

**Ngành : Xây dựng & VLXD**

**Mã ngành: 2357**

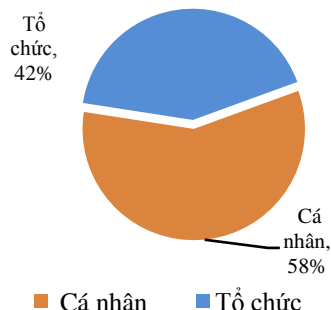
**KHUYẾN NGHỊ: MUA**

## **BÁO CÁO PHÂN TÍCH CƠ HỘI ĐẦU TƯ**

**Công ty Cổ phần Sông Đà Cao Cường (SCL)**

### **NHỮNG ĐIỂM LƯU Ý**

#### **THÔNG TIN SỞ HỮU**



#### **THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

Mã giao dịch	SCL
Sàn giao dịch	HNX
Giá trị vốn hóa (tỷ VNĐ)	
Lượng phiếu đang lưu hành	9 triệu

- Sông Đà Cao Cường (SCL) là doanh nghiệp duy nhất ở Việt Nam sản xuất thành công các sản phẩm tro bay trên quy mô công nghiệp từ phế thải xỉ than của nhà máy nhiệt điện nhờ lợi thế về vị trí nhà máy và sở hữu công nghệ sản xuất riêng có. Tro bay khô hiện sử dụng làm phụ gia không thể thay thế cho các công trình bê tông đầm lăn, đem lại tỷ suất lợi nhuận gộp biên hàng năm khá cao (55-57%);
- Sản phẩm tro bay khô của SCL khẳng định ưu thế vượt trội về chất lượng và giá thành so với hàng nhập khẩu. Sản phẩm được sử dụng cho các công trình thủy điện lớn của quốc gia như Sơn La và sắp tới là Lai Châu;
- Không chỉ là một phụ gia của bê tông, sản phẩm tro bay được ứng dụng lớn trong các lĩnh vực sản xuất như xi măng, thạch cao và đặc biệt là dòng vật liệu gạch nhẹ không nung;
- SCL sẽ là doanh nghiệp đi đầu trong sản xuất gạch bê tông khí chưng áp với nguyên liệu chính là tro bay. Từ đầu năm 2011, gạch bê tông khí chưng áp sẽ trở thành sản phẩm lõi mang lại doanh thu và lợi nhuận chủ yếu cho Công ty;
- Nhu cầu gạch không nung đang tăng trưởng rất mạnh nhờ tính ưu việt so với gạch thường và chính sách phát triển của Chính phủ. Với lợi thế tuyệt đối về nguồn nguyên liệu là sản phẩm tro bay âm chi phí thấp, dự án nhà máy gạch bê tông khí chưng áp sẽ mang lại hiệu quả lớn cho công ty sau khi đi vào hoạt động trên quy mô công nghiệp;
- SCL được hưởng nhiều chính sách ưu đãi của Chính phủ và địa phương nhờ sản xuất - kinh doanh trong lĩnh vực vật liệu mới đặc thù.

**Bảng 1: Kết quả kinh doanh của SCL qua các năm**

*Đơn vị: Tỷ đồng*

Năm	2007	2008	2009	6T. 2010	2010F
Doanh thu thuần	19.0	138.4	73.2	68.0	145
LN gộp	9.9	79.3	39.8	38.7	82.5
LNTT	2.4	36.4	16.3	18.4	36
Thuế TNDN	0	0	0	0	0
LNST	2.4	36.4	16.3	18.4	36
EPS (VNĐ)	1.998	6.696	2.710	2.050	4.000

(Nguồn: Báo cáo bạch CTCP Sông Đà Cao Cường)

**Phạm Xuân Anh, Phụ trách Bộ phận PTCB**

Email: [pxuananh@bsc.com.vn](mailto:pxuananh@bsc.com.vn)

**Đỗ Thanh Phong, Cán Bộ Phân Tích 1**

Email: [phongdt@bsc.com.vn](mailto:phongdt@bsc.com.vn)

**Trần Thị Kim Oanh, Cán Bộ Phân Tích 2**

Email: [oanhtt@bsc.com.vn](mailto:oanhtt@bsc.com.vn)

**I. GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP****Tên công ty****Công ty Cổ phần Sông Đà Cao Cường****Thông tin cơ bản**

- Tên viết tắt: SONG DA CAO CUONG JSC
- Địa chỉ: Số 2 - Sùng Yên - Phả Lại - Chí Linh - Hải Dương
- Điện thoại: (84- 0320) 3580.414 – 3582903
- Website : www.songda12-caocuong.vn
- VDL: 90 tỷ VND

**Ngành nghề kinh doanh chính**

- Khai thác, sản xuất, kinh doanh phụ gia dùng làm phụ gia cho bê tông đầm lăn và xi măng (tro bay Công ty cổ phần Nhiệt điện Phả Lại);
- Sản xuất, mua bán than hoạt tính, than tổ ong, dầu thông, dầu tuyền, dầu diezen, dầu FO;
- Khai thác, chế biến khoáng sản (đá, quặng, than, cát, đất sét, cao lanh);
- Sản xuất và mua bán vật liệu xây dựng.

**Cơ cấu cổ đông****- Theo pháp nhân - thể nhân (31/5/2010)**

TT	Cổ đông	Tỷ lệ sở hữu (%)
1	Cổ đông Nhà nước	-
2	Cổ đông trong nước	100
	- Cá nhân	58
	- Tổ chức	42
3	Cổ đông nước ngoài	-
	- Cá nhân	-
	- Tổ chức	-
	<b>Tổng số</b>	<b>100</b>

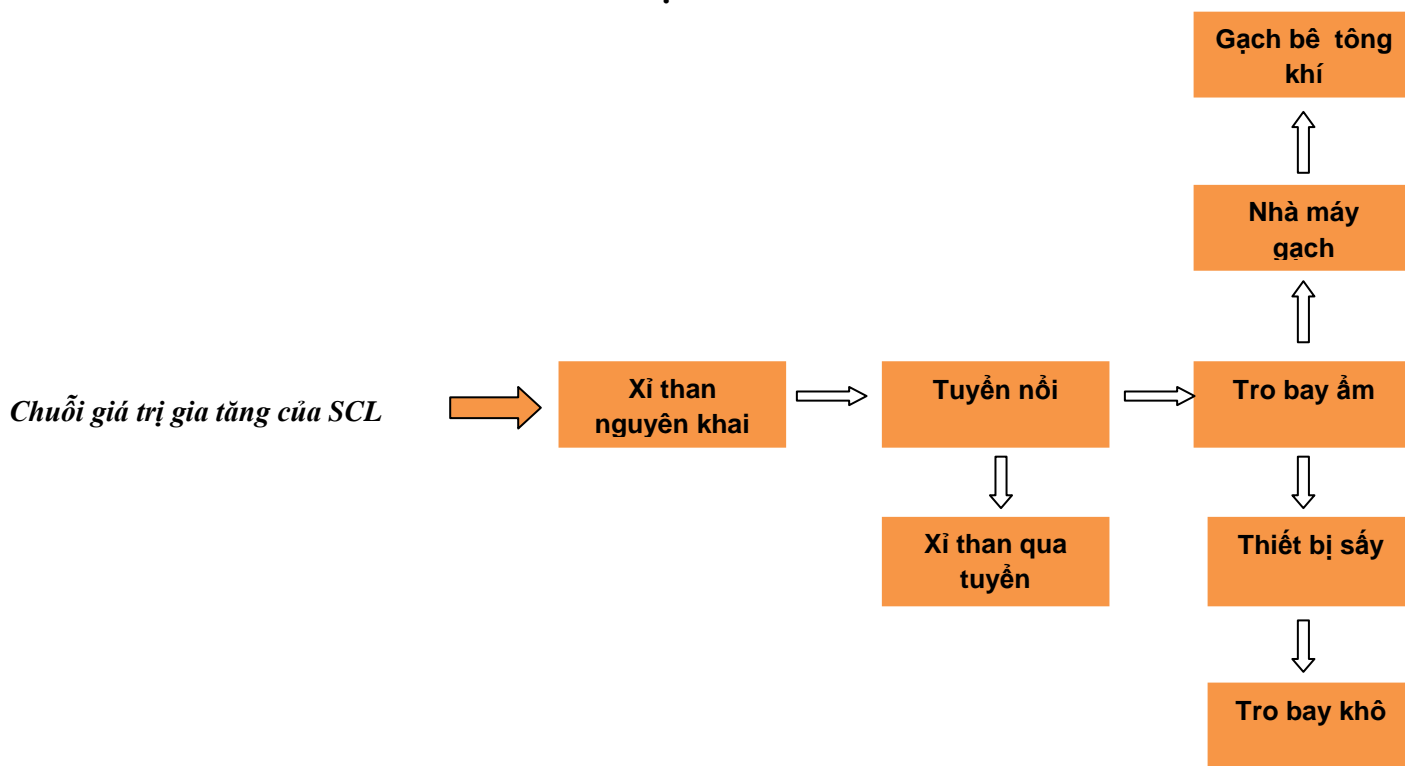
(Nguồn: Bản cáo bạch CTCP SDCC)

**- Danh sách các cổ đông lớn (31/5/2010)**

TT	Tên cổ đông	Tỷ lệ sở hữu (%)
1	Công ty Cổ phần công nghiệp dịch vụ Cao Cường	14,78
2	Công ty CP Sông Đà 12	12,63
3	Công ty Licogi 16.6	5,94
4	Công ty Bất động sản Tài chính Dầu khí Việt Nam	5,27
	<b>Tổng cộng</b>	<b>38,61</b>

(Nguồn: Bản cáo bạch CTCP SDCC)

## II. CÁC SẢN PHẨM TRONG CHUỖI GIÁ TRỊ GIA TĂNG CỦA SCL



Sông Đà Cao Cường xử lý chất thải công nghiệp của nhà máy nhiệt điện Phả Lại là xỉ than nguyên khai để tạo ra một chuỗi sản phẩm có giá trị là tro bay ẩm, tro bay khô, xỉ than qua tuyển và công ty đang triển khai dự án nhà máy gạch giai đoạn I để sử dụng tro bay ẩm sản xuất gạch bê tông khí chưng áp, nhà máy gạch nhẹ này sẽ đi vào hoạt động từ đầu năm 2011.

### Tro bay

**Tro bay:** là chất phụ gia cho bê tông đầm lăn, bê tông chất lượng cao, bê tông tự đầm, bê tông bền sun fát, dùng cho sản xuất vật liệu không nung (gạch block, gạch nhẹ, tấm vách tường, tấm trần...). Tro bay được phân làm hai loại: tro bay khô (độ ẩm  $\leq 3\%$ ) và tro bay ẩm (độ ẩm  $\leq 22\%$ )

#### Tro bay khô:

- Là một phụ gia đặc biệt cho bê tông, có thể thay thế tới 20% xi măng. Do cấu trúc mịn, tro có thể làm tăng độ nhớt của vữa và giúp khử vôi trong xi măng (thành phần vôi gây "nở", làm giảm chất lượng bê tông). Đặc biệt, khi đổ những khối bê tông cực lớn hay làm đập thủy điện, việc bổ sung phụ gia tro bay giúp công nhân có thể đổ gián đoạn, mà không cần phải đổ liên tục như bình thường.
- Gần đây, để tăng hiệu quả kinh tế công tác xây dựng đập thủy điện, nhiều dự án trên thế giới và Việt Nam đã áp dụng công nghệ bê tông đầm lăn (RCC) thay thế cho công nghệ bê tông thông thường. Vì vậy tro bay là một phụ gia không thể thiếu trong xây dựng các đập thủy điện.
- Đáng lưu ý là, trước khi có nhà máy của SCL, các công trình thủy điện phải nhập khẩu tro bay từ nước ngoài với chất lượng thấp và khó kiểm soát mức độ ổn định nhưng giá nhập khẩu lại cao hơn so với giá bán của SCL. Ngay từ cuối quý II/2008, sản phẩm tro bay của SCL đã được Viện Vật liệu xây dựng Việt Nam cấp

Giấy chứng nhận sản phẩm phù hợp với tiêu chuẩn ASTM C618-00 của Hoa Kỳ.

**Tro bay ẩm:** dùng để sản xuất gạch bê tông khí, tấm vách tường, tấm trần...

#### *Xỉ than qua tuyển*

**Xỉ than qua tuyển** hay còn gọi là than sạch qua lửa. Đây là sản phẩm phụ từ quá trình sản xuất tro bay. Sản phẩm này dùng để phục vụ cho ngành công nghiệp nhẹ, như gốm, sứ... sản xuất than cốc, than hoạt tính và làm than đốt phục vụ cho dân sinh.

#### *Gạch nhẹ chưng áp (bê tông khí)*

- **Gạch chưng áp (bê tông khí)** là loại vật liệu xây dựng nhẹ được sử dụng phổ biến trên thế giới (chiếm 70-80% gạch xây) đặc biệt là các công trình nhà cao tầng. Hiện trên thế giới có 2 loại hình gạch bê tông nhẹ là bê tông khí và bê tông bọt được tạo bởi 2 công nghệ khác nhau nhưng việc sản xuất bê tông khí chiếm tỷ trọng lớn hơn do có nhiều tính ưu việt hơn bê tông bọt về độ ổn định của chất lượng sản phẩm, trọng lượng và thể tích nhỏ hơn.

- **Nguyên liệu sản xuất gạch bê tông khí** gồm thành phần chính là tro bay ẩm (hoặc cát thạch anh), vôi bột, xi măng PCB, thạch cao, bột nhôm. Tro bay có thể thay thế một phần xi măng và là thành phần chiếm tỷ trọng lớn nhất của gạch bê tông khí.

**Bảng 2: Cơ cấu nguyên, nhiên liệu sản xuất 1m<sup>3</sup> gạch**

TT	Tên nguyên, nhiên liệu	Đơn vị	Hao phí cho 1m <sup>3</sup>
	<b>SX gạch block bê tông khí</b>	m3	
1	<b>Tro bay ẩm</b>	Kg	<b>330.0000</b>
2	Xi măng	Kg	55.0000
3	Vôi	Kg	95.0000
4	Thạch cao	Kg	15.0000
5	Bột nhôm	Kg	0.5500
6	Than đốt nồi hơi	kg	18.0000
7	Dầu máy, bôi khuôn	Lít	0.5000

(Nguồn: Báo cáo bạch CTCP SDCC)

#### **- Tính năng ưu việt của gạch bê tông khí**

- Sạch với môi trường, ít gây cản trở giao thông và tập kết vật liệu
- Giảm tải cho công trình dẫn đến giảm chi phí xử lý nền móng và kết cấu qua đó giảm chi phí - xây dựng từ 7-10%
- Tăng tiến độ thi công và hoàn thành phần bao che công trình lên 2-5 lần
- Khả năng cách nhiệt của bê tông cao hơn nhiều làm cho nhà ấm về mùa đông và mát về mùa hè

**Bảng 3: Các thông số cơ bản của Gạch bê tông khí chưng áp**

MÔ TẢ	ĐƠN VỊ	GẠCH BÊ TÔNG KHÍ	GẠCH ĐẤT SÉT NUNG
<b>TÍNH CHẤT LÝ HỌC</b>			
Trọng lượng khô	kg/m3	560	1150
Cường độ chịu lực nén	kg/cm2	40-60	40-80
Cường độ chịu lực uốn	kg/cm2	6-8	6-9
Độ hút nước	%	30	12-20

TÍNH CHẤT CÁCH ÂM			
10 cm	Decibel	43	30
20 cm	Decibel	50	38
TÍNH CHẤT CÁCH NHIỆT			
Hệ số dẫn nhiệt	Watt/m.K	0.13	1.15
TÍNH CHỐNG CHÁY			
10 cm	h	4	1-1.5
20 cm	h	4-8	1.5-2

(Nguồn: E-block, R&amp;D BSC)

**Bảng 4: So sánh gạch bê tông khí và gạch đất sét nung**

TT	MIÊU TẢ	Gạch bê tông khí	Gạch đất sét nung
1	<b>CÔNG NGHỆ</b>	Áp dụng công nghệ sản xuất bê tông khí chung áp tiên tiến của Châu Âu, sản xuất trên dây truyền hiện đại	Áp dụng công nghệ cũ, nung bằng lò thủ công hoặc tuynel, sản xuất thủ công
2	<b>NGUYÊN LIỆU</b>	Sử dụng nguyên liệu chính là tro bay-nguồn nguyên liệu tự nhiên dồi dào	Sử dụng đất sét là nguyên liệu chính -là tài nguyên không phục hồi, làm giảm diện tích đất canh tác
3	<b>THÀNH PHẨM</b>	Thể tích thành phẩm lớn hơn gấp 2 lần thể tích nguyên liệu	Thể tích thành phẩm chỉ chiếm 55%-65% thể tích nguyên liệu
4	<b>QUÁ TRÌNH SẢN XUẤT</b>	Có phế phẩm ít (phế phẩm có thể tái chế)	Có phế phẩm nhiều, gạch phế phẩm không thể tái chế
		Trong quá trình sản xuất không sinh ra khói hay bất kỳ loại khí độc nào	Sinh ra nhiều khí CO2 và SO2 làm ô nhiễm môi trường và làm ảnh hưởng xấu tới sức khỏe con người
		Tiết kiệm năng lượng từ 20-30% giá trong quá trình sản xuất	Không tiết kiệm năng lượng
5	<b>THI CÔNG</b>	Độ chính xác cao, tiết kiệm vừa xây, thi công đơn giản, công nhân không cần tay nghề cao	Tốn nhiều vừa xây, độ hao hụt cao, thi công phức tạp, công nhân cần tay nghề cao
		Không cần trát (tô) hai mặt. Giảm giá thành 20-30% giá thành tường hoàn thiện	Cần trát (tô) cả hai mặt
		Thi công cực nhanh. Thời gian thi công chỉ bằng 1/5 so với thi công gạch đất sét nung	Thi công chậm, cần nhiều nhân công
6	<b>QUÁ TRÌNH SỬ DỤNG</b>	Tiết kiệm tối đa năng lượng điện cho máy lạnh (hoặc sưởi ấm). Có thể tiết kiệm tới 40% năng lượng máy lạnh	Tốn năng lượng làm mát và sưởi ấm do độ dẫn nhiệt cao
		Chống ồn tốt	Cách âm kém
		Chống cháy tốt, giảm thiểu thiệt hại	Chống cháy kém
		Chất liệu không cháy, trong hoả hoạn không sinh khói độc	Là chất có thể cháy, khí cháy sinh ra khói độc
		Độ bền cao, không mối mọt, không mục	Độ bền thấp

(Nguồn: E-block, R&amp;D BSC)

### **Kết luận về chuỗi giá trị gia tăng của SCL**

- Từ đầu vào là chất thải công nghiệp của nhà máy nhiệt điện, qua xử lý SCL đã tạo ra chuỗi các sản phẩm gia tăng là tro bay ẩm, tro bay khô và sắp tới là gạch bê tông khí chưng áp. Trong mỗi giai đoạn xử lý, sản phẩm trước là đầu vào của sản phẩm sau và sản phẩm tạo ra sau có giá trị cao hơn sản phẩm trước. Mỗi sản phẩm trong chuỗi giá trị có thị trường riêng.
- Hiện tại, sản phẩm tro bay khô tạo ra giá trị gia tăng lớn nhất cho SCL nhưng nhu cầu tiêu thụ sẽ ổn định trong thời gian tới. Ngược lại, nhu cầu gạch bê tông khí chưng áp sẽ tăng mạnh trong tương lai gần. Việc đầu tư xây dựng nhà máy gạch bê tông khí chưng áp là một định hướng đúng đắn của Công ty.

## **III. TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG TRO BAY VÀ GẠCH BÊ TÔNG KHÍ CHƯNG ÁP**

### **Cung-cầu tro bay**

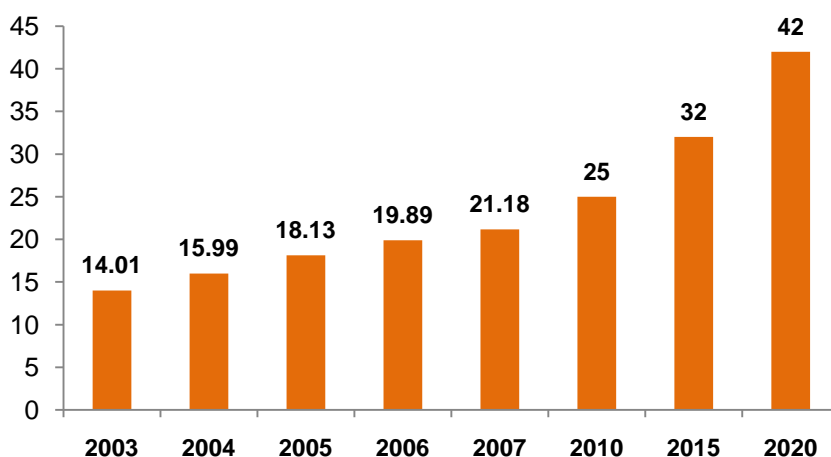
Hiện tại, tro bay được sử dụng cho hai nhu cầu cơ bản là phụ gia bắt buộc cho sản xuất bê tông đầm lăn tại các công trình đập thủy điện, thủy lợi và là nguyên liệu chính trong sản xuất gạch bê tông khí chưng áp.

**Nhu cầu tro bay khô làm phụ gia cho bê tông đầm lăn còn lớn và ổn định trong những năm tới.** Để đạt được mục tiêu theo quy hoạch của Chính phủ đến năm 2020 là tổng sản lượng các nhà máy thủy điện đạt 13.000 đến 15.000 MW, nhiều nhà máy thủy điện sẽ được khởi công từ nay đến năm 2020. Sau thủy điện Sơn La là các công trình thủy điện lớn như thủy điện Lai Châu, Bản Chát, Đông Phù Yên, Xekaman... Bên cạnh các công trình thủy điện còn có các đập thủy lợi lớn cũng sử dụng công nghệ bê tông đầm lăn. Ngoài ra, tro bay khô còn có thể mở rộng ứng dụng làm phụ gia trong bê tông thường tại các công trình xây dựng dân dụng trong thời gian tới.

**SCL là nhà cung cấp tro bay khô duy nhất ở Việt Nam trên quy mô công nghiệp với chất lượng và giá bán vượt trội.** Trước khi có sản phẩm tro bay khô của SCL, hầu hết các công trình xây dựng đập thủy điện và đập thủy lợi phải nhập khẩu phụ gia tro bay khô của nước ngoài với giá nhập khẩu khá cao, chất lượng không ổn định và khó kiểm soát, gây rủi ro cho các nhà thầu xây dựng. Sự ra đời sản phẩm tro bay khô của SCL từ năm 2008 đã thay thế nhu cầu tro bay khô nhập khẩu và cho đến nay thì tới 80% thị phần tiêu thụ tro bay tại Việt Nam là do SCL cung cấp.

### **Cung-cầu về gạch xây dựng**

**Nhu cầu về gạch tại Việt Nam tăng nhanh cùng quá trình đô thị hóa.** Theo số liệu thống kê hàng năm và qui hoạch tổng thể phát triển VLXD cho thấy nhu cầu gạch xây dựng của nước ta tăng khá nhanh. Nếu như năm 2003 nhu cầu thị trường khoảng 14 tỷ viên thì năm 2010 đã tăng lên gần gấp đôi (khoảng 25 tỷ viên) và dự báo tới năm 2015 là 32 tỷ viên, năm 2020 là 42 tỷ viên.

**Đồ thị 1: Nhu cầu tiêu thụ gạch xây dựng**

(Nguồn : R&amp;D BSC)

**Nguồn cung gạch xây dựng ở Việt Nam hiện nay chủ yếu là gạch đất nung với nhiều nhà máy và cơ sở sản xuất phân bố rộng trong cả nước.** Tuy nguồn cung hiện tương đối dồi dào nhưng các doanh nghiệp trong ngành sẽ đối mặt với nguy cơ thiếu nguồn đất nguyên liệu cho sản xuất và hoạt động sản xuất của phần lớn các doanh nghiệp đang gây ô nhiễm môi trường. Theo thống kê không chính thức, cứ theo đà sản xuất gạch đất nung như hiện nay, hàng năm Việt Nam sẽ mất đi một xã đất nông nghiệp dùng làm nguyên liệu để sản xuất gạch đất nung. Hệ quả là, giá gạch đất nung sẽ tiếp tục tăng cao trong thời gian tới dưới sức ép thiếu nguyên liệu đầu vào và nhu cầu tiêu thụ gạch đang gia tăng nhanh chóng.

**Cung-cầu gạch bê tông khí**

**Các dòng sản phẩm gạch không nung thay thế gạch đất nung là một xu thế tiêu thụ và sản xuất chủ đạo trên thế giới, nên Việt Nam sẽ không phải là một loại trừ.** Nhu cầu tiêu thụ vật liệu xây dựng không nung trên thế giới hiện chiếm tới 60% tổng nhu cầu về vật liệu xây dựng, trong khi ở nước ta mới chỉ đạt 10%. Do đó, theo chương trình phát triển vật liệu không nung của Chính Phủ (QĐ số 567/QĐ-TTg) đến năm 2015 phải phát triển vật liệu không nung thay thế gạch đất sét chiếm tỷ lệ 20-25% và tỷ lệ này đến năm 2020 là 30-40%. Trong vật liệu không nung, gạch bê tông khí chưng áp được đặt mục tiêu 16% năm 2015 và nâng lên mức 20% vào năm 2020. Đáng lưu ý là từ năm 2011, các công trình nhà cao từ 9 tầng trở lên sẽ phải sử dụng tối thiểu 30% vật liệu xây không nung loại nhẹ. Như vậy nhu cầu gạch bê tông khí đến năm 2015 là 1,1- 1.3 tỷ viên tương ứng 1.100.000 – 1.300.000 m<sup>3</sup>.

**Gạch bê tông khí là một xu hướng mới của vật liệu xây dựng trong nước và tiềm năng của những dự án mới, nhất là những dự án tiên phong.** Với các đặc tính ưu việt của gạch bê tông khí như bảo vệ môi trường, giảm tải cho công trình qua đó giảm chi phí, tăng tiến độ thi công và cách âm, cách nhiệt của bê tông thì với giá bán tương đương hoặc thấp hơn gạch thường, gạch bê tông khí chiếm ưu thế vượt trội.



**Các nhà máy sản xuất gạch bê tông khí đang trong quá trình xây dựng nhưng đã được bao tiêu đầu ra.** Một số nhà máy sử dụng cát thạch anh làm nguyên liệu chính để sản xuất gạch nhưng chưa thành công hay chưa đạt công suất theo kế hoạch do chất lượng các nguồn nguyên liệu cát hiện nay kém đồng đều và không ổn định. Việc sử dụng nguyên liệu tro bay với chất lượng cao và ổn định để sản xuất gạch bê tông khí chung áp sẽ đem lại thành công cho các dự án đầu tư sắp tới.

#### **Các chính sách ưu đãi**

**Các dự án đầu tư gạch bê tông khí nằm trong nhóm ngành sản xuất vật liệu mới, vừa được hưởng nhiều ưu đãi** của chính phủ như miễn giảm thuế thu nhập doanh nghiệp, thuế môi trường, tiếp cận nguồn tín dụng với lãi suất ưu đãi...; **vừa nằm trong mục tiêu định hướng chuyển dịch cơ cấu sản xuất vật liệu gạch** của Chính phủ trong những năm tới là sản xuất và sử dụng loại gạch không nung để thay thế dần gạch nung.

#### **Vị trí của SCL trong ngành Xây dựng và Vật liệu xây dựng hiện tại**

Khảo sát 165 doanh nghiệp thuộc ngành xây dựng và vật liệu xây dựng niêm yết trên hai sàn giao dịch chứng khoán HSX và HOSE cho thấy mức vốn hóa thị trường trung bình là 265 tỷ đồng; vốn chủ sở hữu là 141 tỷ đồng, tăng trưởng bình quân tổng tài sản của các doanh nghiệp hàng năm đạt 26%, tăng trưởng doanh thu bình quân đạt 18,7%; ROA, ROE lần lượt đạt 4,1% và 17,1%. Lợi nhuận gộp bình quân của ngành đạt mức thấp so với các ngành khác (15%). Các doanh nghiệp trong ngành sử dụng đòn bẩy tài chính cao.

So với các doanh nghiệp trong ngành, SCL có qui mô ở mức trung bình, các chỉ tiêu lợi nhuận biên, ROA, ROE đều cao vượt trội so với mức chung của ngành vật liệu xây dựng. Công ty sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức thấp hơn mức chung của ngành. Về nội dung này chúng tôi sẽ đi sâu phân tích ở phần sau.

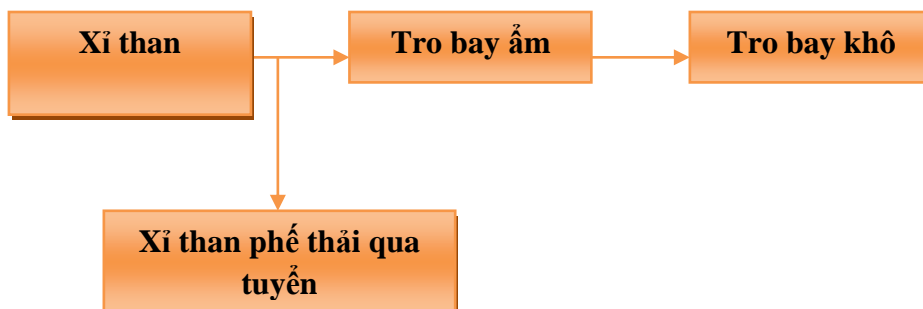
**Bảng 5: Bảng thông số ngành**

Chỉ tiêu	Tổng (tỷ VND)	Trung bình
P/E		11
P/B		1.88
Vốn hóa TT ( tỷ VND)	43,867	265
Tổng TS ( tỷ VND)	97,537	591
Vốn CSH ( tỷ VND)	23,304	141
Tăng trưởng tài sản (%)		26.42
Tăng trưởng doanh thu (%)		18.77
ROA (%)		4.1
ROE (%)		17.1
Lợi nhuận gộp biên		0.15
Nợ/Vốn CSH		3.04

(Nguồn :R&D BSC)



## IV. HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH CỐT LÕI HIỆN TẠI CỦA DOANH NGHIỆP



Bảng 6: Tỷ lệ đầu vào nguyên vật liệu và đầu ra thành phẩm

Đầu vào	Thành phẩm
<ul style="list-style-type: none"> <li>1,538 tấn Xỉ than nguyên khai</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1 tấn tro bay ẩm</li> <li>0,461 xỉ than phế thải qua tuyển</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>1,28 tấn tro bay ẩm</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1 tấn tro bay khô</li> </ul>

**Nhà máy sản xuất tro bay:** là đơn vị duy nhất đang tạo ra doanh thu và lợi nhuận cho SCL. Tổng diện tích xây dựng nhà máy gần 1,5 ha trên tổng diện tích mặt bằng rộng 5ha tại Hồ Xi thải Bắc Bình Giang của nhà máy Nhiệt điện Phả Lại với tổng vốn đầu tư trên 65 tỷ đồng được tài trợ bằng nguồn vốn chủ sở hữu. Nhà máy chính thức đi vào hoạt động vào tháng 12/2007 với công suất thiết kế là 400 ngàn tấn tro bay ẩm/năm và 300 ngàn tấn tro bay khô/năm hiện hoạt động liên tục 3 ca/ngày.

- **Nguyên vật liệu chính:** Nguyên vật liệu chính được sử dụng để sản xuất tro bay là nguồn xỉ than thải ra của nhà máy Nhiệt Điện Phả lại (PPC) được xem như nguồn nguyên liệu dồi dào, ổn định về chất lượng và không có rủi ro về giá. Hàng năm, PPC thải ra khoảng 1,3 triệu tấn xỉ, trong đó nếu SCL sử dụng tối đa công suất thì mới xử lý được khoảng 769.000 tấn/năm. Giả sử PPC ngừng xả thải thì trữ lượng hồ xả thải Bắc Bình Giang hiện nay cho phép SCL có thể khai thác hàng chục năm nữa với công suất nhà máy hiện tại. Trước khi có nhà máy sản xuất tro bay của SCL, nguồn nguyên liệu thải này gây ô nhiễm môi trường và gần như vô giá trị. SCL đã ký “Biên bản thỏa thuận nguyên tắc” với PPC để bao tiêu toàn bộ nguồn xỉ thải này với chi phí thực tế gần như không đáng kể trên một đơn vị sản phẩm.

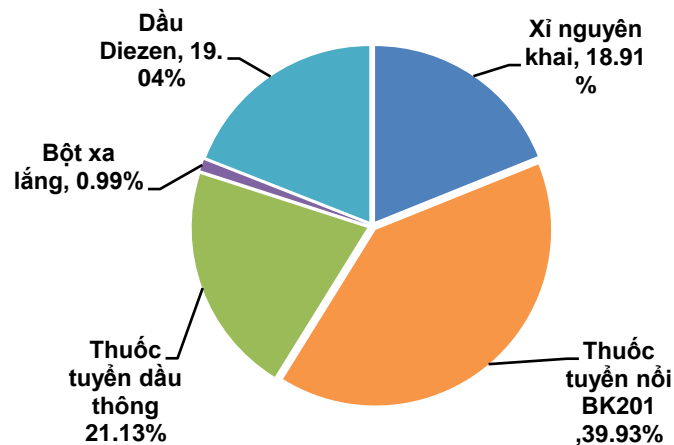
- **Nguyên vật liệu phụ** có thuốc tuyển nổi BK 201, thuốc tuyển dầu thông, dầu Diezen, vỏ bao.

Nhìn chung, các nguyên vật liệu đầu vào của công ty đều là vật liệu thông thường, được cung cấp từ các đối tác uy tín và có giá thành ổn định, ngoại trừ dầu diezen là có biến động lớn về giá. Tuy nhiên, tỷ lệ loại nhiên liệu này trong cấu thành tương đối thấp.

**Bảng 7: Giá dầu diezen trong thời gian qua**

Nhiên liệu	Năm 2007	Năm 2008	Năm 2009	Q1.2010
Dầu Diezen	10.130	11.950	13.050	14.250

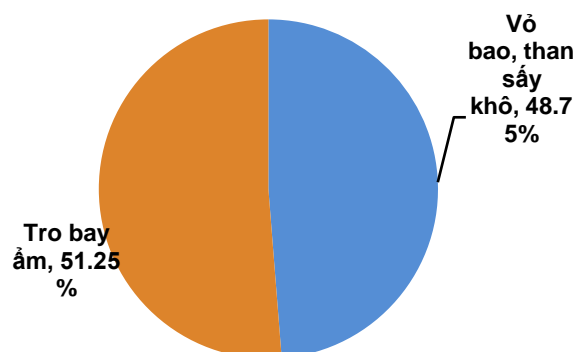
(Nguồn: Công ty CP Sông Đà Cao Cường)

**Đồ thị 2: Cấu thành giá nguyên vật liệu chính của sản phẩm tro bay ẩm**

(Nguồn: Công ty CP Sông Đà Cao Cường)

**Tóm lại**, nguyên liệu chính để sản xuất tro bay là xỉ than nguyên khai chỉ chiếm một tỷ lệ nhỏ trong cơ cấu giá thành sản phẩm do lợi thế của loại nguyên liệu này như đã đề cập ở trên. Đây cũng chính là đặc thù của SCL trong lĩnh vực này.

- Sản phẩm tro bay ẩm được sấy khô tạo thành tro bay khô:

**Đồ thị 3: Cấu thành giá nguyên vật liệu chính của sản phẩm tro bay khô**

(Nguồn: Công ty CP Sông Đà Cao Cường)

- Công nghệ chế biến tro bay từ xỉ than nguyên khai: bao gồm ba công đoạn chính: “Tuyển ướt - Cô đặc bằng keo tụ - Sấy khô trong lò cánh vảy”.

▪ **Tuyển ướt:** Bụi tro có kích thước rất nhỏ nên sử dụng công nghệ tuyển ướt ổn

định được tỷ lệ rắn/lông trong dung dịch nguyên liệu, làm giảm chi phí thuốc tuyển và ổn định chất lượng sản phẩm.

- **Cô đặc bằng keo tụ:** giải quyết được vấn đề công suất rất lớn của dây chuyền trên một diện tích có hạn mà không cần bất cứ một thiết bị cô đặc nào với chi phí keo tụ không đáng kể.
- **Sấy khô trong lò cánh vẩy:** làm hạn chế lượng sản phẩm hạt mịn theo dòng khí đi vào khu vực lọc bụi, tăng khả năng tiếp xúc của vật liệu cần sấy với hơi nóng để tăng năng suất, hiệu suất đốt, giảm tiêu hao năng lượng, hệ số thu hồi sản phẩm cao (95%) và nhiều tính năng vượt trội khác. Có thể nói, đây là một trong những khâu công nghệ lõi đảm bảo SCL đứng vững và phát triển so với các đối thủ khác (phần lớn là thất bại khi sản xuất trên quy mô công nghiệp).

#### - Đánh giá hiệu quả của nhà máy sản xuất tro bay qua tỷ suất lợi nhuận gộp

Dự án nhà máy sản xuất tro bay của SCL mới bước vào hoạt động được hơn 2 năm nhưng đã đem lại lợi nhuận gộp cho công ty ở mức 55-57%, đây là một tỷ suất lợi nhuận gộp rất cao trong tương quan với các doanh nghiệp khác trong cùng ngành sản xuất vật liệu xây dựng. Theo chúng tôi, nguyên nhân cơ bản là do cơ cấu giá vốn khá ổn định, các nguyên vật liệu đầu vào đều là các sản phẩm phổ thông nên rủi ro do biến động giá khá thấp.

**Bảng 8: Tỷ lệ giá vốn hàng bán trên doanh thu qua các năm**

Chi phí	Năm 2008		Năm 2009		Q1 năm 2010	
	Giá trị (trđ)	% DT	Giá trị (trđ)	% DT	Giá trị (trđ)	% DT
Giá vốn hàng bán	59.073	42,7	33.419	45,6%	18.887	41,9%

(Nguồn: Công ty CP Sông Đà Cao Cường)

## DỰ ÁN NHÀ MÁY GẠCH

Dự án nhà máy gạch nhẹ chưng áp AAC giai đoạn 1 được xây dựng tại Phả Lại, Chí Linh, Hải Dương với tổng mức đầu tư theo khái toán là 161,4 tỷ đồng và mức đầu tư dự toán là 144 tỷ (thực hiện có thể thấp hơn, đã bao gồm cả tòa nhà văn phòng), trong đó dự kiến dự án được tài trợ 33% bằng nguồn vốn chủ sở hữu hiện tại của SCL. Công suất thiết kế là 200 ngàn tấn/năm và công suất khai thác đạt 100% kể từ năm thứ 3 trở đi. Nhà máy dự kiến bước vào hoạt động sản xuất trên quy mô công nghiệp từ đầu năm 2011. Nguyên liệu chính để sản xuất gạch bê tông khí chưng áp của nhà máy là sản phẩm tro bay ẩm của nhà máy sản xuất tro bay hiện tại của SCL. Điểm đáng chú ý là sự ra đời nhà máy gạch nhẹ sẽ là nguồn tiêu thụ ổn định cho đầu ra của nhà máy sản xuất tro bay bên cạnh tính hiệu quả của dự án gạch nhẹ xét theo yếu tố đầu ra của dự án.

Theo dự toán của SCL, giá bán gạch dự kiến là 850 ngàn đồng/m<sup>3</sup>. Tuy nhiên, trong thời gian qua, giá gạch trên thị trường không ngừng tăng. Giá gạch nhẹ trên thị trường giao động ở mức từ 1,2-1,4 triệu đồng/m<sup>3</sup> đối với sản xuất trong nước và

khoảng 1,8 triệu đồng/m<sup>3</sup> đối với gạch nhẹ nhập khẩu. Do đó, mức giá bán do SCL dự kiến đưa ra là tương đối cạnh tranh. Giá vốn hàng bán gạch nhẹ trong hai năm đầu của dự án ở mức trung bình khoảng 620-650 ngàn đồng/1m<sup>3</sup> và các năm tiếp theo ổn định ở mức gần 600 ngàn đồng/1m<sup>3</sup>. Theo đánh giá của chúng tôi, SCL xây dựng giá vốn trên cơ sở giá nguyên liệu chính là tro bay ẩm được tính theo giá bán là khá thận trọng. Nếu được xây dựng theo giá thành thì giá vốn hàng bán của gạch nhẹ sẽ còn thấp hơn nữa.

## V. PHÂN TÍCH SWOT

Điểm mạnh	Điểm yếu
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Công ty sở hữu công nghệ độc quyền về xử lý tro bay;</li> <li>- Công ty có nguồn nguyên liệu đầu vào là xỉ thải nhà máy nhiệt Phả Lại hiện tại là nguồn nguyên liệu lớn duy nhất dùng để sản sản tro bay trên qui mô công nghiệp;</li> <li>- Công ty được hưởng nhiều chính sách ưu đãi về đầu tư của địa phương và chính sách của Chính Phủ nhờ tiên phong phát triển và sản xuất các vật liệu xây dựng mới.</li> <li>- Với nguồn nguyên liệu giá rẻ tro bay ẩm, sản phẩm gạch bê tông khí chưng áp của công ty sẽ có giá thành thấp hơn các sản phẩm cùng loại.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Thị trường đầu ra của sản phẩm tro bay khô không ổn định;</li> </ul>
Cơ hội	Thách thức
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nhu cầu gạch bê tông khí lớn và tăng trưởng với tốc độ nhanh;</li> <li>- Nhu cầu sản xuất gạch bê tông khí của các doanh nghiệp khác tạo điều kiện cho SCL có thể chuyển giao công nghệ trong giai đoạn đầu phát triển gạch không nung;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Công ty chịu áp lực cạnh tranh của một số doanh nghiệp sản xuất sản phẩm cùng loại. Tuy nhiên công ty chủ động được nguồn nguyên liệu đầu vào chi phí thấp nên thách thức này không lớn</li> </ul>

## VI. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

### 1. Kết quả kinh doanh

#### Tổng tài sản

**Bảng 9: Tăng trưởng tổng tài sản**

	2007	2008	2009	6T.2010
Giá trị (tỷ đồng)	57,3	95,5	114,4	146,1
Tốc độ tăng trưởng (%)	-	67%	19%	28.1%

(Nguồn: Báo cáo tài chính CTCP SDCC)

Tuy mới thành lập và đi vào hoạt động được gần 3 năm, tổng tài sản của SCL có tốc độ tăng trưởng khá nhanh, đặc biệt trong năm 2008. Tốc độ tăng trưởng tổng tài sản được tài trợ chủ yếu từ nguồn vốn chủ sở hữu. Do sản phẩm tro bay thuộc nhóm vật liệu mới nên không có doanh nghiệp để so sánh. Tuy nhiên, so với các doanh nghiệp sản xuất vật liệu xây dựng trên sàn chứng khoán niêm yết nói chung, quy mô tổng tài sản của SCL thuộc mức trung bình của ngành.

#### Doanh thu

**Bảng 10: Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm**

Cơ cấu doanh thu	Năm 2008		Năm 2009		Q2 2010	
	Giá trị (tỷđ)	%	Giá trị (tỷđ)	%	Giá trị (tỷđ)	%
Tro bay khô	113.9	82,3	60.5	82,8	-	-
Tro bay ẩm	0.114	0,1	0.43	0,5	-	-
Xi than tận thu sau tuyển	24.3	17,6	12.2	16,7	-	-
<b>Tổng cộng</b>	<b>138.4</b>	<b>100</b>	<b>73.2</b>	<b>100</b>	<b>68,08</b>	<b>100</b>

(Nguồn: Bản cáo bạch CTCP SDCC)

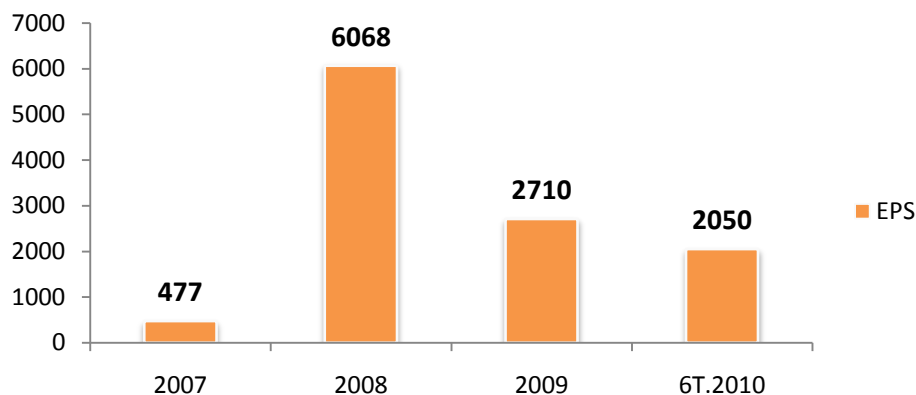
Đáng lưu ý là dự án nhà máy sản xuất tro bay của SCL tuy mới đi hoạt động được hơn hai năm nhưng đã cho doanh thu khá sớm với tốc độ tăng trưởng cao. Trong đó, doanh thu chủ yếu đến từ thành phẩm chính là tro bay khô, tiếp đến là từ xỉ than tận thu sau tuyển. Ngoại trừ năm 2009 sụt giảm do chậm tiến độ một số công trình thủy điện, doanh thu duy trì tốc độ tăng trưởng khá cao (riêng 6 tháng đầu năm 2010 bằng 93% năm 2009).

**Bảng 11: Cơ cấu lợi nhuận gộp theo sản phẩm****Lợi nhuận gộp**

Cơ cấu lợi nhuận gộp	Năm 2008		Năm 2009		6T 2010	
	LN gộp (tỷđ)	%	LN gộp (tỷđ)	%	LN gộp (tỷđ)	%
Tro bay khô	66.7	84,2	32.6	83,92	-	-
Tro bay ẩm	0.85	0,1	0.2	0,53	-	-
Xi than tận thu sau tuyển	12.4	15,7	6.0	15,55	-	-
<b>Tổng cộng</b>	<b>79.3</b>	<b>100</b>	<b>38.8</b>	<b>100</b>	<b>38.7</b>	<b>100</b>

(Nguồn: Bản cáo bạch CTCP SDCC)

SCL đã đạt được mức tỷ suất lợi nhuận gộp biên khá cao như chúng tôi đã đánh giá sơ bộ ở phần trước, bình quân khoảng trên 56%. Có thể nói, hoạt động sản xuất và kinh doanh tro bay khô của SCL đã mở ra một lĩnh vực kinh doanh mới với giá trị gia tăng cao. Vì vậy, SCL có thể được xếp vào nhóm các ngành có tỷ suất lợi nhuận cao nhất trong nền kinh tế quốc dân.

**EPS****Đồ thị 4: EPS của SCL qua các năm**

Do mới đi vào hoạt động, phải đối mặt với một năm 2009 khó khăn do suy thoái, EPS của SCL có sự biến động mạnh qua các năm. Tuy nhiên, nếu loại trừ năm 2009 thì EPS của SCL duy trì ổn định trong khoảng từ 4.000-6.000đ/cp, khá hấp dẫn đối với doanh nghiệp mới bước vào hoạt động.

Điểm lưu ý là do SCL sở hữu dây chuyền công nghệ khá hiệu quả; nhà máy nằm ngay tại vùng nguyên liệu phế thải của nhà máy nhiệt điện Phả Lại và chất lượng sản phẩm tro bay khô đạt tiêu chuẩn cao là ba nhân tố then chốt giúp doanh nghiệp duy trì được lợi nhuận bền vững ít nhất trong 3 năm tới. Có thể nói, SCL không phải đối mặt với bất kỳ đối thủ cạnh tranh nào giúp cho doanh nghiệp hoàn toàn chủ động được khả năng cung ứng với các đối tác khi đã ký kết hợp đồng nên rủi ro cạnh tranh gần như không có.

## 2. Chỉ tiêu về hiệu quả

### Phân tích ROE theo Dupont

**Bảng 12: Phân tích Dupont**

	2007	2008	2009	6T.2010
<i>Tỷ lệ chịu thuế</i>	1.0	1.0	1.0	1.0
<i>Tỷ lệ chịu lãi suất</i>	1.0	0.99	0.97	0.99
<i>EBIT/Doanh thu</i>	0.12	0.26	0.22	0.27
<i>Doanh thu/Tổng tài sản</i>	0.33	1.44	0.64	0.46
<i>Tổng tài sản/VCSH</i>	1.09	1.19	1.20	1.08
<b>ROE (%)</b>	<b>4.55</b>	<b>45.32</b>	<b>17.17</b>	<b>13.63</b>
<b>ROA (%)</b>	<b>4.16</b>	<b>38.09</b>	<b>14.26</b>	<b>12.63</b>

(Nguồn: BSC tổng hợp)

**Nhận xét chung:** Công ty đã đạt được kết quả kinh doanh khả quan trong những ngày đầu thành lập với ROE năm 2008 đạt hơn 45% do:

- Độc quyền về nguồn nguyên vật liệu đầu vào sẵn có từ nhà máy nhiệt điện Phả Lại với chi phí không đáng kể;
- Chi phí lãi vay rất thấp do không sử dụng nhiều đòn bẩy tài chính;

Năm 2009, tỷ lệ ROE có sự sụt giảm do ảnh hưởng chung của tình hình suy thoái kinh tế khiến một số dự án như Bản Chát, Sơn La của công ty bị hoãn lại. Năm 2010 tỷ lệ ROE hứa hẹn sẽ tăng mạnh trở lại.

**(1) Tỷ lệ chịu thuế:** Do hoạt động trong lĩnh vực phát triển các vật liệu mới, do vậy Công ty được miễn thuế 4 năm kể từ khi có thu nhập và giảm 50% số thuế phải nộp cho 9 năm tiếp theo. Công ty được áp dụng mức thuế 10% trong thời hạn 15 năm kể từ khi bắt đầu đi vào hoạt động sản xuất kinh doanh cho dự án sản xuất tro bay. Như vậy, Công ty được hưởng ưu đãi lớn về thuế.

**(2) Tỷ lệ chịu lãi suất:** Kể từ khi bắt đầu đi vào hoạt động cho đến nay, Công ty chủ yếu hoạt động dựa trên vốn chủ sở hữu do đó chịu tác động không đáng kể của biến động lãi suất trên thị trường. So với nhiều doanh nghiệp, Sông Đà Cao Cường sử dụng đòn bẩy tài chính thấp nhất.

**Bảng 13: So sánh tỷ lệ vay nợ giữa một số công ty**

	BHV	DAC	DTC	HLV	NHC	TLT	TTC	VHL	VCS	VTS	VIT	SCL
<b>Nợ phải trả/TTS</b>	0.51	0.50	0.75	0.38	0.2	0.95	0.59	0.66	0.57	0.47	0.83	<b>0.11</b>
<b>Nợ phải trả/VCSH</b>	1.02	1.01	3.03	0.69	0.26	19.69	1.46	1.95	1.46	0.90	4.82	<b>0.12</b>

(Nguồn: BSC tổng hợp)

**(3) EBIT/Doanh thu:** Tỷ lệ này có sự tăng trưởng mạnh trong năm 2008 sau một năm thành lập với doanh thu cung cấp tro bay đạt gần 138,4 tỷ đồng. Tuy nhiên sang năm 2009, tỷ lệ này có sự sụt giảm mạnh do sự giãn tiến độ của một số công trình thủy điện lớn mà công ty đang cung cấp như Bản Chát, Sơn La khiến cho hiệu



quả sản xuất theo quy mô bị suy giảm dẫn đến giá thành sản phẩm tăng trong khi định phí không đổi. Giá vốn hàng bán năm tăng từ 42,68% năm 2008 lên đến 45,63% năm 2009 đã ảnh hưởng đến EBIT của công ty.

**Bảng 14: So sánh tỷ lệ EBIT/DTT giữa một số công ty**

	BHV	DAC	DTC	HLV	NHC	TTC	VHL	VCS	VTS	VIT	SCL
EBIT/DTT	0.188	0.21	0.187	0.128	0.183	0.04	0.06	0.2	0.26	0.075	<b>0.22</b>

(Nguồn: BSC tổng hợp)

**(4) Doanh thu/Tổng tài sản:** Tỷ lệ này có xu hướng giảm nhẹ qua các năm, đặc biệt là năm 2009. Trong năm 2010, Công ty mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh bằng việc tiến hành đầu tư xây dựng nhà máy gạch nhẹ. Cụ thể:

- Trong tháng 6/2010 công ty đã tiến hành khởi công xây dựng nhà máy gạch nhẹ;
- Hiện tại, công ty đã hoàn tất phần san lấp mặt bằng, làm nền và hoàn thiện hệ thống điện. Máy móc thiết bị sẽ được chuyển về trong tháng 8;
- Dự kiến nhà máy sẽ đi vào hoạt động vào cuối T11.2010;

Do đó tài sản trong giai đoạn đầu tư này chưa tạo ra được doanh thu, dòng tiền ra là chủ yếu. Tỷ lệ đòn bẩy hoạt động năm 2009 tăng mạnh so với năm 2008, tăng từ 0.71 lần lên 1.02 lần. Tuy vậy, đầu tư vào tài sản cố định luôn là chỉ báo cho doanh thu tương lai. Do đó, chúng tôi đánh giá cao hiệu quả hoạt động của Công ty và triển vọng doanh thu tương lai còn tiếp tục tăng trưởng mạnh khi nhà máy mới chính thức hoàn thành.

Sang Q2/2010, tỷ lệ Doanh thu/Tổng tài sản tăng mạnh trở lại. Trong năm nay, chủ đầu tư các dự án thủy điện đang đẩy nhanh tiến độ để kịp hoàn thành đúng thời hạn dự kiến do đó triển vọng doanh thu năm 2010 là khả quan. Riêng doanh thu 6T đầu năm 2010 bằng tới 93.1% toàn năm 2009 với lợi nhuận sau thuế bằng 113.5% lợi nhuận cả năm 2009. Ngoài ra, công ty vừa đầu tư xây dựng công nghệ sấy tro bay bằng cánh vẩy giảm được 3-4% giá thành. Do đó, dự kiến tỷ lệ này sẽ tăng mạnh trở lại trong năm nay.

**(5) Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu:** Công ty duy trì một tỷ lệ nợ rất thấp chủ yếu sử dụng vốn chủ sở hữu do dự án tro bay không còn cần đầu tư nhiều vốn. Tuy vậy để giảm sự phụ thuộc đầu ra vào khả năng tiêu thụ của các dự án thủy điện, công ty đã và đang triển khai xây dựng nhà máy gạch nhẹ chung áp, đây sẽ là nguồn tiêu thụ chủ yếu tro bay ẩm. Dự kiến công ty sẽ sử dụng 60% vốn vay để tài trợ cho dự án. Trong năm 2011, công ty tiếp tục có kế hoạch xây dựng nhà máy gạch nhẹ giai đoạn II. Do đó đòn bẩy tài chính của công ty sẽ tiếp tục tăng mạnh trong các năm tới.

### 3. Các chỉ tiêu về sức khỏe tài chính doanh nghiệp

#### Nhóm chỉ tiêu cơ cấu vốn

Công ty sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức rất thấp, vay ngắn hạn chỉ chiếm một phần rất khiêm tốn trong cơ cấu nợ. Tuy nhiên trong năm nay, công ty sẽ đẩy mạnh sử dụng nợ vay ngắn hạn (khoảng hơn 90 tỷ đồng) để đầu tư xây dựng và hoàn thiện

nhà máy gạch nhẹ chưng áp AAC.

**Bảng 15: Chỉ tiêu về cơ cấu vốn**

Chỉ tiêu về cơ cấu vốn (lần)	2008	2009	6T.2010
+ Hệ số nợ/Tổng tài sản	0.16	0.17	0.074
+ Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	0.19	0.2	0.079

#### Nhóm chỉ tiêu KNTT

Chỉ tiêu về khả năng thanh toán của công ty ở mức khá cao so với ngành và được cải thiện mạnh trong 6 tháng đầu năm 2010 do có khoản tiền mặt gần 30 tỷ từ đợt phát hành tăng vốn điều lệ của công ty.

**Bảng 16: Chỉ tiêu về khả năng thanh toán**

Chỉ tiêu về khả năng thanh toán (lần)	2008	2009	6T.2010
+ Hệ số thanh toán ngắn hạn (Tài sản ngắn hạn/Nợ ngắn hạn)	2.25	2.43	7.20
+ Hệ số thanh toán nhanh (Tài sản ngắn hạn – Hàng tồn kho)/Nợ ngắn hạn	0.83	1.23	4.83

#### Nhóm chỉ tiêu về năng lực hoạt động

Nhóm chỉ tiêu này phù hợp với chu trình sản xuất kinh doanh của công ty. Công ty có mức dự trữ hàng tồn kho hợp lý để đáp ứng được nhu cầu cung cấp tro bay của các thủy điện. Bên cạnh đó, việc mua nguyên liệu-bán hàng-thu tiền cũng được sắp xếp hợp lý để không bị chiếm dụng vốn quá lớn. Có thể nói đây là một ưu điểm mà ít doanh nghiệp sản xuất có thể đạt được một cách chủ động.

**Bảng 17: Chỉ tiêu về năng lực hoạt động**

Chỉ tiêu về năng lực hoạt động (lần)	2008	2009	6T.2010
+ Vòng quay hàng tồn kho (Giá vốn hàng bán/hàng tồn kho bình quân)	2.74	1.50	1.21
+ Vòng quay các khoản phải thu (Doanh thu thuần/Khoản phải thu bình quân)	13.92	4.48	2.91

#### Nhóm chỉ tiêu về khả năng sinh lời

Các chỉ tiêu này giảm mạnh trong năm 2009 do một số dự án thủy điện mà công ty cung cấp tro bay chậm tiến độ như thủy điện Bản Chất làm ảnh hưởng đến doanh thu của công ty. Tuy nhiên, các chỉ tiêu này được cải thiện đáng kể từ năm 2010 trở đi. Lợi nhuận 6 tháng đầu năm 2010 đạt 38,7 tỷ, tăng 13,5% so với cùng kỳ năm 2009. Dự kiến trong năm nay nhóm chỉ tiêu này có sự tăng mạnh trở lại do các công trình thủy điện tiếp tục được thi công theo đúng tiến độ.

**Bảng 18: Chỉ tiêu về khả năng sinh lợi**

Chỉ tiêu về khả năng sinh lợi (%)	2008	2009	6T 2010
+ Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần	26.3	22.2	27.1
+ Lợi nhuận từ HĐKD/Doanh thu thuần	26.3	22.2	27.3
+ Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu	45.3	17.2	13.6
+ Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản	38.1	14.3	12.6

**V. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2010**

Năm 2010, Công ty có kế hoạch cung cấp tro bay cho các dự án thủy điện Bản Chát, Sơn La, Sông Tranh với sản lượng chi tiết như sau:

**Bảng 19: Kế hoạch cung cấp tro bay và xỉ than trong năm 2010***Đơn vị: Tấn*

Dự án	Quý I	Quý II	Quý III	Quý IV
Bản Chát	28.911	10.986	5.337	37.744
Sơn La	30.000	30.000		
Sông Tranh	6.500	6.500	6.500	6.500
<b>Bán xỉ than qua tuyển</b>	<b>57.894</b>			

*(Nguồn: Công ty CP Sông Đà Cao Cường)*

- Theo đó, chúng tôi ước tính doanh thu của công ty năm 2010 như sau:

**Bảng 20: Doanh thu ước tính năm 2010**

Sản phẩm	Khối lượng	Giá bán trung bình (nghìn đồng)	Doanh thu ước tính (tỷ đồng)
Tro bay khô	168.978	793	134
Bán than qua tuyển	57.894	190	11
<b>Tổng</b>			<b>145</b>

- Với các chi phí được tính bình quân trên doanh thu thuần trung bình qua các năm, chúng tôi ước EPS của công ty năm nay đạt 4.000 đồng.

**Bảng 20: Ước tính một số chỉ tiêu chính năm 2010**

Chỉ tiêu năm 2010	Giá trị
Doanh thu ( tỷ)	145
LNST ( tỷ)	36
<b>EPS (đồng)</b>	<b>4.000</b>

## VI. XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

Để giúp các nhà đầu tư có sở đưa ra quyết định, chúng tôi xác định giá trị doanh nghiệp xét theo hai hệ quan điểm là đầu tư ngắn hạn trong năm 2010 và đầu tư dài hạn theo giá trị tương lai của doanh nghiệp.

### 1. Xét theo quan điểm đầu tư ngắn hạn

Hiện nay, hai phương pháp được sử dụng khá phổ biến và có tính đến yếu tố thị trường hiện tại là phương pháp so sánh P/E và P/Bv.

#### a. Phương pháp so sánh P/E

- EPS ước tính năm 2010 là 4.000 đồng tương ứng với số cổ phần là 9.000.000.
- Hệ số P/E bình quân ngành (bình quân 10 ngày tính từ ngày 25/08/2010 đến ngày 06/09/2010) là 7.7 (Phụ lục 1)
- Giá một cổ phần:  $4.000 \times 7.7 = 30.800$  đồng/cổ phần.

#### b. Phương pháp so sánh P/Bv

Đây là phương pháp xác định giá trị doanh nghiệp trên mỗi cổ phần dựa trên giá trị sổ sách của Sông Đà Cao Cường và mức bình quân của hệ số giá thị trường trên giá trị sổ sách của các công ty đang niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán TP. HCM và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội.

- Giá trị sổ sách mỗi cổ phần (Book Value) tại ngày 31/08/2010 là 14.633 đồng/cổ phiếu ứng với tổng số cổ phần là 9.000.000 cổ phần.
- Hệ số P/Bv bình quân ngành (bình quân 10 ngày tính từ ngày 25/08/2010 đến ngày 06/09/2010) là 2.1 (Phụ lục 1)
- Giá một cổ phần:  $14.633 \times 2.1 = 30.729$  đồng/cổ phần.

#### c. Phương pháp DCF

Xét trên quan điểm đầu tư ngắn hạn thận trọng, chúng tôi xác định giá trị doanh nghiệp theo giá trị ròng của các dòng tiền trong tương lai của doanh nghiệp được chiết khấu về hiện tại (DCF) đối với mảng hoạt động cốt lõi hiện nay là sản xuất tro bay.

Nguyên nhân là do trên thực tế, dự án nhà máy gạch bê tông khí chưng áp tại thời điểm chúng tôi xác định giá trị doanh nghiệp đang trong giai đoạn xây dựng, chưa có doanh thu và lợi nhuận. Theo tiến độ hiện nay thì nhà máy có thể khánh thành vào cuối tháng 11/2010 và đưa vào vận hành chạy thử vào tháng 12 và cho ra thành phẩm trên quy mô công nghiệp vào đầu năm 2011. Tuy rủi ro về tiến độ cho ra sản phẩm của nhà máy và thị trường tiêu thụ của sản phẩm là thấp nhưng vẫn là yếu tố cần cân nhắc. Cũng phải lưu ý rằng việc chỉ xác định giá trị doanh nghiệp trên hoạt động cốt lõi hiện tại có hạn chế là đã loại trừ đi một phần nguồn lực của doanh nghiệp đang dành vào việc đầu tư cho dự án nhà máy gạch nêu trên và một phần giá trị tro bay ẩm doanh nghiệp có thể tạo ra nhờ tăng công suất cao hơn mức hiện nay

để làm nguyên liệu đầu vào cho nhà máy gạch chưa được xác định trong giá trị doanh nghiệp.

Các giả định:

- Vốn điều lệ giả sử không thay đổi với giá trị 90 tỷ;
- Hoạt động sản xuất tro bay khô phục vụ các dự án thủy điện vẫn giữ mức ổn định từ nay đến năm 2015. Các năm tiếp theo sản lượng giảm đi do số lượng dự án thủy điện cung cấp có hạn;
- Chi đầu tư thêm cho hoạt động sản xuất tro bay không đáng kể, chiếm khoảng 1% trên doanh thu thuần;
- Giá trị dòng tiền từ sau 2018 sẽ tăng với tỷ lệ 2%;
- Tỷ lệ chiết khấu đối với phương pháp FCFF 11,07% trong 10 năm đầu và 10,07% trong các năm tiếp theo. Tỷ lệ chiết khấu đối với phương pháp FCFE là 13% trong 10 năm đầu và 11% trong các năm tiếp theo;

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFF	33.916	50%	16.958
FCFE	33.453	50%	15.915
<b>Giá bình quân</b>			<b>33.684</b>

**d. Xác định giá trị cổ phiếu**

Kết quả định giá	Giá (VND)	Tỷ trọng	Bình quân (VND)
Phương pháp P/E	30.800	35%	10.780
Phương pháp P/B	30.729	35%	10.755
DCF	33.684	30%	10.105
<b>Kết quả định giá</b>			<b>31.640</b>

**2. Xét theo quan điểm đầu tư giá trị dài hạn**

Xét trên quan điểm đầu tư dài hạn theo giá trị, nhà đầu tư sẽ chấp nhận đầu tư ở hiện tại và kỳ vọng vào sự gia tăng giá trị khoản đầu tư trong tương lai sau khi nhà máy gạch bê tông khí chưng áp AAC của SCL đi vào hoạt động và cho ra doanh thu và lợi nhuận thực tế mới hiện thực hóa lợi nhuận. Vì vậy, giả sử nhà máy gạch sẽ đi vào hoạt động và cho ra sản lượng gạch theo quy mô công nghiệp bắt đầu từ đầu năm 2011, căn cứ vào thông tin về dự án nhà máy gạch được đưa ra trong bản cáo bạch, chúng tôi xác định giá trị doanh nghiệp của SCL trên cơ sở hoạt động sản xuất cốt lõi hiện nay là sản xuất tro bay và giá trị bổ sung kể từ năm tới là sản xuất gạch bê tông khí chưng áp AAC với các giả định như sau:

- Công suất đạt 75% trong năm đầu, 85% trong năm thứ 2 và 90% trong các năm tiếp theo;
- Giá bán gạch ước tính là 850.000/m<sup>3</sup>;

- Giá trị dòng tiền từ sau năm 2018 sẽ không thay đổi;
- Tỷ lệ chiết khấu đối với phương pháp FCFF 12,05% trong 10 năm đầu và 12,51% trong các năm tiếp theo. Tỷ lệ chiết khấu đối với phương pháp FCFE là 13% trong 10 năm đầu và 12% trong các năm tiếp theo.

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFF	45.952	50%	22.976
FCFE	43.548	50%	21.774
<b>Giá bình quân</b>			<b>44.750</b>

*Với các giả định trên thì giá trị doanh nghiệp được xác định vào khoảng 44.750 đ/cp.*

- Tuy nhiên, theo đánh giá của chúng tôi, giá trị đóng góp của nhà máy gạch vào giá trị doanh nghiệp sẽ phụ thuộc vào mức giá bán gạch thực tế. Vì vậy, giá trị doanh nghiệp có thể được xác định như sau:

Giá gạch nhẹ chung áp (VNĐ/m <sup>3</sup> )	FCFF	FCFE	Bình quân (VNĐ)
850.000	45.952	43.548	44.750
900.000	51.880	51.013	51.446
950.000	57.809	56.818	57.313
1000.000	63.738	62.623	63.180
1.100.000	75.596	74.234	74.915
1.200.000	87.454	85.844	86.649

## VII. NHẬN ĐỊNH CHUNG VÀ KẾT LUẬN VỀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nhà đầu tư có thể tham khảo các mức giá trị hợp lý của cổ phiếu và của doanh nghiệp trên mỗi cổ phiếu được xác định ở phần trên để làm căn cứ ra quyết định đầu tư. Xuất phát từ giá trị nội tại của doanh nghiệp và năng lực phát triển mạnh mẽ trong tương lai của SCL, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên tham gia đầu tư vào cổ phiếu của SCL xét trên quan điểm đầu tư dài hạn như đã phân tích ở trên.

Ngoài dự án nhà máy gạch bê tông khí chung áp được đánh giá là có tính khả thi cao, SCL đang triển khai một số dự án hợp tác đầu tư mới trên nền tảng của hoạt động sản xuất tro bay cũng như khai thác lợi thế của SCL về công nghệ sản xuất tro bay và sắp tới là công nghệ sản xuất gạch nhẹ để tiếp tục tạo ra chuỗi giá trị gia tăng cho nhà đầu tư trong thời gian tới. Chúng tôi đánh giá cao định hướng phát triển của Ban lãnh đạo doanh nghiệp.

**PHỤ LỤC 1: Bảng chỉ tiêu P/E,P/B ngành VLXD tính đến ngày 06/09/2010**

Mã	P/E	P/B	ROE	ROA	Lãi ròng/DT	Lãi gộp	Công nợ/Tài sản
BCC	6.0	0.9	3%	15%	7%	19%	79%
BHV	3.7	1.8	22%	47%	17%	34%	62%
BMP	6.1	2.2	34%	39%	21%	28%	11%
BT6	8.0	2.1	16%	27%	13%	21%	43%
BTS	8.7	1.2	3%	11%	9%	26%	75%
CCM	7.5	1.7	18%	31%	10%	18%	35%
CVT	9.0	2.9	14%	33%	8%	19%	57%
CYC	12.6	0.6	1%	4%	2%	18%	63%
DCT	7.5	1.5	5%	10%	11%	20%	61%
DHA	5.1	1.2	21%	23%	35%	42%	9%
DNP	7.2	0.9	5%	13%	5%	13%	59%
DTC	4.7	3.0	23%	82%	16%	29%	75%
HCC	7.0	1.9	16%	29%	7%	11%	45%
HCT	16.9	1.3	7%	8%	7%	13%	16%
HLY	3.9	1.9	30%	46%	12%	26%	29%
HOM	4.7	0.8	6%	16%	10%	24%	60%
HPS	11.7	1.2	7%	10%	12%	21%	37%
HT1	7.6	1.0	2%	14%	6%	18%	83%
LBM	7.6	1.5	5%	8%	7%	30%	35%
NAV	8.9	1.0	8%	13%	9%	18%	28%
NTP	5.7	3.0	41%	61%	20%	36%	30%
PPG	5.3	1.1	9%	20%	3%	12%	57%
QNC	5.8	2.2	5%	35%	7%	23%	85%
SAV	16.4	0.8	2%	5%	4%	20%	45%
SCC	7.9	0.9	14%	18%	9%	13%	19%
SCJ	5.2	1.3	14%	22%	16%	23%	39%
SDN	5.9	1.5	13%	25%	8%	24%	49%
SDP	10.0	1.8	2%	18%	3%	9%	91%
TBX	6.7	2.3	14%	30%	7%	20%	55%
TCR	8.7	0.9	1%	2%	1%	19%	47%
TDC	4.3	2.1	7%	25%	13%	18%	72%
TLT	12.6	8.7	2%	88%	2%	17%	96%
TMX	10.4	1.6	6%	16%	1%	4%	65%
VCS	5.5	1.6	12%	27%	16%	25%	61%
VHL	5.9	2.1	11%	37%	7%	26%	70%
VIT	4.7	1.1	4%	22%	4%	20%	84%
VTS	3.7	1.9	31%	57%	25%	41%	46%
VTV	6.7	0.9	5%	15%	2%	18%	58%
XMC	6.1	1.8	6%	26%	8%	22%	75%
YBC	16.6	1.7	3%	12%	3%	20%	78%





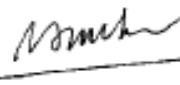


**PHỤ LỤC 2: Ước doanh thu, lợi nhuận của Công ty với hoạt động sản xuất kinh doanh cốt lõi tro bay**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu	145	150,13	215,91	159,5	140,8	131,42	131,42	122,037	122,037
Lợi nhuận	36	39,14	56,03	39,52	34,6	32,55	32,34	30,239	30,025

**PHỤ LỤC 3: Ước doanh thu, lợi nhuận của Công ty với hoạt động sản xuất kinh doanh cốt lõi tro bay và nhà máy gạch nhẹ**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu	145	277,63	366,71	318,88	300,11	290,72	290,72	281,33	281,33
Lợi nhuận	36	87,02	112,85	93,491	90,255	89,750	91,692	89,584	89,07

## PHỤ LỤC 4: Giấy chứng nhận sản phẩm

VIỆN VẬT LIỆU XÂY DỰNG VAN PHÒNG CHỨNG NHẬN CHẤT LƯỢNG SẢN PHẨM VLXD		
<b>GIẤY CHỨNG NHẬN</b> <b>Số: 08-VLXD</b>		
Chứng nhận sản phẩm: <b>TRO BAY NHIỆT ĐIỆN PHẢ LẠI</b>		
Được sản xuất tại: <b>CÔNG TY CỔ PHẦN SÔNG ĐÀ 12 - CAO CƯỜNG</b> Số 2- Sùng Yên - Phả Lại - Chí Linh Hải Dương		
Phù hợp với tiêu chuẩn: <b>ASTM C618-00</b>		
Phương thức đánh giá: <b>Phương thức số 5 theo QĐ số 24/2007/QĐ-BKHCN</b>		
<b>Giấy chứng nhận này có giá trị từ: 15/9/2008 đến 15/9/2011</b>		
GIÁM ĐỐC VP  Nguyễn Đình Nghị	HỘI ĐỒNG CN  Nguyễn Thế Hùng	 Thất Duy Sâm
		

# CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NHĐT&PT VIỆT NAM

**BSC Trụ sở chính**

Tầng 10 – Tháp A Vincom  
191 Bà Triệu – Hai Bà Trưng – Hà Nội  
Tel: 84 4 22200668  
Fax: 84 4 22200669  
Website: [www.bsc.com.vn](http://www.bsc.com.vn)

**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: 84 8 3 8128885  
Fax: 84 8 3 8128510

**Phòng Giao dịch**

Tầng 1, Tòa tháp BIDV, 35 Hàng Vôi, Hà Nội  
  
Tel: 3 9261278, 3 9261276  
Fax: 3 9261279

**Phòng Giao dịch BSC Nam Kỳ Khởi Nghĩa**

12-14 Nam Kỳ Khởi Nghĩa  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: 84 8 8214803  
Fax: 84 8 8214804

**Bộ phận Phân tích cơ bản**

**Đỗ Thanh Phong**

**Trần Thăng Long**

**Nguyễn Thanh Hoa**

**Phạm Minh Lan**

**Trần Kim Oanh**

**Bùi Nguyệt Ánh**

**Vũ Phương Nga**

**Nguyễn Hoàng Nam**

**Đinh Thế Phúc**

**Phụ trách Bộ phận  
Phạm Xuân Anh**

**Khuyến cáo sử dụng:** Bản báo cáo này của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin tổng quan chung về ngành và doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật.

**Xung đột lợi ích:** BSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh, có thể giao dịch cho chính công ty theo những khuyến nghị đầu tư trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Tại thời điểm phát hành báo cáo này, BSC đang là cổ đông của Công ty cổ phần Sông Đà Cao Cường.

Bản quyền của Công ty chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

**Công ty Chứng khoán BIDV (BSC)**

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Chứng khoán BIDV.