

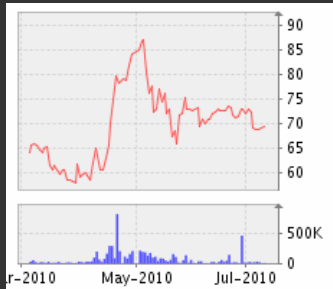
SD5: Công ty Cổ phần Sông Đà 5

Giới thiệu chung

SD5 tiền thân là Công ty xây dựng thủy điện Vĩnh Sơn thành lập năm 1990, có trụ sở tại Quy Nhơn, là đơn vị thành viên của Tổng Sông Đà. Công ty chuyển đổi thành CTCP Sông Đà 5 từ 11/2004 và niêm yết sàn HNX từ 12/2006. Hiện nay công ty có trụ sở tại Sơn La và vốn điều lệ là 90 tỷ đồng.

SD5 là doanh nghiệp đứng đầu trong ngành đồ bê tông với khối đồ lớn, sản xuất bê tông đầm lăn phục vụ các công trình thủy điện, công nghiệp và dân dụng.

Thông tin cổ phiếu (12/7/2010)



Giá cổ phiếu (VND)	69.500
Số CP đang lưu hành	9.000.000
Vốn hóa (tỷ đ)	625,5
% sở hữu nhà nước	52,93%
% sở hữu nhà ĐTNN	0,49%
KL trung bình 10 ngày	64.790

Thông tin doanh nghiệp:

Địa chỉ: Thị trấn Ít Ong, Huyện Mường La, Tỉnh Sơn La
Điện thoại: 022.3831.342
Fax : 022.3831.342
<http://songda5.com.vn>

Chuyên viên phân tích:

Bùi Thị Thao Ly
ly.bui@vndirect.com.vn

Năm	2008	2009	2010E	Quý	Q1/2010
Doanh thu (tr đ)	952.442	1.174.579	1.126.000	Doanh thu (tr đ)	285.517
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	15%	14%	17%	Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	19%
Lợi nhuận ròng (tr đ)	50.432	68.321	100.019	Lợi nhuận ròng (tr đ)	31.726
EPS(đ/cp)	8.276	11.211	5.421(*)	Tỷ suất lợi nhuận ròng (%)	11%
Tăng trưởng EPS(%)	n/a	35%	-52%	Tổng tài sản	1.037.622
P/E (lần)	n/a	6,36	6,87	Tài sản ngắn hạn	806.651
P/B (lần)	n/a	2,47	1,76	Tài sản dài hạn	567.517
Cổ tức/giá (%)	n/a	3%	6%	Vốn điều lệ (tr đ)	90.000
ROE (%)	40%	38%	26%	Ti lệ thanh toán bằng tiền mặt	11%
ROA (%)	7%	8%	10%	Hệ số nợ trên VCSH	93%

(*) EPS pha loãng

Quan điểm đầu tư

SD5 là một trong 4 doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh tốt nhất của tập đoàn Sông Đà trong năm 2008 và 2009, đứng đầu trong lĩnh vực thi công và sản xuất bê tông với khối đồ lớn cho các công trình công nghiệp và dân dụng. Năm 2007 công ty đã triển khai thành công công nghệ đồ bê tông đầm lăn lần đầu tiên ứng dụng tại Việt Nam cho công trình thủy điện Sơn La, công suất 2.400MW. Sự kiện này đã nâng cao thương hiệu cũng như trình độ của doanh nghiệp lên một tầm cao mới, giúp công ty tiếp tục giành được dự án lớn là công trình thủy điện Lai Châu, công suất 1.200MW. Đây cũng là lợi thế cạnh tranh khi SD5 tham gia đấu thầu các dự án tầm cỡ trong tương lai.

Dự báo kết quả kinh doanh 2010 của SD5 khá quan với doanh thu ước đạt 1.126 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 100 tỷ đồng, vượt xa so với kế hoạch (1.086 tỷ doanh thu và 71,1 tỷ lợi nhuận sau thuế) nhờ vào việc ghi nhận một phần bù định mức đơn giá (lũy kế gần 200 tỷ). Riêng 6 tháng đầu năm 2010, lợi nhuận sau thuế của công ty đạt khoảng 51,7 tỷ, hoàn thành 73% kế hoạch năm.

Trong những năm tới doanh thu vẫn duy trì ở mức này với đóng góp chủ yếu từ công trình thủy điện Lai Châu nhưng lợi nhuận sẽ còn cao hơn rất nhiều khi dây chuyền sản xuất bê tông đầm lăn hết khấu hao (chỉ còn khoảng 5%) do giá vốn giảm đáng kể và công ty tiếp tục hoạch toán phần còn lại của bù định mức đơn giá.

Tại mức giá 69.500 đ/cp, SD5 đang giao dịch với mức định giá rất thấp so với ngành và thị trường khi P/E trailing ~ 5,6x; P/E2010 & P/B2010 pha loãng khoảng 6,8x và 1,7x. SD5 đang có định giá thuộc loại thấp nhất so với các công ty thuộc dòng họ Sông Đà. Thông tin thưởng cổ phiếu tỉ lệ 2:1, phát hành cho cổ đông hiện hữu tỉ lệ 2:1 giá 10.000đ/cp và việc theo đuổi thành công các dự án bất động sản, dự án xây dựng nhà bán cho CBCNV trong thời gian tới hy vọng sẽ tạo thêm sức bật cho SD5.

Một số rủi ro cần lưu ý: (1) Đơn giá cho công trình thủy điện Lai Châu có thể bị điều chỉnh giảm do thiết bị đã khấu hao hết; (2) Không được ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp khi công ty dời trụ sở về Hà Nội; (3) Cạnh tranh gia tăng khi các doanh nghiệp khác đầu tư được công nghệ này; (4) Chậm tiến độ từ chủ đầu tư.

Hoạt động

Thi công xây lắp: SD5 là doanh nghiệp có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực thi công bê tông với khối đồ lớn cho các công trình công nghiệp và dân dụng, xây lắp các công trình thủy điện, đóng góp khoảng 50% trong cơ cấu doanh thu.

Sản xuất công nghiệp: Công ty đứng đầu trong lĩnh vực sản xuất bê tông đầm lăn theo phương pháp hiện đại lần đầu tiên sử dụng tại Việt Nam cho công trình thủy điện Sơn La. Đây là dây chuyền thiết bị với năng suất lớn nhất khu vực Đông Nam Á, đem lại hiệu quả kinh tế lớn nhờ rút ngắn thời gian thi công, cho phép giảm giá thành nguyên vật liệu đáng kể. Nhờ vậy mà doanh thu sản xuất bê tông gia tăng đáng kể từ năm 2008 (gấp hơn 10 lần doanh thu sản xuất bê tông năm 2007), tăng tỉ trọng đóng góp trong cơ cấu doanh thu lên tới 50% với tỉ suất lợi nhuận cao.

Việc triển khai tốt công nghệ mới này ở Việt Nam đã giúp nâng cao thương hiệu cũng như trình độ, kinh nghiệm thi công của SD5. Thêm vào đó, giá trị đầu tư công nghệ lớn, hơn 20 triệu USD cho hệ thống máy trộn bê tông đầm lăn và hơn 100 tỷ cho các thiết bị khác như hệ thống lạnh cốt liệu, băng tải vận chuyển bê tông đã tạo ra rào cản không nhỏ cho các doanh nghiệp khác muốn cạnh tranh với SD5 trong lĩnh vực này. Đây chính là lợi thế để SD5 tiếp tục được giao thi công theo công nghệ đồ bê tông đầm lăn tại thủy điện Lai Châu và các thủy điện lớn khác của quốc gia.

Kết quả 2009 & Q1/2010

Năm 2009 công ty đạt 1.174 tỷ doanh thu và 68 tỷ lợi nhuận sau thuế, tăng 23% và 35% so với năm 2008 do công ty ghi nhận phần lớn doanh thu các hợp đồng xây lắp trong năm nay và chi phí lãi vay giảm gần 14 tỷ nhờ được hỗ trợ lãi suất. Công ty được miễn thuế thu nhập doanh nghiệp do có trụ sở ở vùng kinh tế đặc biệt khó khăn nên tỉ suất lợi nhuận ròng duy trì ở mức cao so với các công ty cùng ngành, khoảng 5-6%.

Q1/2010: Trong Q1 công ty đạt 285 tỷ doanh thu và 31,7 tỷ lợi nhuận sau thuế, hoàn thành 44,6% kế hoạch năm (71,1 tỷ) và bằng 46,6% LNST 2009. Sở dĩ công ty có một kết quả vượt trội trong Q1 là do ngoài việc các hoạt động chính vẫn đạt kết quả tốt, công ty đã hoạch toán một phần bù định mức đơn giá. Từ 2010 công ty được ưu đãi giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp trong vòng 9 năm với mức thuế suất áp dụng là 10%.

Cũng trong Q1 công ty đã tăng vốn điều lệ từ 60,94 tỷ lên 90 tỷ thông qua phương thức chào bán riêng lẻ giá 50.500đ/cp (các quỹ của VFM mua 1,3 triệu cổ), thặng dư vốn thu được là 116 tỷ. Số cổ phiếu phát hành thêm (2,906 triệu cổ phiếu) đã chính thức giao dịch từ 12/2/2010, thanh khoản được cải thiện đáng kể do số lượng cổ phiếu bên ngoài tăng lên, tỉ lệ nắm giữ Nhà nước giảm từ 78% xuống còn 52,93%.

Dự báo 2010

Trong năm 2010, công ty đặt kế hoạch doanh thu khoảng 1.086 tỷ và lợi nhuận sau thuế 71,1 tỷ. Công ty hoàn toàn có khả năng đạt được mức doanh thu trên khi doanh thu bê tông đầm lăn ở Sơn La năm nay vẫn còn hơn 600 tỷ, doanh thu từ thủy điện Hòa Na hơn 200 tỷ, ngoài ra còn có một số công trình thủy điện khác như Nậm Chiến, Tuyên Quang, Bản Vẽ... Với mức doanh thu này, lợi nhuận sau thuế tương ứng khoảng 70 tỷ.

Lợi nhuận có thể sẽ vượt xa so với kế hoạch khi công ty còn có một khoản bù định mức đơn giá gần 200 tỷ và sẽ được hoạch toán một phần trong năm nay. Trong Q1/2010 công ty đã ghi nhận khoảng 10% khoản tiền này.

Công ty dự kiến Q2/2010 đạt mức doanh thu tương đương Q1 và hơn 20 tỷ lợi nhuận sau thuế. Như vậy, lũy kế 2 quý đầu năm công ty đã đạt được hơn 51,7 tỷ lợi nhuận sau thuế, đạt 73% kế hoạch năm. Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi ước tính doanh thu cả năm 2010 của SD5 sẽ trên 1.100 tỷ và lợi nhuận sau thuế đạt 100 tỷ.

Trong Q3/2010, SD5 sẽ tăng vốn điều lệ từ 90 tỷ lên 184,5 tỷ thông qua phương án thưởng cổ phiếu tỉ lệ 2:1, phát hành cho cổ đông hiện hữu tỉ lệ 2:1 giá 10.000đ/cp và phát hành 450.000 cổ phiếu cho CBCNV giá 12.000đ/cp. Số tiền thu được từ đợt phát hành chủ yếu bổ sung nguồn vốn lưu động.

Triển vọng các năm tiếp theo

Doanh thu ổn định ở mức trên 1.100 tỷ trong vòng 4 năm nữa: Chỉ với công trình thủy điện Lai Châu công ty sẽ thu khoảng 4.000 tỷ trong 4 năm kể từ 2011, trung bình 1.000 tỷ/năm. Với mức doanh thu này, lợi nhuận tương ứng khoảng 60-70 tỷ/năm (trong điều kiện sản xuất bình thường với tỉ suất lợi nhuận gộp tương đương với 2008 & 2009).

Lợi thế về chi phí khi dây chuyền sản xuất bê tông đầm lăn hết khấu hao: Dây chuyền sản xuất bê tông đầm lăn sẽ được tiếp tục sử dụng cho công trình thủy điện Lai Châu khi các hạng mục tại Sơn La hoàn tất trong năm nay. Thiết bị này được khấu hao nhanh trong 3 năm và hết 2010 sẽ khấu hao được khoảng 95%. Như vậy, kể từ 2011, giá vốn sẽ giảm đáng kể khi thiết bị được khấu hao hết do chi phí khấu hao cho máy móc thiết bị rất cao, hơn 130 tỷ/năm.

Lợi nhuận có khả năng còn cao hơn nữa nếu công ty tiếp tục hoạch toán phần còn lại của bù định mức đơn giá.

Phát triển các mảng kinh doanh khác: Công ty vừa thành lập công ty con là CTCP Đầu tư, Xây dựng và Phát triển năng lượng Sông Đà 5 tại Hà Giang chuyên về xây lắp và đầu tư các dự án thủy điện, lợi ích công ty mẹ là 91,7%. Hiện SD5 làm chủ đầu tư dự án thủy điện Sông Chảy 5 công suất 14.5MW và góp vốn 15% thủy điện Nậm Chiến 2, công suất 30MW. Công ty đã xây dựng 2 xưởng sản xuất gạch block cao cấp tại Đan Phượng – Hà Nội và Tuyên Quang, mở rộng phạm vi cung cấp cho các tỉnh thành trong cả nước. Công ty cũng đang theo đuổi các dự án xây dựng nhà bán cho CBCNV, phát triển hoạt động kinh doanh sang cả lĩnh vực bất động sản.

Định giá

Hiện EPS 4 quý gần nhất của SD5 đạt 12.355 đồng. Tại mức giá 69.500 đồng, SD5 đang giao dịch với mức định giá rất thấp so với ngành và thị trường khi P/E trailing ~ 5,6x và P/B (theo giá trị sổ sách ngày 31/3/2010) ~ 1,7x. Với lợi nhuận sau thuế 2010 đạt 100 tỷ như dự báo của chúng tôi thì P/E2010 và P/B2010 pha loãng của SD5 lần lượt là 6,8x và 1,7x, mức định giá thấp nhất trong các cổ phiếu thuộc dòng họ Sông Đà.

Rủi ro

- (1) Do dây chuyền sản xuất bê tông đầm lăn đã khấu hao xong nên đơn giá cho thủy điện Lai Châu có thể sẽ bị điều chỉnh giảm khoảng 10-12% so với thủy điện Sơn La. Do đó, doanh thu có thể sẽ giảm một chút nhưng nhìn chung công ty vẫn có lợi thế về chi phí khi chi phí khấu hao chiếm tỉ trọng rất lớn trong giá vốn.
- (2) Khi dời trụ sở về Hà Nội công ty sẽ không còn được hưởng ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp nữa. Tuy nhiên, công ty đang cân nhắc việc vẫn đăng ký thuế tại Sơn La để hưởng mức thuế suất 5%.
- (3) Cạnh tranh gia tăng khi các doanh nghiệp khác đầu tư được công nghệ mới này.
- (4) Tiến độ công trình chậm hoặc chậm thanh toán do chủ đầu tư gặp khó khăn.

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