

CÔNG TY CỔ PHẦN SÔNG ĐÀ 10

Năng lực lõi tốt – HDKD có khó khăn về thu hồi công nợ - Đầu tư tài chính SJS giá cao.

Thông tin cổ phiếu	Ngày 14/05/2013
Mã chứng khoán	SDT
Ngành	Xây dựng công trình
Sàn giao dịch	HNX
Thị giá ngày 14/05/2013 (VND)	13.000
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	273,78
KLCP đang lưu hành	21.060.000
P/E trailing (thị trường)	2,88
P/B trailing (market)	0,47

- CTCP Sông Đà 10 là một trong những công ty hàng đầu của cả nước trong lĩnh vực xây lắp kinh doanh. Trong đó hoạt động mũi nhọn của công ty bao gồm thi công công trình ngầm, khoan nổ, khoan phun xi măng. Với sự hỗ trợ của Tổng công ty Sông Đà cũng như năng lực sản xuất vững mạnh, SDT đã tham gia thi công hàng chục công trình trọng điểm Quốc gia như nhà máy Thủy điện Thác Bà, Thủy điện Hòa Bình, Thủy điện Yaly...
- Năm 2012, SDT có kết quả kinh doanh không tốt như các năm trước nhưng vẫn vượt KH đề ra. Cụ thể, doanh thu hợp nhất đạt 1.468,88 tỷ đồng (-5,43% yoy) vượt 17,7% KH năm, LNTT đạt 125,76 tỷ đồng (-3,6% yoy) vượt 10,9% KH năm, LNST đạt 106,16 tỷ đồng (-4,9% yoy), EPS đạt 4.484 đồng/cp.
- Năm 2013, SDT đặt kế hoạch khá thận trọng với doanh thu 938,92 tỷ đồng (-25,5% yoy), LNTT 80,75 tỷ đồng (-35,8% yoy), cổ tức 15%/vốn điều lệ (-16,7% yoy) và tổng giá trị SXKD đạt 872,8 tỷ đồng (-26,4% yoy), trong đó kinh doanh xây lắp đạt 831,11 tỷ đồng, kinh doanh ngoài xây lắp đạt 41,7 tỷ đồng.
- Theo quan điểm của chúng tôi, SDT là công ty có hoạt động SXKD lõi khá ổn định, nền tảng tài chính tốt và nhận được sự hỗ trợ lớn từ Tổng công ty Sông Đà. Mặc dù vậy, SDT cũng chịu sự chi phối khá lớn của Tổng công ty Sông Đà, theo đó BLĐ có những quyết định đầu tư chưa hướng đến tối ưu hóa lợi ích của cổ đông mà phục vụ nhiều hơn cho mục đích khác của công ty mẹ (cụ thể là việc mua vào cổ phiếu SJS với mức giá cao). Một quan ngại khác là công tác thu hồi công nợ của công ty có dấu hiệu gặp nhiều khó khăn. SDT hiện đang giao dịch ở mức P/E 2,88 lần và P/B 0,47 lần, rất thấp so với trung bình ngành. Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu này.

Báo cáo bao gồm:

Thông tin doanh nghiệp: Trang 2
Kết quả sản xuất kinh doanh 2012: Trang 4
Triển vọng doanh nghiệp: Trang 6
Phụ lục: Trang 7

Lê Thị Lệ Dung
+84 4 39366425 (ext.105)
ltldung@vcbs.com.vn

Nguyễn Thanh Diệp
+84 4 39366425 (ext.121)

Xem cam kết và điều khoản sử dụng tại trang 9

www.vcbs.com.vn

Chỉ tiêu tài chính	2010	2011	2012
TTS (tỷ đồng)	1.533	1.818	1.855
VCSH (tỷ đồng)	466,2	532,1	578,2
VĐL (tỷ đồng)	117	210,6	210,6
DTT (tỷ đồng)	972	1.553	1.468,9
LNTT (tỷ đồng)	117,8	130,4	125,7
LNST (tỷ đồng)	102,2	111,6	106,2
Nợ/TTS (%)	65,8%	67%	64,9%
Tỉ suất LN gộp (%)	21,9%	20,8%	23%
Tỉ suất LN ròng (%)	10,5%	7,2%	7,2%
ROA (%)	5,79%	5,21%	5,09%
ROE (%)	19,03%	17,81%	16,33%
BV (đồng/cp)	39.849	25.265	27.454
EPS (đồng/cp)	7.682	4.499	4.484

THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

Giới thiệu chung

Tiền thân là Công ty Xây dựng ngầm, được thành lập ngày 11/2/1981, theo Quyết định số 54/BXD-TCCB ngày 11/2/1981 của Bộ trưởng Bộ Xây dựng. Trải qua hơn 30 năm hình thành và phát triển, đơn vị có nhiều tên gọi khác nhau như: Công ty Xây dựng công trình ngầm, Công ty Xây dựng công trình ngầm Sông Đà 10 và đổi tên thành Công ty Sông Đà 10 vào năm 2002. Công ty chính thức chuyển sang hoạt động theo mô hình Cổ phần ngày 26/12/2005 theo Giấy chứng nhận ĐKKD số 0103010419 của Sở KHĐT Hà Nội.

Với kinh nghiệm hơn 30 năm, CTCP Sông Đà 10 đã khẳng định được thương hiệu và uy tín trong lĩnh vực xây dựng công trình ngầm, khoan nổ phục vụ công trình thủy điện, xây dựng hầm giao thông. Ngày 14/12/2006, Công ty được niêm yết cổ phiếu trên sàn GDCK Hà Nội với mã giao dịch là SDT. SDT hiện đang hoạt động với vốn điều lệ là 210,6 tỷ đồng.

Các đơn vị thành viên của SDT gồm có:

STT	Công ty	Hình thức	Lĩnh vực kinh doanh	VĐL (tỷ đồng)	% góp vốn
1	CTCP Sông Đà 10.1	Công ty con	Xây lắp các công trình thủy điện	46,63	50,79%
2	CTCP Thủy điện Iahiao	Công ty con	Xây lắp công trình thủy điện, kinh doanh điện thương phẩm	70	99,40%
3	CTCP Sông Đà 10.9	Công ty liên kết	Xây lắp công trình thủy điện, dân dụng, công nghiệp, giao thông	18,6	29%

Lĩnh vực hoạt động

- (1) Xây dựng công trình ngầm và dịch vụ dưới lòng đất;
- (2) Xây dựng công trình thủy điện, thủy lợi, giao thông và xây dựng các công trình khác;
- (3) Xây dựng công trình công nghiệp, công trình công cộng, nhà ở;
- (4) Khai thác mỏ và chế biến khoáng sản;
- (5) Sản xuất kinh doanh vật liệu xây dựng, vật tư và cấu kiện bê tông.

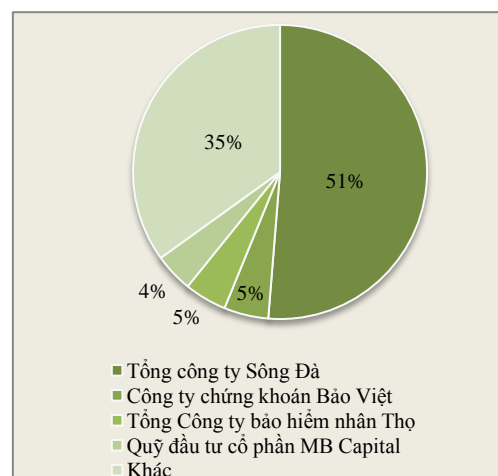
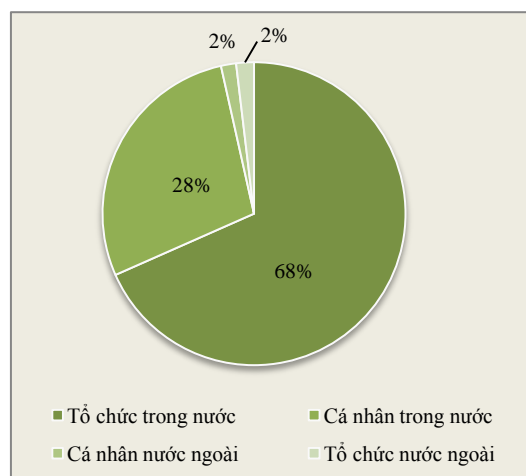
Vị thế và năng lực công ty

Đứng đầu trong ngành thi công các công trình ngầm, SDT thường là đơn vị thắng thầu thi công các công trình trọng điểm Quốc gia và các công trình ngầm công cộng phục vụ cộng đồng xã hội như: Thủy điện Hòa Bình (giá trị 500 tỷ đồng), Thủy điện Huội Quảng (giá trị 1.500 tỷ đồng), Thủy điện Yaly (giá trị 600 tỷ đồng), Thủy điện Sekaman 3 (giá trị 350 tỷ đồng), hầm đường bộ qua đèo Hải Vân (giá trị 391 tỷ đồng), đường Hồ Chí Minh (giá trị 135 tỷ đồng).

SDT sở hữu năng lực thiết bị vượt trội gồm 600 đầu xe máy thi công với nguyên giá trị tài sản hơn 500 tỷ đồng, trong đó có 150 thiết bị chuyên dùng được sản xuất sau năm 2000 của các hãng chế tạo nổi tiếng trên thế giới như Tamrock, Atlas copco, Robbins, Liebherr... giúp công ty có những bước đột phá trong công nghệ và kỹ thuật thi công.

Mặc dù hiện nay thị trường công trình ngầm đã trở nên cạnh tranh hơn với các tên tuổi lớn như công ty Xây dựng Lũng Lô-Bộ Quốc phòng, công ty Xây dựng Công trình Giao thông 6, VINACONEX, LICOGI, SDT vẫn chiếm thị phần lớn nhất trong lĩnh vực này với khoảng 70%.

Thông tin cổ đông



Cơ cấu cổ đông SDT (tính đến ngày 13/3/2013)

Nguồn: BCTN 2012 SDT

So sánh SDT với các DN tương đương khác trong ngành

Mã	TTS (tỷ đồng)	VĐL (tỷ đồng)	TSLN ròng (%)	Nợ/TTS (%)	ROA (ttm) (%)	ROE (ttm) (%)
BCE	735	300	7,20%	49,12%	7,01%	13,79%
SD9	2.259,50	292,5	7,7%	67,86%	3,21%	13,57%
SD6	1.155,20	192,2	5,10%	72,89%	3,58%	13,19%
C92	215,60	24	1,60%	84,35%	2,21%	14,11%
CIG	543,80	134,40	-27,60%	75,04%	-2,19%	-8,87%
FCN	1.234,30	138,1	9,9%	60,61%	7,66%	25,95%
NTB	3.180,30	397,8	-50,0%	83,85%	-2,11%	-16,86%
SKS	180,10	45	5,10%	62,57%	4,24%	11,32%
HUT	4.167,90	350	1,80%	85,32%	0,88%	6,61%
SC5	2.332,80	136,2	0,60%	86,32%	0,37%	2,74%
SDT	1.855,10	210,6	7,19%	64,90%	5,09%	16,33%
Trung bình	1.623,60	201,89	-2,9%	72,1%	2,7%	8,4%

Nguồn: BCTC đã hợp nhất 2012 của các DN liên quan, VCBS tổng hợp

Xét trên tương quan với một số doanh nghiệp trong ngành XDCT, các chỉ tiêu được so sánh của SDT đều tỏ ra khá tốt. Về quy mô, SDT được xếp nhóm trên, sau một số DN như SD9, SC5, HUT về TTS, và chỉ sau SD9 về VDL. Xét về hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lời, SDT chỉ đứng sau FCN và ngang bằng so với mức sinh lợi của BCE, SD9, và nhỉnh cao hơn SD6, SKS. Hệ số nợ của SDT cũng thấp hơn so với mức trung bình của các DN được so sánh.

KẾT QUẢ SẢN XUẤT KINH DOANH 2012

Tăng trưởng Doanh thu

KQKD giảm nhẹ so với năm liền trước chủ yếu do DT xây lắp (chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu DT) giảm, nhưng vẫn hoàn thành và vượt kế hoạch đặt ra.

Năm 2012 là năm đầu tiên SĐT chịu sự sụt giảm về doanh thu và lợi nhuận. Tuy nhiên, do đặt kế hoạch khá thận trọng, các chỉ tiêu tài chính của DN đều đạt và vượt kế hoạch đề ra. Cụ thể, doanh thu hợp nhất đạt 1.468,88 tỷ đồng (-5,43% yoy) vượt 17,7% KH năm, LNTT đạt 125,76 tỷ đồng (-3,6% yoy) vượt 10,9% KH năm, LNST đạt 106,16 tỷ đồng (-4,9% yoy), EPS đạt 4.484 đồng/cp.

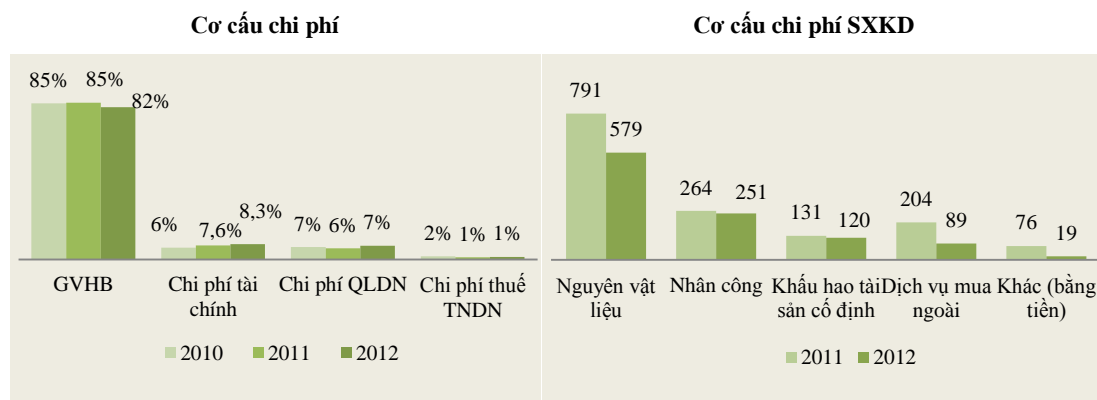
Do chiếm tỷ trọng 97,9% DTT, doanh thu hoạt động xây lắp giảm -6,02% dẫn đến sự sụt giảm trong DTT bất chấp DT từ sản phẩm cơ khí và DT khác tăng tương ứng 135,3% và 8,67%.

Nguyên nhân chính các chỉ tiêu kinh tế của công ty đều hoàn thành vượt kế hoạch bao gồm: (1) SĐT đẩy nhanh tiến độ tại các công trình trọng điểm có nguồn vốn tốt và giải ngân kịp thời như Hàm giao thông Lào Cai, Thủy điện Lai Châu, Thủy điện Hòa Na, để bù đắp cho các công trình chưa đáp ứng được nguồn vốn theo yêu cầu tiến độ công trình; (2) Trong công tác thi công hầm, công ty sử dụng cốt pha kép và tiến độ đổ bê tông tăng nhanh (gấp từ 2 đến 2,5 lần so với sử dụng cấp pha thông thường) dẫn tới khối lượng thi công bê tông tăng, giúp giảm chi phí; (3) BLĐ công ty chủ động giãn tiến độ đầu tư mới nhằm giảm thiểu lãi vay, chi phí lưu kho bãi và chi phí bảo quản thiết bị.

Kết cấu Chi phí

Giá vốn hàng bán giảm mạnh hơn mức giảm của doanh thu. Giá vốn hàng bán luôn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong kết cấu chi phí, 82,49%, giảm -8,1% yoy tương đương 1.131,58 tỷ đồng. Trong đó, giá vốn xây lắp đạt 1.084,98 tỷ đồng, giảm -9,81% so với cùng kỳ.

Chi phí tài chính tăng nhẹ do khoản trích lập dự phòng cho 1 triệu cp SJS có giá cao và lãi vay giảm. Cụ thể, khoản chi phí này tăng 3,52%, đạt 113,84 tỷ đồng do khoản trích lập dự phòng (chủ yếu cho cổ phiếu SJS) và chi phí tài chính khác tăng đột biến +127,5% và +416,77%. Tuy nhiên, chi phí tài chính vẫn được giữ ở mức ổn định do chi phí lãi vay (chiếm tỷ trọng 76,33%) giảm -9,9% với nguyên nhân chính là: (1) xu hướng lãi suất giảm trong năm 2012, (2) SĐT đã thanh toán phần lớn khoản vay dài hạn, và khoản mục này đã giảm xuống chỉ còn 45 tỷ đồng, -52% so với năm 2011.



Nguồn: BCTC SĐT, VCBS tổng hợp

Chi phí QLDN tăng thấp hơn các năm trước do DN nỗ lực tiết giảm chi phí và giãn các dự án đầu tư mới. Cụ thể, chi phí QLDN trong năm 2012 tăng +16% yoy, đạt 101,39 tỷ đồng. Mức tăng này là khá khiêm tốn so với mức 45,92% năm 2011 và 29,69% năm 2010. Do tình hình kinh tế khó khăn nên SĐT xác định giảm/giãn tối đa các dự án đầu tư mới và tập trung khai thác hiệu quả lượng thiết bị thi công hiện có.

Một số nhận xét về khả năng sinh lời, khả năng thanh khoản, hiệu quả hoạt động

Về khả năng sinh lời

Tỷ suất lợi nhuận biên được giữ ổn định. Tỷ suất lợi nhuận gộp của SĐT tăng nhẹ, từ 20,8% năm 2011 lên 23% năm 2012, nhờ giá vốn hàng bán giảm -8,1% mạnh hơn mức giảm -5,43% của doanh thu thuần. Trong khi đó, chi phí tài chính và QLDN tăng nhẹ khiến tỷ suất lợi nhuận biên thuần từ HĐKD gần như không đổi, đạt 8,51% năm 2012 so với mức 8,23% năm 2011. Các hệ số ROA và ROE đều lần lượt giảm nhẹ, đạt 5,09% và 16,33%.

Hạ đòn bẩy tài chính là yếu tố khiến ROE năm 2012 giảm nhẹ. Theo phân tích Dupont, đòn bẩy tài chính liên

tục được duy trì ở mức cao (từ 2,7 lần năm 2009 lên 3,2 lần năm 2012) giúp SĐT đạt mức tỷ suất lợi nhuận khả quan. Năm 2012, ROE giảm nhẹ từ 17,81% năm 2011 xuống 16,33% vì một số lý do: (1) SĐT hạ tỷ lệ đòn bẩy tài chính từ 3,42 lần xuống 3,21 lần và (2) vòng quay TTS giảm từ 0,85 lần xuống 0,79 lần. Tuy nhiên, so với trung bình ngành ở 7,53%, ROE của SĐT vẫn đang ở mức khả quan.

Về khả năng thanh khoản và hiệu quả hoạt động

Thanh khoản hoạt động được cải thiện. Hệ số thanh toán hiện thời tăng nhẹ từ 1,27 lần lên 1,31 lần, hệ số thanh toán nhanh có mức tăng mạnh hơn từ 0,69 lần lên 0,88 lần do các khoản phải thu ngắn hạn tăng mạnh +36,9% bên cạnh việc hàng tồn kho giảm -24% giúp tăng cường khả năng thanh khoản. Tuy nhiên khoản phải thu tăng mạnh cũng phản ánh một thực tế là công tác thu hồi công nợ của SĐT gặp nhiều khó khăn, theo đó ảnh hưởng đến việc cân đối dòng tiền DN gồm cả thanh toán cổ tức cho cổ đông công ty, thanh toán chi trả lương cho người lao động.

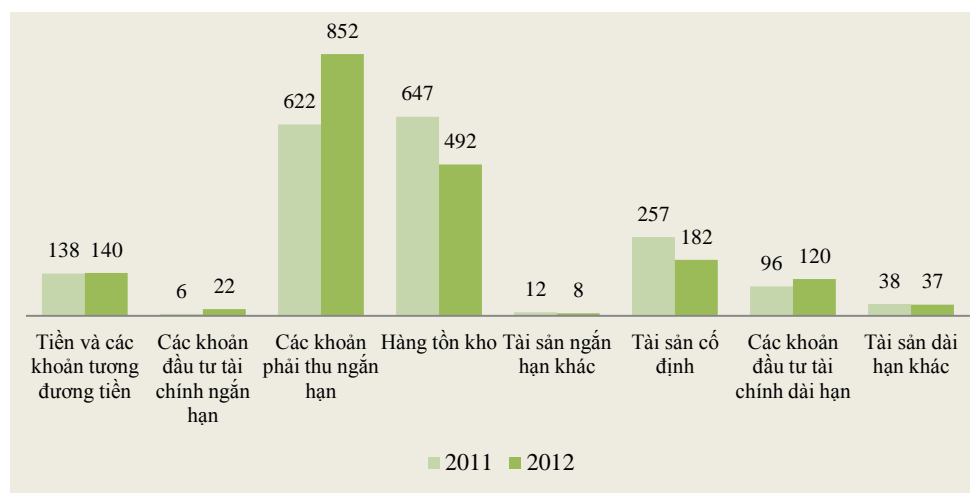
Các hệ số hiệu quả hoạt động đều có dấu hiệu sụt giảm, trích lập dự phòng phải thu khó đòi tăng rất mạnh. Cụ thể, vòng quay hàng tồn kho giảm từ 2,13 lần xuống 1,99 lần; vòng quay các khoản phải thu cũng chỉ đạt 1,99 lần so với mức 2,92 lần năm 2011. Điều này phản ánh tình hình khó khăn của DN trong việc triển khai các dự án theo đúng tiến độ và công tác thu hồi công nợ từ KH. Thực tế số dư trích lập dự phòng các khoản phải thu khó đòi năm 2012 đã tăng tới 315%, tương đương 17,36 tỷ đồng.

Cơ cấu Tài sản và Nguồn vốn

Cơ cấu tài sản nghiêng về tài sản ngắn hạn (TSNH). Năm 2012, tổng tài sản của SĐT đạt 1.855,14 tỷ đồng (+2% yoy), trong đó TSNH với tỷ trọng 81% (+6,3% yoy), tài sản dài hạn giảm -13,5% yoy. Cấu trúc tài sản DN nghiêng về TSNH là do đặc thù SĐT là DN xây dựng công trình, nguồn lực tập trung chủ yếu tại hàng tồn kho và các khoản phải thu.

ĐTTC ngắn hạn tăng mạnh do SĐT mua thêm 750.000 cổ phiếu SJS. Trong TSNH, các khoản đầu tư tài chính tăng mạnh (+261%) đạt 22,3 tỷ đồng do SĐT thực hiện mua thêm 750.000 cổ phiếu của SJS ở mức giá 50.000 đồng/cp. Điều này đã đẩy mức trích lập dự phòng đầu tư ngắn hạn cuối năm của SĐT lên đến 29,3 tỷ đồng. Ngoài ra, đáng lưu ý là hàng tồn kho giảm mạnh (-24% yoy), đạt 492,1 tỷ đồng, trong đó chi phí SXKD dở dang cũng giảm mạnh ở mức -32,3%.

TSDH giảm chủ yếu do SĐT hầu như không đầu tư thêm vào TSCĐ và chi phí sửa chữa. Cụ thể, khoản mục này đã giảm -13,5% yoy và duy trì tỷ trọng thấp trong TTS do: (1) SĐT hầu như không đầu tư thêm máy móc thiết bị trong năm vừa qua, do đó TSCĐ chỉ giảm do trích khấu hao, (2) Chi phí sửa chữa lớn giảm so với 2011 và (3) XDCB dở dang chỉ tăng nhẹ tập trung vào công trình Thủy điện Ia Hiao.



Nguồn: Cơ cấu Tài sản SĐT – Đơn vị: tỷ đồng

Nợ phải trả giảm nhẹ, trong đó khoản mục nợ dài hạn giảm mạnh. Năm 2012, nợ phải trả đạt 1.218,5 tỷ đồng (-1,2%), trong đó nợ ngắn hạn đạt 1.159 tỷ đồng (+3,05%) và nợ dài hạn đạt 45 tỷ đồng (-52%) do DN đã thanh toán được hầu hết các khoản vay dài hạn với Agribank Hoàng Mai và NH Công thương Sông Nhuệ. Trong nợ phải trả, khoản mục Người mua phải trả và Người bán phải trả chiếm tỷ trọng khá, lần lượt 18,3% và 11,2%, đều giảm 14,5% và 28,5% so với năm 2011. Hệ số Nợ/TTS giảm từ 67% xuống 64,7%, xấp xỉ so với mức trung bình ngành.

TRIỂN VỌNG KINH DOANH TRONG NĂM 2013

Dự báo doanh thu và lợi nhuận năm 2013

Kế hoạch kinh doanh 2013 của DN đưa ra khá thận trọng và thấp hơn so với thực hiện năm 2012. Năm 2013 SĐT đặt kế doanh thu 938,92 tỷ đồng (-25,5% yoy), LNTT đạt 80,75 tỷ đồng (-35,8% yoy) và mức chia cổ tức đạt 15%/vốn điều lệ (-16,7% yoy). Ngoài ra, công ty cũng đặt kế hoạch tổng giá trị SXKD đạt 872,8 tỷ đồng (-26,4% yoy), trong đó kinh doanh xây lắp đạt 831,11 tỷ đồng, kinh doanh ngoài xây lắp đạt 41,7 tỷ đồng. SĐT cũng dự định chi 112,5 tỷ đồng để đầu tư, gồm 40 tỷ đồng cho mở rộng SXKD và 72,5 tỷ đồng giúp nâng cao năng lực thiết bị thi công. Ngoài các dự án đang có, công ty đã chủ độ tiếp cận với chủ đầu tư xây dựng trong nước để tìm kiếm cơ hội việc làm như công trình: DA hầm đường bộ qua Đèo Cả, hầm Phú Gia – Phú Thượng, đường Hồ Chí Minh giai đoạn 2.

Chúng tôi cho rằng SĐT có thể hoàn thành KHKD năm 2013 dựa trên một số lý do: (1) Năng lực lõi và vị thế dẫn đầu của SĐT trong lĩnh vực xây dựng công trình ngầm luôn được khẳng định và giữ vững, (2) SĐT hiện vẫn đang sở hữu các dự án triển vọng như thủy điện Hòa Na, thủy điện Lai Châu và gần đây nhất HQT cũng vừa thông qua việc đầu tư 72,5 tỷ đồng vào dự án thủy điện Nậm He, (3) Có sự hỗ trợ chiến lược của Công ty mẹ - Tổng công ty Sông Đà trong nhiều lĩnh vực như dự án, nguồn vốn, nhân lực và (4) KHKD của SĐT là khá thận trọng.

Một số quan ngại về HĐKD của SĐT bao gồm: (1) Là DN trong lĩnh vực XD cơ bản, SĐT có thể bị ảnh hưởng bởi chủ trương thắt chặt chi tiêu công, (2) Việc thu hồi công nợ của công ty có thể tiếp tục có trở ngại tại một số công trình do CĐT gặp khó khăn về tài chính, (3) SĐT chịu sự chi phối khá lớn của Tổng công ty Sông Đà, theo đó BLĐ có những quyết định đầu tư chưa hướng đến tối ưu hóa lợi ích của cổ đông mà phục vụ nhiều hơn cho mục đích khác của công ty mẹ (việc đầu tư 750.000 cp SJS là một ví dụ).

Cập nhật kết quả kinh doanh Q1.2013. Theo BCTC Q1.2013, SĐT đạt 247,6 tỷ đồng doanh thu (+7,7% yoy), tương ứng đạt 23,9% kế hoạch 2013; 24,79 tỷ đồng LNTT (+27,9% yoy), tương ứng 30,7% KH và 18,49 tỷ đồng LNST (+18,3% yoy).

KHUYẾN NGHỊ

Quan điểm đầu tư

Công ty CP Sông Đà 10 có bề dày kinh nghiệm trên 30 năm và đã khẳng định được thương hiệu vững mạnh trong lĩnh vực xây dựng công trình ngầm, khoan nổ phục vụ cho công trình thủy điện và xây dựng hầm giao thông. Năm 2013 vẫn sẽ là một năm khó khăn đối với ngành xây dựng nói chung và SĐT nói riêng nên công ty đã đặt kế hoạch kinh doanh khá thận trọng, tập trung hoàn thiện các dự án đang thi công. Kết quả kinh doanh Q1.2013 đạt được tương đối khả quan bất chấp yếu tố mùa vụ và thời gian nghỉ tết kéo dài cho thấy công ty hoàn toàn có khả năng hoàn thành kế hoạch.

Tuy nhiên, NĐT cũng nên lưu ý một số điểm: (1) Việc nắm giữ 1.000.000 cổ phiếu của CTCP Đầu tư Phát triển Đô thị và KCN Sông Đà (SJS) sẽ khiến SĐT tiếp tục phải nâng chi phí dự phòng lên cao. Thêm vào đó, việc đầu tư trái ngành nói trên cũng cho thấy SĐT chịu sự chi phối khá lớn của Tổng công ty Sông Đà, theo đó BLĐ có những quyết định đầu tư chưa hướng đến tối ưu hóa lợi ích của cổ đông, (2) Triển vọng ngành xây dựng không thực sự khả quan trong bối cảnh kinh tế còn ảm đạm và chủ trương thắt chặt chi tiêu công cũng sẽ tác động ít nhiều đến việc giải ngân cho các dự án XDDB, theo đó SĐT có thể gặp khó khăn trong (i) tìm kiếm dự án mới và (ii) công tác thu hồi công nợ từ KH.

Theo quan điểm của chúng tôi, SĐT là công ty có hoạt động SXKD khá ổn định, nền tảng tài chính tốt và nhận được sự hỗ trợ lớn từ Tổng công ty Sông Đà. SĐT hiện đang giao dịch ở mức P/E 2,88 lần và P/B 0,47 lần, rất thấp so với trung bình ngành. Với mức chia cổ tức tiền mặt dự kiến là 15%/VDDL và giá giao dịch hiện tại, SĐT có tỷ suất cổ tức đạt 11,5%, khá hấp dẫn so với mức lãi suất tiền gửi hiện tại. Tuy nhiên, vì một số quan ngại đã nêu trên, chúng tôi chỉ khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu này.

PHỤ LỤC

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Đơn vị: Tỷ đồng	2009	2010	+/-2009	2011	+/-2011	2012	+/-2011
TÀI SẢN NGẮN HẠN	795,5	1.082,8	36,1%	1.424,6	31,6%	1.514,0	6,3%
Tiền và các khoản tương đương tiền	50,1	98,2	-87,7%	137,5	40,0%	139,8	1,6%
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	21,2	16,6	-97,9%	6,2	-62,7%	22,3	261,2%
Các khoản phải thu ngắn hạn	336,8	442,2	-44,4%	622,0	40,7%	851,5	36,9%
Hàng tồn kho	376,6	509,4	-36,0%	647,2	27,1%	492,1	-24,0%
Tài sản ngắn hạn khác	10,8	16,4	-97,9%	11,7	-28,8%	8,4	-28,2%
TÀI SẢN DÀI HẠN	333,7	450,4	-43,4%	394,2	-12,5%	341,1	-13,5%
Tài sản cố định	227,2	306,6	-61,5%	256,6	-16,3%	182,0	-29,1%
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	74,3	99,1	-87,5%	96,4	-2,7%	120,1	24,6%
Lợi thế thương mại	2,4	1,3	-99,8%	2,9	115,9%	2,4	-16,1%
Tài sản dài hạn khác	29,7	43,4	-94,5%	38,4	-11,6%	36,6	-4,7%
TỔNG TÀI SẢN	1.129,2	1.533,1	92,7%	1.818,9	18,6%	1.855,1	2,0%
NỢ PHẢI TRẢ	685,0	1.008,1	26,7%	1.218,5	20,9%	1.204,0	-1,2%
Nợ ngắn hạn	588,3	839,3	5,5%	1.124,7	34,0%	1.159,0	3,1%
Nợ dài hạn	96,7	168,8	-78,8%	93,8	-44,4%	45,0	-52,0%
VỐN CHỦ SỞ HỮU	417,7	466,2	-41,4%	532,1	14,1%	578,2	8,7%
LỢI ÍCH CỔ ĐÔNG	26,5	58,8	-92,6%	68,2	15,9%	72,9	6,9%
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	1.129,2	1.533,1	92,7%	1.818,9	18,6%	1.855,1	2,0%

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Đơn vị: Tỷ đồng	2010	2011	+/- % 2010	2012	+/- % 2011
Doanh thu thuần	972,1	1.553,2	59,8%	1.468,9	-5,4%
Giá vốn hàng bán	-759,1	-1.230,9	62,1%	-1.131,6	-8,1%
Lãi gộp	213,0	322,3	51,3%	337,3	4,6%
Thu nhập tài chính	20,1	2,8	-85,9%	3,0	3,9%
Chi phí tài chính	-58,0	-110,0	89,5%	-113,8	3,5%
Trong đó: Chi phí tiền lãi vay	51,2	96,5	88,6%	86,9	-9,9%
Chi phí quản lý DN	-59,9	-87,4	45,9%	-101,4	16,0%
Lãi/(Lỗ từ hoạt động kinh doanh)	115,2	127,8	10,9%	125,0	-2,2%
Thu nhập/(Chi phí khác)	1,4	0,2	-86,1%	-1,7	-977,5%
Lợi nhuận trong công ty liên kết	1,2	2,5	102,5%	2,4	-3,5%
Lãi/(Lỗ ròng trước thuế)	117,8	130,5	10,8%	125,8	-3,6%
Thuế TNDN - Hiện thời	-15,5	-18,8	21,2%	-19,6	4,1%
Lãi/(Lỗ ròng sau thuế)	102,2	111,6	9,2%	106,2	-4,9%
Lãi/(Lỗ thuần của cổ đông công ty mẹ)	88,7	94,7	6,8%	94,4	-0,3%
Lãi cơ bản trên cổ phiếu	7.582	4.499	-40,7%	4.484	-0,3%

CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2010	2011	2012
Chỉ tiêu tăng trưởng			
Tổng tài sản	1.533,14	1.818,85	1.855,14
Vốn chủ sở hữu	466,23	532,08	578,17
Doanh thu	14,61%	59,77%	-5,34%
LNTT	-1,68%	10,77%	-3,60%
LNST	-2,82%	9,19%	-4,90%
Khả năng sinh lời			
Tỷ suất LN gộp	21,91%	20,75%	22,96%
Tỷ suất LN ròng	10,52%	7,19%	7,23%
ROA	5,79%	5,21%	5,09%
ROE	19,03%	17,81%	16,33%
Cơ cấu vốn và tài sản			
Nợ/Tổng tài sản (lần)	0,66	0,67	0,65
Nợ/Vốn chủ sở hữu (lần)	2,16	2,29	2,08
Vay dài hạn/Tổng tài sản (lần)	0,11	0,05	0,02
Vay dài hạn/Vốn chủ sở hữu (lần)	0,08	0,08	0,08
Nợ ngắn hạn/Tổng tài sản (lần)	0,21	0,23	0,28
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu (lần)	2,62	2,62	2,62
Khả năng thanh toán			
TS thanh toán hiện thời	1,29	1,27	1,31
TS thanh toán nhanh	0,68	0,69	0,88
TS thanh toán tiền mặt	0,12	0,12	0,12
Hiệu quả hoạt động			
Số ngày các khoản phải thu	146,23	125,04	183,08
Số ngày hàng tồn kho	213,00	171,49	183,74
Vòng quay TTS	0,73	0,93	0,80

CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) nhằm cung cấp thông tin tổng quan hoạt động sản xuất kinh doanh cũng như phân tích thực trạng và triển vọng phát triển của doanh nghiệp.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

**Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank
198 Trần Quang Khải, Hà Nội
Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024
Fax: 84 - 4 - 39 360 262**

<http://www.vcbs.com.vn>