phí tài chính của MDC trong những năm tới cũng sẽ gia tăng.

#### **Tỷ trọng vay nợ của MDC**



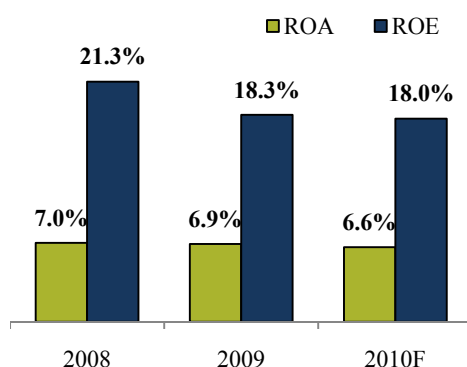
*Nguồn: MDC, SHS Research*

**Kế hoạch tăng vốn trong năm 2011:** Nhằm đáp ứng nhu cầu vốn cho các dự án, MDC đã có kế hoạch tăng vốn điều lệ lên 130 tỷ đồng ngay trong đầu năm 2011.

Công ty sẽ phát hành thêm 3,1 triệu cổ phần, trong đó phát hành cho cổ đông hiện hữu 990.000 cổ phần với giá 11.000 đồng/cp và phát hành cho đối tác chiến lược 2.110.000 cổ phần với mức giá không thấp hơn 16.300 đồng/cp và không thấp hơn giá trị sổ sách tại thời điểm chào bán - Nếu đợt phát hành thành công, vốn điều lệ của **MDC** sẽ tăng lên mức 130 tỷ đồng và thặng dư vốn tăng thêm từ đợt phát hành tối thiểu là 14,2 tỷ đồng.

### **Khả năng sinh lời**

Các chỉ tiêu ROA và ROE của **MDC** trong giai đoạn 2008 và 2009 ở mức tương ứng lần lượt là 7% và 18%. Dự báo trong năm 2010, ROA và ROE của **MDC** vẫn sẽ duy trì được ở mức này do hoạt động của Công ty chưa có nhiều thay đổi. So sánh với một số doanh nghiệp cùng ngành, **MDC** cho thấy Công ty đang có hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lời tốt hơn khá nhiều.

**ROA và ROE của MDC**

**So sánh khả năng sinh lời với DN cùng ngành năm 2009**

|                                | MDC          | HBC   | CTD    | SC5   | NBB   |
|--------------------------------|--------------|-------|--------|-------|-------|
| <b>VĐL bình quân (tỷ Đồng)</b> | <b>74,25</b> | 151,2 | 184,5  | 103,2 | 154   |
| <b>LNST</b>                    | <b>25,0</b>  | 49,2  | 228,1  | 37,6  | 93,5  |
| <b>ROA (%)</b>                 | <b>6,9</b>   | 3,6   | 12,9   | 2,7   | 5,6   |
| <b>ROE (%)</b>                 | <b>18,3</b>  | 8,5   | 20,7   | 16,0  | 15,4  |
| <b>EPS (Đồng)</b>              | <b>3.789</b> | 3.195 | 12.516 | 3.572 | 6.141 |

*Nguồn: MDC, SHS Research*

### **DỰ BÁO HOẠT ĐỘNG KINH DOANH NĂM 2010 và 2011**

**Hoạt động kinh doanh năm 2010 của MDC không có nhiều đột biến so với năm 2009**, do các dự án vẫn đang trong giai đoạn đầu tư. Hoạt động xây dựng vẫn sẽ là mảng hoạt động mang lại doanh thu và lợi nhuận chính cho Công ty.

Doanh thu và lợi nhuận của mảng kinh doanh hạ tầng - nhà ở đến từ việc bán một phần đất nền của dự án Khu phố 2 và 3 thuộc dự án Long Bình Tân. Mảng kinh doanh vật liệu xây dựng có mức doanh thu và lợi nhuận không đáng kể.

**Việc khai thác dự án mỏ đá Tân Mỹ sẽ giúp doanh thu và lợi nhuận năm 2011 của MDC tăng trưởng đột biến.** Bên cạnh đó, chúng tôi đánh giá đây là năm rất quan trọng khi mà các dự án lớn của **MDC** như Khu đô thị mới Long Bình Tân và dự án Thủy điện Đa Dâng bắt đầu được triển khai.

#### **Dự báo kết quả kinh doanh của MDC trong năm 2010 và 2011**

|                              | 2010E    |            | 2011F    |            |
|------------------------------|----------|------------|----------|------------|
|                              | Kế hoạch | SHS Dự báo | Kế hoạch | SHS Dự báo |
| <b>Doanh thu (tỷ Đồng)</b>   | 324      | 328,7      | 400      | 456,4      |
| <b>LN sau thuế (tỷ Đồng)</b> | 25,5     | 34,8       | 35       | 42,4       |

*Nguồn: MDC, SHS Research*

## ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU **MDG**

Chúng tôi sử dụng 3 phương pháp là P/E, P/B và DCF để ước tính mức giá hợp lý của cổ phiếu MDG. Phương pháp P/E và P/B là 2 phương pháp phản ánh mức giá kỳ vọng hợp lý của cổ phiếu đầu tư trong ngắn hạn, phù hợp với xu thế chung của thị trường trong ngắn hạn; trong khi phương pháp DCF phản ánh khá sát giá trị cổ phiếu để đầu tư trung và dài hạn.

### **1/ Phương pháp P/E và P/B**

- EPS ước tính cho năm 2010 của **MDC** là 3.726 đồng/cp. Theo số liệu của *Reuters*, P/E bình quân ngành xây dựng vào thời điểm 31/12/2010 là 8,2 lần - Do đó, giá cổ phiếu MDG tương ứng theo phương pháp P/E sẽ là (làm tròn):

$$P = 3.726 \times 8,2 = \mathbf{30.600 \text{ đồng/cổ phần.}}$$

- Giá trị sổ sách (Book value) của cổ phiếu MDG ước tính ở thời điểm cuối năm 2010 tối thiểu là 18.687 đồng/cp. Theo số liệu của *Reuters*, P/B bình quân ngành xây dựng vào thời điểm 31/12/2010 là 1,3 lần - Do đó, giá cổ phiếu MDG tương ứng theo phương pháp P/B sẽ là (làm tròn):

$$P = 18.687 \times 1,3 = \mathbf{24.300 \text{ đồng/cổ phần.}}$$

### **2/ Phương pháp DCF**

*Các giả định chính:*

- Mỏ đá Tân Mỹ sẽ được khai thác ổn định trong 19 năm. Giá bán sản phẩm đá được điều chỉnh tăng dần theo tỷ lệ lạm phát của Việt Nam (theo dự báo của *BMI*).
- KĐT mới Long Bình Tân bắt đầu được khai thác từ năm 2011 đến hết 2020.
- 21.400 m<sup>2</sup> đất nền còn lại của Khu phố 2 và 3 thuộc dự án Khu dân cư Long Bình Tân sẽ được bán hết trong giai đoạn 2010 - 2013.
- Dự án Thủy điện Đa Dâng 3 chính thức hoạt động kể từ đầu năm 2014 với giá bán điện tính toán khoảng 5 cent/kwh và được điều chỉnh tăng 3 năm một lần với mức tăng 5% cho giá điện mùa khô và giữ nguyên với giá điện mùa lũ.

**Kết quả định giá theo phương pháp DCF (làm tròn):**

#### **Mô hình định giá**

#### **Giá**

**FCFE (  $g = 5\%$ ,  $Ke = 18,5\%$  )**

**25.100 đồng/ cổ phần**



Mọi thông tin xin vui lòng liên hệ

**Phòng Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội**

**Trụ sở chính**

Tòa nhà Đào Duy Anh, số 9 - Đào  
Duy Anh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: (84-4) 3537 8010

Fax: (84-4) 3537 8005

**Chi nhánh Hồ Chí Minh**

141-143 Hàm Nghi, Quận I,  
TP. Hồ Chí Minh

Tel: (84-8) 3915 1368

Fax: (84-8) 3915 1369

**Chi nhánh Đà Nẵng**

97 - Lê Lợi, Hải Châu, Đà  
Nẵng

Tel: (84-511) 3525 777

Fax: (84-511) 3525 779

**Chi nhánh Nghệ An**

9A - Hồ Tùng Mậu, Hưng  
Bình, TP.Vinh

Tel: (84-38) 8602 767

Fax: (84-38) 8602 757

Website: [www.shs.com.vn](http://www.shs.com.vn)

Người thực hiện:

**Phạm Ngọc Bách**

[bach.pn@shs.com.vn](mailto:bach.pn@shs.com.vn)

Kiểm duyệt:

**Nguyễn Hải Dương**

[duong.nh@shs.com.vn](mailto:duong.nh@shs.com.vn)

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được tiến hành thu thập và xem xét cẩn trọng; tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và 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 SHS.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu 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 nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo khi nghiên cứu đầu tư.

SHS có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo nghiên cứu này. Người đọc cần lưu ý rằng SHS có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo nghiên cứu phân tích này.