

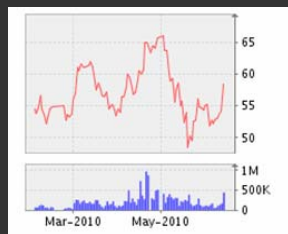
SD9: Công ty cổ phần Sông Đà 9

Giới thiệu chung

Tiền thân của SD9 là liên trạm cơ giới thủy điện Thác Bà được thành lập từ năm 1960, thành viên của Tập đoàn Sông Đà. Công ty cổ phần hóa tháng 11/2005 và niêm yết trên SGDCK Hà Nội từ tháng 12/2006. Vốn điều lệ hiện nay của công ty là 150 tỷ đồng.

SD9 là một nhà thầu xây lắp có kinh nghiệm hơn 40 năm đặc biệt trong lĩnh vực thi công cơ giới, đào đắp, bê tông đầm lăn tại các công trình thủy điện, giao thông.

Thông tin cổ phiếu (16/6/2010)



Giá cổ phiếu (VND)	58.200
Số CP đang lưu hành	15.000.000
Vốn hóa (tỷ đ)	876
% sở hữu nhà nước	60%
% sở hữu nhà ĐTN	2,23%
KL trung bình 6 tháng	224.770

Thông tin doanh nghiệp:

Địa chỉ: Toà nhà Sông Đà,
Đường Phạm Hùng, xã Mỹ Đình,
huyện Từ Liêm, Hà Nội
Điện thoại: 04.3768 3746
Fax: 04.3768 2684
Website: www.songda9.com.vn

Chuyên viên phân tích:

Bùi T.T. Ly
ly.bui@vndirect.com.vn

Năm	2008	2009	2010E	Quý	Q1-10	Q2-10E
Doanh thu (tr.đ)	622.581	592.338	757.668	Doanh thu (tr.đ)	81.630	189.417
Tỷ suất lợi nhuận gộp	25%	26%	27%	Tỷ suất lợi nhuận gộp	45%	27%
Lợi nhuận ròng (tr.đ)	56.833	114.649	98.319	Lợi nhuận ròng (tr.đ)	15.404	20.495
EPS (đ)	3.445	7.144	3.063	Tỷ suất lợi nhuận ròng	19%	11%
Tăng trưởng EPS	n/a	107%	-57%	Tổng tài sản (tr.đ)	1.347.620	n/a
P/E (lần)	n/a	8,15	11,2	Tài sản ngắn hạn (tr.đ)	573.590	n/a
P/B (lần)	n/a	2,63	1,94	Nợ ngắn hạn (tr.đ)	515.936	n/a
Cổ tức/giá	3%	3%	5%	Vốn chủ sở hữu (tr.đ)	150.000	n/a
ROE	18%	28%	16%	Hệ số thanh toán bằng tiền	7%	n/a
ROA	5%	9%	6%	Hệ số vay/Vốn chủ sở hữu	202%	n/a

Quan điểm đầu tư

SD9 có vị thế lớn trong Tập đoàn Sông Đà, là một trong những đại diện tiêu biểu và đi đầu về kinh nghiệm xây lắp của tổng. Hoạt động thi công xây lắp và đầu tư nhà máy thủy điện đảm bảo cho SD9 nguồn thu hàng năm ổn định. SD9 được chú ý bởi giá trị thực sự SD9 sở hữu cao hơn rất nhiều so với giá trị sổ sách, đến từ hai mảng chính là bất động sản và danh mục đầu tư:

Lĩnh vực bất động sản được kỳ vọng sẽ mang lại yếu tố mới mẻ cho SD9 trong những năm tới. Công ty sở hữu một số dự án có quy mô lớn và ở vị trí đẹp: Khu đô thị Tân Tạo, Tp. HCM (56ha); Khu đô thị Trung Sơn Trầm, Bình Tân (54ha) và Khu đô thị Đan Phượng, Hà Nội (80ha). Mặc dù các dự án mới đang ở giai đoạn bước đầu nhưng đã được thị trường hết sức quan tâm. Tòa nhà Sông Đà 9 trên đường Phạm Hùng, Hà Nội (2.500m²) cũng là tài sản rất lớn của công ty khi hiện giá thị trường là trên 250 tỷ, vượt xa giá trị sổ sách khoảng 28 tỷ

Điều đáng quan tâm tiếp theo ở SD9 là giá trị của danh mục đầu tư, bao gồm các công ty con, công ty liên doanh liên kết, đầu tư tài chính dài hạn với giá vốn thấp (hầu hết là mệnh giá): SD9 sở hữu danh mục gần 100 tỷ gồm S96, S99 (công ty liên doanh, liên kết) và SDH, SD6, SJS... , ước tính giá trị thị trường của danh mục này hiện nay là 200 tỷ (chưa kể S91 và HJS). Công ty hoàn toàn có thể ghi nhận khoản lợi nhuận bất thường lớn từ việc thanh lý bớt danh mục khi thuận lợi. Hai công ty con là S91 và HJS cũng có giá thị trường cao hơn nhiều lần mệnh giá ban đầu.

Một số rủi ro: (1) Hoạt động xây lắp nhìn chung gặp rủi ro về tiến độ của chủ đầu tư và điều kiện thời tiết (2) Việc SD9 không trực tiếp thực hiện các dự án lớn mà chuyển giao cho công ty con, công ty liên kết gây ra quan ngại về vấn đề quản trị và lợi ích của cổ đông mẹ bị chia sẻ (3) Rủi ro pha loãng cổ phiếu với kế hoạch tăng vốn lên 300 tỷ trong năm nay và lộ trình tăng vốn lên 1.000 tỷ để trở thành Tập đoàn.

Trong tuần vừa qua, chúng tôi đã có cuộc trao đổi với Ban lãnh đạo công ty về kết quả kinh doanh 2009 và kế hoạch kinh doanh trong các năm tới:

Hoạt động

Thi công xây lắp: SD9 luôn được giao thi công các công trình lớn, trọng điểm quốc gia nên công ty hầu như không gặp rủi ro về các khoản phải thu và biến động giá đầu vào, đồng thời duy trì được tỷ suất lợi nhuận gộp cao (20%) so với ngành. Tỷ trọng doanh thu là 85% và sẽ giảm dần còn 45-50% năm 2015. Khi đó, thị trường xây lắp của SD9 sẽ chuyển dịch dần từ xây lắp các công trình thủy điện sang công trình giao thông, khu công nghiệp, nhà máy nhiệt điện...

Sản xuất công nghiệp: gồm vật liệu xây dựng và chủ yếu là điện thương phẩm. Hoạt động này đóng góp 10% doanh thu với tỉ suất lợi nhuận gộp 60%. Tổng công suất phát điện hiện nay là 25,5 MW (nhà máy thủy điện Nậm Mu và Nậm Ngần) và sẽ tăng lên trên 46MW trong một vài năm tới.

Đầu tư tài chính: Thể hiện giá trị tiềm ẩn của SD9 với giá trị danh mục đầu tư là 200 tỷ (theo hiện giá thị trường và chưa tính S91, HJS), trong khi giá trị sổ sách mới phản ánh gần 100 tỷ giá vốn (bao gồm

công ty liên doanh liên kết (S96, S99) và đầu tư tài chính dài hạn (SDH, SD6, SJS...). Công ty hoàn toàn có thể ghi nhận khoản lợi nhuận bất thường lớn từ việc thanh lý bất động sản đầu tư. Hai công ty con là S91 và HJS cũng đều có giá thị trường cao hơn nhiều lần mệnh giá ban đầu.

Bất động sản: SD9 sở hữu quỹ đất lớn với giá trị thị trường cao hơn nhiều lần giá trị sổ sách. Tòa nhà Sông Đà 9 (2.500m² tại đường Phạm Hùng, Hà Nội) có giá thị trường hiện nay trên 250 tỷ, tuy nhiên việc SD9 đang khai thác làm văn phòng cho thuê với doanh thu 6 tỷ/năm chưa xứng với tiềm năng của khu đất này. Công ty cũng sở hữu các dự án lớn tại vị trí đẹp đang chuẩn bị triển khai: Khu đô thị Tân Tạo – Tp.HCM (56ha), Khu đô thị Trung Sơn Trầm, Bình Tân (54ha) và Khu đô thị Đan Phượng – Hà Nội (80ha). Tuy nhiên, hầu hết các dự án này sẽ được giao cho công ty con/liên kết liên doanh của SD9 thực hiện.

Kết quả 2009 & Q1/2010

Năm 2009 doanh thu đạt 592 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế 115 tỷ đồng, tương ứng giảm 5% và tăng 101,7% so với năm 2008. Nguyên nhân: 1) Lãi khoảng 40 tỷ từ việc bán 500.000 cổ phiếu S96, giá bình quân 90.000 đồng/CP (2) Chi phí tài chính giảm 7 tỷ, do được hỗ trợ lãi suất và hoàn nhập dự phòng giảm giá đầu tư chứng khoán khoảng 7,57 tỷ.

Q1/2010: Doanh thu đạt 81,63 tỷ và lợi nhuận sau thuế đạt 16,89 tỷ đồng, tương ứng giảm 14,5% và tăng 12,5% so với cùng kỳ năm ngoái. Doanh thu giảm do: báo cáo tài chính hợp nhất loại trừ khoảng 30 tỷ từ dự án thủy điện Nậm Ngàn do công ty con làm chủ đầu tư.

Lợi nhuận gộp tăng từ 28,65% (Q1/2009) lên 44,9% (Q1/2010). Nguyên nhân: (1) một số hạng mục xây lắp tại thủy điện Sêkaman và thủy điện Cửa Đạt đã hoàn tất nên chỉ thu vốn mà không bỏ thêm chi phí; (2) giá nguyên vật liệu như thép, xăng dầu tăng trong Q1 nhưng công ty không bị ảnh hưởng do có nguyên vật liệu dự trữ từ cuối 2009 để đảm bảo tiến độ thi công.

Dự báo 2010

Chỉ tính cho 2 mảng hoạt động chính là xây lắp và sản xuất điện, chúng tôi ước tính SD9 có thể đạt 757 tỷ doanh thu và 98 tỷ lợi nhuận sau thuế, tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện so với năm 2009 do tỷ trọng doanh thu sản xuất điện tăng:

- **Hoạt động xây lắp:** dựa trên các dự án xây lắp hiện tại và tiến độ thi công, doanh thu của công ty mẹ ước đạt 542,6 tỷ đồng và công ty con S91: 87,208 tỷ đồng. SD9 đang triển khai đầu tư một số công trình theo hình thức BOT: Quốc lộ 3, Quốc lộ 6.

- **Hoạt động sản xuất điện:** công suất phát điện năm 2010 tăng 112,5% so với năm 2009, dự kiến đem lại khoảng 127,86 tỷ doanh thu.

Trong quá khứ, SD9 cũng như nhiều công ty họ Sông Đà khác đã ghi nhận được những khoản lợi nhuận lớn từ việc giảm tỷ trọng trong công ty con, công ty liên doanh liên kết, đầu tư tài chính dài hạn... Việc này hoàn toàn có thể tiếp diễn khi giá trị thị trường của danh mục đầu tư của SD9 hiện nay đang rất lớn so với giá vốn. Khi đó, KQKD sẽ có tăng trưởng mạnh.

Nhìn dài hạn hơn, các dự án bất động sản của SD9 đều mới ở giai đoạn ban đầu, nhưng quy mô và lợi thế về vị trí của các dự án này có khả năng tạo ra sức bật lớn cho công ty trong tương lai. Vấn đề lớn nhất là cách thức SD9 tổ chức thực hiện các dự án này và quyền lợi của cổ đông được đảm bảo ở mức nào.

Đại hội đồng cổ đông ngày 29/4/2010 vừa qua cũng đã thông qua phương án tăng vốn điều lệ từ 150 tỷ lên 300 tỷ trong đó phát hành 90% vốn điều lệ hiện tại cho cổ đông hiện hữu với giá 10.000đ/cp, 5% cho CBCNV với giá 12.000đ/cp và 5% cho đối tác chiến lược với giá 20.000đ/cp.

Rủi ro

- (1) Hoạt động xây lắp nhìn chung gặp rủi ro về tiến độ của chủ đầu tư và điều kiện thời tiết
- (2) Việc SD9 không trực tiếp thực hiện các dự án lớn mà chuyển giao cho công ty con, công ty liên kết gây ra quan ngại về vấn đề quản trị khi tỷ lệ sở hữu của ban lãnh đạo ở SD9 còn rất ít, đặt ra câu hỏi quyền lợi của ban lãnh đạo có thể gắn nhiều với các công ty liên doanh liên kết... nhiều hơn là gắn trực tiếp với SD9.
- (3) Rủi ro pha loãng cổ phiếu với kế hoạch tăng vốn lên 300 tỷ trong năm nay và lộ trình tăng vốn lên 1.000 tỷ để trở thành Tập đoàn.

Định giá

Tại mức giá 58.200 đồng/cổ phiếu, P/E2009 và P/B2009 là 8,15 và 2,63. P/E2010 và P/B2010 điều chỉnh sau khi tăng vốn ước tính khoảng 11,2x và 1,94x. Đây là mức tương đương với trung bình các công ty cùng ngành. Xét về góc độ tăng trưởng, SD9 là một trong những công ty của Tập đoàn Sông Đà tăng vốn mạnh trong năm nay để đầu tư vào lĩnh vực thủy điện và bất động sản.

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

Tòa nhà FIDECO, 81-
85 Hàm Nghi, Q.1
TP.HCM – Việt Nam
Tel: +84-38-9.146.925
Fax: +84-38-9.146.922