

Ngành Xây dựng

Báo cáo giới thiệu cơ hội đầu tư

17 tháng 4, 2014

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **20.300**

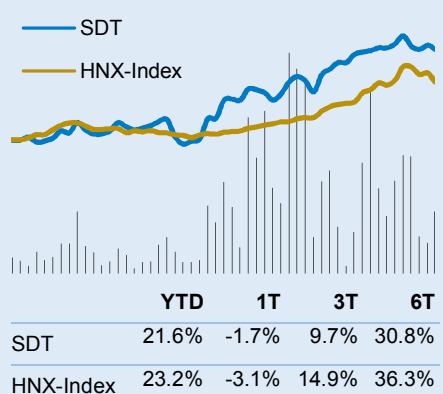
Giá thị trường (17/4/2014) 16.700

Lợi nhuận kỳ vọng 21%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	8100 -18000
Vốn hóa	476.38 tỷ
SL cổ phiếu lưu hành	27.378.000 CP
KLGD bình quân 10 ngày	219,793
% sở hữu nước ngoài	5.51%
Room nước ngoài	33.9%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.500 VND
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	15%
Beta	0.69

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Nguyễn Nam Ngà

(84 4) 3928 8080 ext 609

nguyennamnga@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Sông Đà 10

Mã giao dịch: SĐT

Reuters: SDT.HN

Bloomberg: SDT VN

Triển vọng dự báo ổn định tới 2016

Đơn vị tiên phong trong ngành xây dựng công trình ngầm. SĐT hiện tại là doanh nghiệp có quy mô và thị phần lớn nhất trong lĩnh vực xây dựng công trình ngầm. Nhờ lợi thế các dự án lớn từ tổng công ty Sông Đà, SĐT đã tham gia thi công nhiều công trình trọng điểm quốc gia.

Duy trì kết quả kinh doanh ổn định từ các công trình thủy điện và giao thông vận tải đang thi công. Các dự án hiện tại công ty đang đảm nhiệm như thủy điện Huội Quảng, thủy điện Lai Châu, Dự án hầm đường bộ đèo Cả. Duy trì doanh thu và lợi nhuận ổn định từ năm 2014 đến 2016.

Duy trì mức chia cổ tức tốt. SĐT đề ra kế hoạch kinh doanh khá thận trọng, nhắm tới mục tiêu duy trì mức cổ tức hấp dẫn nhà đầu tư. Công ty chia cổ tức ở mức khá cao: 18% trong năm 2012, 15% năm 2013. Dự kiến cổ tức 12% năm 2014.

Chỉ số tài chính tương đối lành mạnh, hiệu quả hoạt động SXKD cao hơn các công ty cùng tổng Sông Đà. SĐT duy trì mức tổng nợ/tổng tài sản khoảng 60-70%, chỉ số thanh toán hiện hành lớn hơn 1. ROA, ROE, biên lợi nhuận của SĐT cao hơn SD5, SD6, SD7.

Rủi ro nợ khó đòi gia tăng. Trong kết cấu tài sản ngắn hạn, tỷ trọng khoản phải thu của SĐT tăng hơn 10% từ 2011 đến 2012.

Sau 2016 nguồn cung dự án chưa rõ ràng. Quy hoạch thủy điện và hầm giao thông đường bộ dần đi vào ổn định. Trong khi các dự án thủy điện luôn chiếm tỷ trọng cao trong tổng doanh thu của SĐT, số lượng dự án công trình thủy điện giảm, dẫn đến việc giảm phần lớn nguồn cung dự án cho SĐT.

Khuyến nghị. Chúng tôi đánh giá SĐT là cổ phiếu cơ bản tốt, nền tảng sản xuất kinh doanh vững chắc. Nhà đầu tư có thể xem xét **mua vào** với mức giá kỳ vọng khoảng **20.300** đồng/cổ phần.

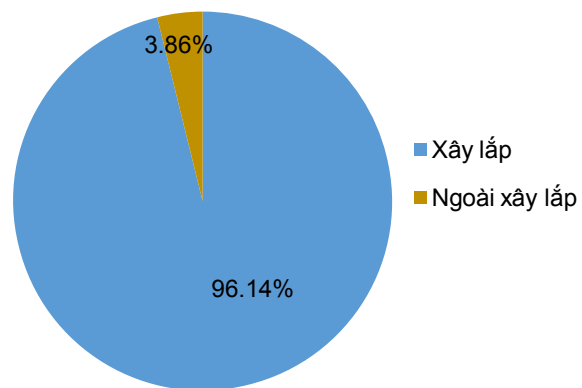
Một số chỉ tiêu tài chính của SĐT

Chỉ số tài chính	2010	2011	2012	2013	2014
Doanh thu (triệu đồng)	972.132	1.553.188	1.487.927	1.360.572	1.100.000
EBITDA (triệu đồng)	213.000	322.309	337.295	301.886	243.455
EBIT (triệu đồng)	117.76	130.45	127.673	111.489	104.001
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	102.235	111.628	107.929	83.640	78.001
EPS (đồng/cổ phần)	7.582	4.499	4.538	2.718	2.840
P/E (x)	2,2	3,6	3,6	6,2	6,2
P/B (x)	0,4	0,6	0,6	0,8	N/A
ROA (%)	6,7 %	5,7 %	5,2 %	3,8 %	N/A
ROE (%)	20,1%	19,0%	17,2%	13,8%	N/A

Sơ lược về SDT

Hoạt động của SDT chủ yếu đến từ xây dựng công trình ngầm và dịch vụ dưới lòng đất: các công trình thủy điện, hầm giao thông và một phần nhỏ đến từ hoạt động xây dựng dân dụng. Tính đến 2014, SDT đã hoàn thành hơn 30 gói thầu tại các công trình thủy điện, với tổng giá trị lên đến gần 6.000 tỷ, 6 công trình giao thông chính tổng trị giá khoảng 870 tỷ, 5 công trình dân dụng trị giá khoảng 23 tỷ, 6 công trình thủy lợi trị giá khoảng 220 tỷ. Tổng giá trị từ hoạt động xây lắp của SDT đóng góp 96,14% doanh thu trong năm 2013, giá trị SXKD ngoài xây lắp chiếm phần còn lại khoảng 3,86%.

Cơ cấu doanh thu SDT 2013



Nguồn: SDT, BVSC tổng hợp

Điểm nhấn đầu tư

Đơn vị tiên phong trong ngành xây dựng công trình ngầm. SDT hiện tại là doanh nghiệp có quy mô và thị phần lớn nhất trong lĩnh vực xây dựng công trình ngầm. Nhờ lợi thế các dự án lớn từ tổng công ty Sông Đà, SDT đã tham gia thi công nhiều công trình trọng điểm quốc gia như:

Một số công trình SDT đã tham gia thi công				
STT	Tên công trình	Công suất	Chủ đầu tư	Giá trị gói thầu
1	Thủy điện Hoà Bình	1.920 MW	EVN	600 tỷ đồng
2	Thủy điện Yaly	720 MW	EVN	900 tỷ đồng
3	Thủy điện Tuyên Quang	342 MW	BQL thủy điện 1	560 tỷ đồng
4	Thủy điện Nậm Chiến	210 MW	Công ty CP thủy điện Nậm Chiến	500 tỷ đồng
5	Thủy điện Sơn La	2.400 MW	BQL thủy điện Sơn La	600 tỷ đồng
6	Hầm Đường bộ qua đèo Hải Vân - Gói thầu IB	S = 110 m ² L = 2700 m	PMU 85 - Bộ GTVT	500 tỷ đồng

Nguồn: SDT, BVSC tổng hợp

Các hợp đồng lớn đang triển khai đảm bảo hoàn thành kế hoạch kinh doanh 2014. Dự báo năm 2014 doanh thu của SĐT chủ yếu đến từ 3 dự án: Thủy điện Huội Quảng, Thủy điện Lai Châu, và công trình Hàm Đèo Cả. Trong đó riêng 2 hợp đồng thi công thủy điện Huội Quảng và hầm giao thông Đèo Cả, mỗi hợp đồng đã đóng giá trị khoảng 400-500 tỷ. Cả năm 2014, chúng tôi ước tính doanh thu của SĐT vào khoảng 1.100 tỷ, lợi nhuận trước thuế ở mức 104 tỷ, đạt mức kế hoạch đề ra. Năm 2014, SĐT lên kế hoạch đạt doanh thu 1.078,480 tỷ và lợi nhuận trước thuế đạt 103,020 tỷ.

Ước tính doanh thu từ các dự án của SĐT	
Dự án	Doanh thu 2014
▪ Thủy Điện Huội Quảng	400-500 tỷ
▪ Thủy Điện Lai Châu	100-200 tỷ
▪ Hầm giao thông Đèo Cả	400 tỷ
Tổng Doanh Thu	1.100 tỷ

Chi Tiết Gói Thầu Huội Quảng của SĐT	
Hạng mục công việc	Giá trị (Tỷ Đồng)
Đường hầm dẫn nước, hầm xả	431
Giếng điều áp thượng lưu	177
Gian biến áp, nhà máy, hầm van	382
Giếng điều áp Hạ Lưu	160
Cửa ra và kênh xả	4
Hầm VH1,2 hầm TN1,2,3,4,5,6,7,8	42
Hầm KT1,2,3,5,6	188
Hầm GT1, GT2, GT3	164
Khoan nổ khai thác đá	3
Công trình tạm phục vụ thi công	201
Giếng nghiêng	37
Tổng giá trị	1.786

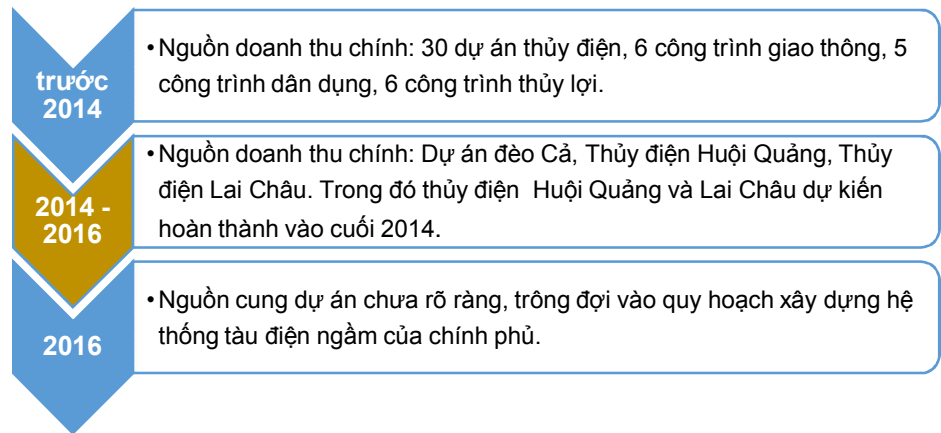
Nguồn: SĐT, BVSC tổng hợp

Triển vọng kinh doanh 2014-2016. Đây là giai đoạn SĐT đã hoàn thành các công trình thủy điện, nguồn dự án của SĐT sẽ chủ yếu là các công trình ngầm giao thông. Theo nhận định của BVSC, kết quả kinh doanh của SĐT sẽ vẫn tiếp tục được duy trì ổn định vì những lý do sau đây:

- SĐT đang thi công công trình hầm Đèo Cả, một trong những dự án lớn nhất của quy hoạch nâng cấp mở rộng quốc lộ 1A. Tổng đầu tư của dự án này trị giá 15.630 tỷ VND, bao gồm hai hầm đèo Cả và đèo Cổ Mã, tổng chiều dài khoảng 4.400km. Giá trị gói thầu SĐT thi công ở

Đèo Cả 2.000 tỷ, và Đèo Cả Mã 573 tỷ. Dự kiến đến năm 2016, công trình sẽ hoàn thành và đi vào hoạt động. Đây là dự án cung cấp doanh thu cho SĐT cho đến 2016.

- ❑ Quy hoạch mở rộng nâng cấp đường bộ cao tốc Việt Nam được triển khai trên 22 khung đường và 5.873 km. Với ưu thế vượt trội trong lĩnh vực công trình ngầm, chúng tôi cho rằng SĐT sẽ được đảm nhiệm những dự án lớn từ quy hoạch nâng cấp đường bộ cao tốc Việt Nam, và đường Hồ Chí Minh.



Khối lượng các công trình ngầm kể từ sau 2016 dự báo không còn nhiều, sẽ ảnh hưởng tới hoạt động sản xuất kinh doanh của SĐT. Theo đánh giá của chúng tôi, sau năm 2016, nguồn cung dự án của SĐT phụ thuộc đáng kể vào dự án tàu điện ngầm của chính phủ bởi quy hoạch thủy điện và giao thông đường bộ có thể sẽ hết nguồn việc. Mặc dù, SĐT có định hướng nâng tỷ trọng lĩnh vực khai thác và chế biến khoáng sản, trồng cây công nghiệp trong tổng doanh thu của công ty. Mục tiêu đến năm 2015, giá trị SXCN chiếm khoảng 15%-20% tổng giá trị SXKD nhưng chúng tôi đánh giá, SĐT rất khó chuyển đổi cơ cấu SXKD khi nguồn cung dự án công trình ngầm trở nên khan hiếm, có thể ảnh hưởng đáng kể đến KQKD của công ty trong dài hạn.

Cổ tức duy trì ổn định ở mức cao. SĐT chia cổ tức với tỷ lệ khá cao: 18% năm 2012, 15% năm 2013, và kế hoạch trả cổ tức ở mức 12% năm 2014. Với triển vọng kinh doanh tương đối ổn định cho tới năm 2016, chúng tôi cho rằng SĐT có thể duy trì tỷ lệ trả cổ tức trên trong các năm tới.

Tổng Công Ty Sông Đà dự kiến nâng tỷ lệ sở hữu của SĐT lên 65%. Theo đề án tái cấu trúc của Tổng công ty Sông Đà, mục tiêu là giảm bớt đầu mối và tập trung vào 4 lĩnh vực kinh doanh chính:

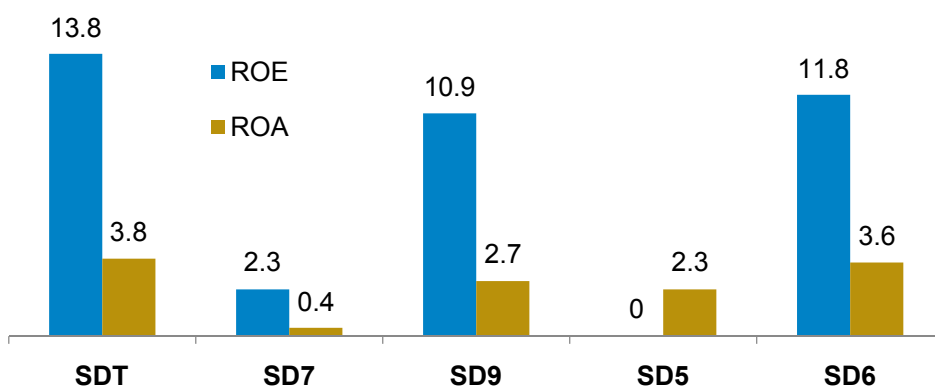
- ❑ *Tổng thầu xây dựng và tổng thầu EPC (bao gồm tư vấn thiết kế, mua sắm thiết bị, xây dựng và lắp đặt các công trình công nghiệp, giao thông, dân dụng, điện, thủy lợi, tổ hợp các công trình ngầm);*
- ❑ *Đầu tư, sản xuất và kinh doanh điện năng theo hình thức BOT, BOO;*
- ❑ *Phát triển nhà ở và đô thị;*
- ❑ *Sản xuất và kinh doanh thép;*

Theo đề án tái cấu trúc này, cho đến 2015 tổng công ty Sông Đà sẽ giữ 65% vốn điều lệ trở lên đối với một số công ty con chính như SDT, SD9, SD2, SD7, SD6. Hiện tỷ lệ sở hữu của Tổng Sông Đà đối SDT là hơn 51%. Trong năm 2014, SDT dự kiến phát hành thêm 12.622.000 cổ phiếu theo hình thức chào bán riêng lẻ cho tổng công ty Sông Đà để nâng tỷ lệ sở hữu lên 65%. Số tiền thu về 176,70 tỷ đồng sẽ sử dụng cho một số dự án như: Thủy Điện Nậm He 30 tỷ, mua sắm thiết bị 18,6 tỷ, bổ sung vốn kinh doanh 128,1 tỷ.

Đồng thời, theo định hướng của dự án tái cấu trúc này, Tổng công ty Sông Đà chỉ đạo SDT sáp nhập công ty Sông Đà 10.1, nâng tỷ lệ sở hữu của SDT tại Sông Đà 10.1 từ 50,19% lên 100% trong năm 2014.

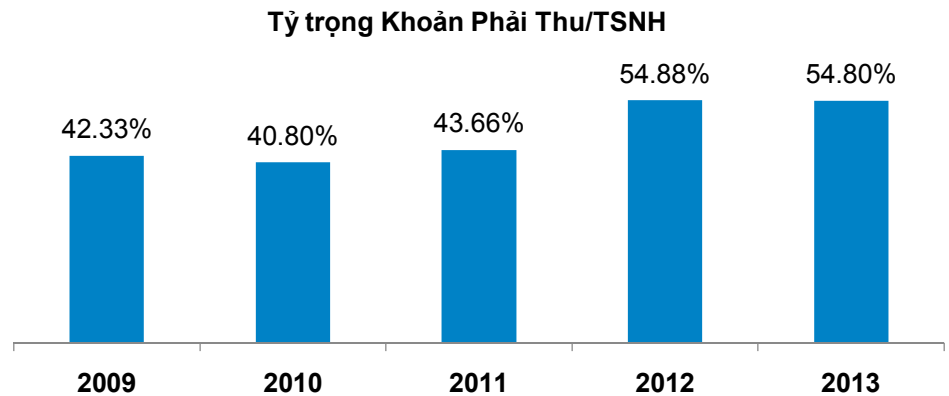
Chỉ số hiệu quả hoạt động tốt hơn các doanh nghiệp Sông Đà khác. Các chỉ tiêu về kết quả hoạt động như ROA, ROE, SDT đều cao hơn các doanh nghiệp Sông Đà khác như SD 5, SD6, SD7, SD9. Tình hình tài chính của SDT cũng tương đối ổn định, tỷ trọng tổng nợ/tổng tài sản giao động khoảng khoảng 60-70% trong suốt các năm từ 2009 đến 2013. Hiện tại tỷ trọng này của SDT đang ngang với mức trung bình các công ty trong ngành. Chỉ số thanh toán hiện hành là 1,3 và chỉ số thanh toán nhanh 0,9, thể hiện tình hình tài chính tương đối lành mạnh của công ty.

So sánh chỉ số ROA & ROE của một số công ty Sông Đà



Nguồn: SDT, BVSC tổng hợp

Rủi Ro nợ khó đòi gia tăng. Trong kết cấu tài sản ngắn hạn, tỷ trọng khoản phải thu của SDT tăng hơn 12% từ 43% năm 2011 đến 55% năm 2012, duy trì ở mức 55% năm 2013. Điều này cho thấy khó khăn trong công tác thu hồi nợ của SDT từ các dự án đang thực hiện. Tuy nhiên theo đánh giá của BVSC, gia tăng nợ khó đòi trong những năm vừa qua là xu hướng chung của ngành xây dựng.



Khuyến nghị đầu tư

SĐT là đơn vị dẫn đầu trong lĩnh vực thi công công trình ngầm với nguồn cung dự án ổn định, đảm bảo doanh thu đạt kế hoạch đề ra cho tới 2016. Thêm vào đó tình hình tài chính của công ty tương đối lành mạnh, tỷ lệ trả cổ tức hàng năm ở mức cao. Cổ phiếu SĐT hiện đang giao dịch với P/E khoảng 6.2 lần, thấp hơn khá nhiều so với trung bình ngành xây dựng (khoảng 11,4x) và trung bình của thị trường (khoảng 14x). Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu SĐT với mức giá kỳ vọng là **20.300 đồng/cổ phần**.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 799