

Ngành Xây dựng

Báo cáo phân tích

4 tháng 5, 2015

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **18.700**

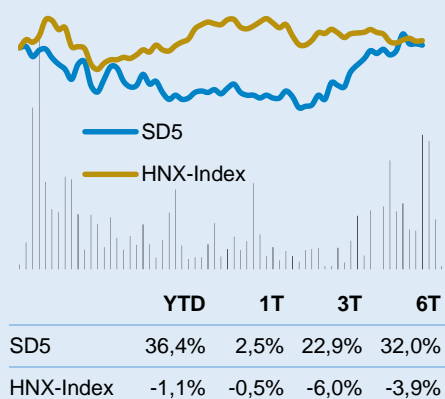
Giá thị trường (4/5/2015) 16.100

Lợi nhuận kỳ vọng **+16,1%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	10.840 - 17.000
Vốn hóa	419
SL cổ phiếu lưu hành	25.999.848
KLGD bình quân 10 ngày	274.973
% sở hữu nước ngoài	4,56%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.800
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	11,2%
Beta	0,95

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Phan Thùy Trang

(84 4) 3928 8080 ext 621

phanthuytrang@baoviet.com.vn

Dự án Thủy điện Nậm Nghiệp 1 đảm bảo nguồn việc ổn định 2-3 năm tới và đem lại tỷ suất lợi nhuận tốt hơn

KQKD quý 1/2015. Doanh thu và LNST dự kiến đạt lần lượt 500 tỷ đồng và 15 tỷ đồng, tăng trưởng 21% về doanh thu và 89% về lợi nhuận so với cùng kỳ năm ngoái. Trong đó, doanh thu chủ yếu đến từ giá trị xây lắp công trình thủy điện Lai Châu.

Triển vọng 2015. Năm 2015, SD5 đặt kế hoạch Doanh thu 1.905 tỷ đồng và LNST 59 tỷ đồng, tuy nhiên theo chúng tôi, doanh thu và lợi nhuận thực hiện trong năm 2015 sẽ vượt kế hoạch đề ra:

- SD5 trúng thầu dự án thủy điện Nậm Nghiệp 1 – Lào với giá trị lớn **140 triệu USD, trong đó có 80 triệu USD hợp đồng đã ký.** Tổng giá trị hợp đồng dự kiến thực hiện trong năm 2015 vào khoảng 30 triệu USD ~ 600 tỷ đồng bao gồm các hạng mục thi công chính như Đào đập chính, lắp đặt và vận hành nhà máy bê tông, lắp đặt vận hành băng tải vận chuyển vữa bê tông và trạm trộn bê tông RCC.
- Dự án thủy điện Nậm Nghiệp 1 – Lào dự kiến sẽ đem lại mức biên lợi nhuận ròng cao hơn** so với các dự án thủy điện tại Việt Nam mà SD5 đã thực hiện nhờ (1) Tận dụng khối lượng máy móc thiết bị đã khấu hao gần hết từ dự án thủy điện Lai Châu (2) Chính sách công nợ của chủ đầu tư Nhật Bản Obayashi khá tốt, do đó nhu cầu vốn lưu động trong năm sẽ giảm, giúp tiết giảm chi phí tài chính cho doanh nghiệp.

Nhờ trúng thầu dự án Nậm Nghiệp 1 tại Lào có giá trị lớn, hứa hẹn tỷ suất lợi nhuận tốt hơn so với các dự án thủy điện tại Việt Nam. Theo đó, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST năm 2015 của SD5 sẽ đạt lần lượt 2.085 tỷ đồng và 73 tỷ đồng, tăng trưởng 4% và 35% so với năm 2014.

Một số chỉ tiêu tài chính của SD5

Chỉ số tài chính	2012	2013	2014	2015F
Doanh thu (tỷ đồng)	1.028	2.039	2.011	2.085
EBITDA (tỷ đồng)	150	337	299	277
EBIT (tỷ đồng)	117	176	181	187
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	32	25	54	73
EPS (đồng/cổ phần)	3.261	1.505	2.118	2.822
P/E (x)	4,97	10,76	7,65	5,74
P/B (x)	0,38	0,76	0,83	0,77
ROA (%)	2,13%	1,48%	2,70%	3,76%
ROE (%)	7,72%	7,08%	12,40%	13,00%

Báo cáo phân tích lần đầu

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	52,94%
Sở hữu nước ngoài	4,56%
Sở hữu khác	42,50%

CỔ ĐÔNG LỚN

Tổng Công ty Sông Đà	60,5%
Quỹ đầu tư tăng trưởng Việt Nam VF2	4,37%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	939	1.028	2.039	2.011	2.085
Giá vốn	797	814	1.755	1.762	1.827
Lợi nhuận gộp	142	214	284	249	258
Doanh thu tài chính	4	2	2	1	1
Chi phí tài chính	44	115	173	114	98
Lợi nhuận sau thuế	31	32	25	54	73

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014	2015F
Tiền & khoản tương đương tiền	95	35	29	12	48
Các khoản phải thu ngắn hạn	346	437	546	488	459
Hàng tồn kho	278	379	735	700	726
Tài sản cố định hữu hình	380	548	615	567	507
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	63	50	24	21	21
Tổng tài sản	1.220	1.543	2.108	1.972	1.952
Nợ ngắn hạn	261	428	829	706	659
Nợ dài hạn	233	287	346	254	220
Vốn chủ sở hữu	392	401	398	522	564
Tổng nguồn vốn	1.220	1.543	2.108	1.972	1.952

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014	2015F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	-27%	9%	98%	-1%	4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-54%	3%	-21%	116%	35%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	15,16%	20,85%	13,95%	12,37%	12,37%
Lợi nhuận thuần biên (%)	3,29%	3,08%	1,23%	2,70%	3,52%
ROA (%)	2,53%	2,05%	1,29%	2,79%	3,76%
ROE (%)	7,89%	7,91%	6,81%	10,53%	13,00%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	68%	74%	81%	74%	71%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	211%	285%	430%	278%	246%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	3.428	3.261	1.505	2.118	2.823
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	41.878	42.633	21.211	19.500	21.123

Giá trị các hợp đồng đã ký kết đủ để đảm bảo nguồn việc ổn định cho SD5 tới 2017

SD5 đã trúng thầu 2 dự án thủy điện Nậm Nghiệp 1 – Lào và thủy điện Bắc Mê với giá trị lớn. Đây sẽ là 2 dự án đóng góp nguồn thu chính trong 2 năm tới cho SD5. Trong đó giá trị sản lượng tại dự án Nậm Nghiệp 1 – Lào đã ký chính thức khoảng 80 triệu USD trên tổng số 140 triệu USD giá trị sản lượng dự kiến thực hiện toàn dự án.

Ngoài 2 gói thầu lớn trên, SD5 còn một số gói thầu khác như gói thầu giá trị 500 tỷ đồng tại dự án Thủy điện Lai Châu đã được hoàn thành trong quý 1/2015. Một số gói thầu nằm trong kế hoạch triển khai như gói thầu tại thủy điện Chi Khê, gói thầu tại dự án đường sắt đô thị Hà Nội, dự án Golden Nam An Khánh và một số gói thầu tiềm năng khác như gói thầu tại Thủy điện Bảo Lâm, mua mỏ đá cung cấp nguyên vật liệu tại dự án lọc dầu Long Sơn - Vũng Tàu,..

Giá trị các hợp đồng đã ký kết, trong đó dự án trúng thầu có giá trị cao nhất là dự án Nậm Nghiệp 1 - Lào

Dự án	Các hạng mục thi công	Tổng giá trị hợp đồng	Giá trị hợp đồng đã ký kết	Giá trị sản xuất kinh doanh dự kiến trong năm 2015
Dự án Nậm Nghiệp 1 – Lào (30 tháng thi công)	<ul style="list-style-type: none"> - Đào đập chính (8,4 triệu USD) - Gói nhà máy 18M (lắp đặt và vận hành 12 triệu USD) - Gói thầu trạm trộn bê tông RCC (2,9 triệu USD) - Lắp đặt băng tải vận chuyển (6,7 triệu USD) - Vận hành băng tải vận chuyển - Gói nhà máy lớn - Cung cấp nguyên vật liệu đầu vào 	140 triệu USD ~ 2.900 tỷ đồng	80 triệu USD ~ 1.700 tỷ đồng	Tổng giá trị gói thầu dự kiến thực hiện trong năm khoảng 30 triệu USD, trong đó: <ul style="list-style-type: none"> - Đào đập chính (8,4 triệu USD) - Gói nhà máy 18M (lắp đặt và vận hành 12 triệu USD) - Gói thầu trạm trộn bê tông RCC (2,9 triệu USD) - Lắp đặt băng tải vận chuyển (6,7 triệu USD)
Dự án thủy điện Bắc Mê (28 tháng thi công)	Xây dựng toàn bộ các hạng mục công trình chính	496 tỷ đồng	496 tỷ đồng	105 tỷ đồng
Dự án Thủy điện Lai Châu	Xây dựng cơ bản và SXCN phục vụ xây lắp	1.700 tỷ đồng	1.700 tỷ đồng	Còn lại khoảng 521 tỷ đồng giá trị sản lượng, đã hoàn thành trong Q1/2015
Dự án Thủy điện Chi Khê				Kế hoạch thực hiện 100 tỷ đồng
Dự án đường sắt đô thị Hà Nội		145 tỷ đồng	145 tỷ đồng	Kế hoạch thực hiện 14 tỷ đồng
Dự án Golden Nam An Khánh				Kế hoạch thực hiện 90 tỷ đồng
Tổng giá trị 2015				1.820 tỷ đồng

Triển vọng 2015: Dự án Nậm Nghiệp 1 tại Lào hứa hẹn đem lại mức biên lợi nhuận ròng cao hơn so với các dự án thủy điện tại Việt Nam mà SD5 đã thực hiện

SD5 sẽ tận dụng được máy móc thiết bị đã khấu hao gần hết từ dự án thủy điện Lai Châu. SD5 sẽ chuyển máy móc thiết bị tại nhà máy Lai Châu sang lắp đặt và vận hành tại dự án thủy điện Nậm Nghiệp 1 tại Lào. Mặc dù phải chịu chi phí vận chuyển sang Lào, nhưng nhờ các thiết bị máy móc đã khấu hao đến 95% do đó mức biên lợi nhuận ròng thi công xây lắp dự đoán sẽ khả quan hơn.

Chính sách công nợ của chủ đầu tư dự án Nậm Nghiệp 1 (Obayashi Nhật Bản) khá tốt, do đó SD5 sẽ không phải vay nợ nhiều trong năm để tài trợ nhu cầu vốn lưu động. Các doanh nghiệp xây lắp nói chung thường phải chịu vay nợ tương đối lớn do đặc thù công nợ phải thu chậm trễ từ chủ đầu tư. Nhờ chính sách công nợ tốt, khả năng vốn vay trong năm sẽ giảm, cộng hưởng với mặt bằng lãi suất tiếp tục thấp, chi phí lãi vay sẽ được tiết giảm.

Hạng mục công trình dự kiến 2015	Giá trị gói thầu	LN và biên lợi nhuận ước tính
Tổng dự án Nậm Nghiệp 1 - Lào	30 triệu USD ~ 600 tỷ đồng	~ 63 tỷ đồng
- Thi công Đào đập chính	8,4 triệu USD ~ 181 tỷ đồng	10% ~ 18 tỷ đồng
- Lắp đặt và vận hành nhà máy bé	12 triệu USD ~ 260 tỷ đồng	10% ~ 25 tỷ đồng
- Lắp đặt và vận hành băng tải vữa RCC	6,7 triệu USD ~ 144 tỷ đồng	10% ~ 14 tỷ đồng
- Thi công trạm trộn RCC	2,9 triệu USD ~ 62 tỷ đồng	10% ~ 6 tỷ đồng
Dự án Thủy điện Bắc Mê	105 tỷ đồng	2% ~ 2 tỷ đồng
Dự án Thủy điện Lai Châu	500 tỷ đồng	15 tỷ đồng
Dự án Thủy điện Chi Khê	100 tỷ đồng	2 tỷ đồng
Dự án đường sắt đô thị Hà Nội	14 tỷ đồng	0,3 tỷ đồng
Dự án Golden Nam An Khánh	90 tỷ đồng	2 tỷ đồng
Tổng lợi nhuận ước tính sơ bộ		~ 84 tỷ đồng

(Nguồn: BVSC ước tính)

SD5 đã giảm dần sự phụ thuộc vào Tổng Công ty Sông Đà khi tự đấu thầu các công trình xây dựng từ các chủ đầu tư nước ngoài

Tự chủ trong hoạt động đấu thầu công trình. Trong khi các công ty khác trong dòng Sông Đà vẫn do Tổng công ty Sông Đà chỉ định thầu, SD5 đã tự chủ đấu thầu và chứng minh năng lực uy tín đối với các chủ đầu tư nước ngoài. Trong tương lai, SD5 hướng tới làm tổng thầu EPC các công trình thủy điện vừa và nhỏ tại Lào.

Thủy điện tại Lào có nhiều tiềm năng phát triển. Quốc gia Lào đóng góp tới 35% thành phần cung cấp lưu lượng nước cho con sông Mê Kông. Do đó, đất nước này có nguồn tài nguyên nước phong phú và địa hình phù hợp cho việc phát triển thủy điện. Chính phủ Lào cũng ưu tiên phát triển thủy điện trong kế hoạch phát triển năng lượng quốc gia nhằm đáp ứng nhu cầu phát triển kinh tế và đặc biệt nhằm cung cấp điện sang các quốc gia láng giềng như Thái Lan, Campuchia và Việt Nam ...những nơi có nhu cầu điện năng ngày càng lớn. Hiện nay có gần 3.000 MW công suất thủy điện được vận hành, đáp ứng 98% nhu cầu tiêu thụ tại Lào, đồng thời có khoảng 3.000 MW công suất các nhà máy thủy điện đang được xây dựng. Trong tương lai, với mục tiêu phát triển thị trường điện năng, chính phủ Lào dự định sẽ có thêm khoảng 20.000 MW công suất thiết kế được cung cấp từ các dự án thủy điện xây dựng mới.

Định hướng hoạt động khác so với các công ty dòng Sông Đà khi quyết định hoạt động tại thị trường Lào, nơi còn nhiều tiềm năng cho các dự án thủy điện triển khai. Trong khi SD6 và SD9 chuyển hướng sang lĩnh vực hạ tầng giao thông, SDT với chuyên môn riêng biệt về đào hầm các công trình thủy điện và giao thông thì SD5 có hướng đi mới khi tham gia thị trường thủy điện tại Lào, nơi còn nhiều tiềm năng phát triển và phù hợp với năng lực kinh nghiệm của doanh nghiệp.

Tên Công ty	Chuyên môn	Định hướng hoạt động	Mức độ phụ thuộc
SD5	Xây lắp các công trình thủy điện	Chuyển hướng xây dựng các công trình thủy điện tại Lào	Đã giảm mức độ phụ thuộc, chủ động tìm kiếm đối tác, chủ đầu tư nước ngoài và thị trường riêng biệt còn nhiều tiềm năng, tiến tới làm tổng thầu EPC các dự án thủy điện vừa và nhỏ tại Lào
SD6	Xây lắp các công trình thủy điện	Giảm dần tỷ trọng xây lắp các công trình thủy điện, chuyển hướng sang xây dựng các công trình hạ tầng và dân dụng	Mức độ phụ thuộc tương đối lớn, phần lớn vẫn do Tổng công ty chỉ định thầu

Báo cáo phân tích lần đầu

SD9	Xây lắp các công trình thủy điện	SD9 chuyển hướng sang tham gia đấu thầu những công trình giao thông hạ tầng, xây dựng	Đã tự chủ hơn khi đấu thầu các công trình ngầm trong thành phố Hà Nội và góp vốn đầu tư các nhà máy thủy điện vừa và nhỏ
SĐT	Đào hầm các công trình thủy điện và giao thông	Hoạt động đặc thù, chủ yếu tại mảng đào hầm các công trình thủy điện	Mức độ phụ thuộc cao, do Tổng công ty Sông Đà chỉ định thầu

Chính sách cổ tức ổn định

Chính sách cổ tức dòng Sông Đà nói chung và SD5 nói riêng tương đối ổn định, bình quân ở mức 15%. Năm 2014, SD5 dự chi trả cổ tức 18% và kế hoạch 2015 ở mức 12%. Với mức giá hiện tại 16.100 đồng/cổ phiếu, lợi suất cổ tức các năm 2014 và 2015 lần lượt khoảng 11,2% và 7,5%.

Công ty con sẽ có lãi trong năm 2015

Công ty ĐTXD và Phát triển năng lượng Sông Đà 5 là công ty con của SD5 với tỷ lệ sở hữu 88%. Doanh nghiệp này thực hiện dự án thủy điện Sông chảy 6 tại Hà Giang với công suất lắp máy 16 MW và tổng mức đầu tư là 410 tỷ đồng. Năm 2014, Doanh nghiệp này lỗ 6 tỷ đồng do khấu hao và chi phí lãi vay ở mức cao. Tuy nhiên với giá điện tính mới trong năm 2015 tăng 10% so với năm 2014, dự kiến doanh nghiệp sẽ có lãi từ 5 – 6 tỷ đồng.

Định giá hấp dẫn

Trên cơ sở ước tính lợi nhuận năm 2015 của SD5 khoảng 73 tỷ đồng, tương ứng mức EPS khoảng 2.823 đồng/cổ phần, PE 2015 ~ 5,74 lần, là mức hấp dẫn nếu so với PE ngành các cổ phiếu trong dòng sông Đà (7,17x) và so với 1 công ty Trung Quốc (Power Construction Corp.) cũng hoạt động xây lắp thủy điện tại Lào (PE 22,75x). Dựa trên 2 phương pháp định giá PE và PB, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý cổ phiếu SD5 là 18.700 đồng/cp, tiềm năng tăng giá 15% so với giá thị trường ngày 24/04/2015 là 16.200 đồng/cp.

Phương pháp so sánh	Tỷ trọng	Giá trị (VND)	Giá mục tiêu
Phương pháp PE	50%	20.200	10.100
Phương pháp PB	50%	17.200	8.600
Giá mục tiêu			18.700
<i>Tiềm năng tăng giá</i>			<i>15%</i>

(Nguồn: BVSC ước tính, PE ngành 7,17x, PB ngành 0,81x)

Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu SD5 với giá mục tiêu **18.700 đồng/cp**, cao hơn 16,1% so với mức giá thị trường ngày 27/04/2015 16.100 đồng/cp do (1) Giá trị sản lượng các công trình ký kết đảm bảo nguồn việc ổn định trong ít nhất 2 năm tới cho SD5 (2) Biên lợi nhuận dự đoán được cải thiện tốt (3) Tiềm năng tăng trưởng tốt nhờ giảm phụ thuộc số lượng các công trình từ Tổng công ty Sông Đà chỉ định và chủ động định hướng tham gia đấu thầu các công trình thủy điện tại Lào nơi còn nhiều tiềm năng phát triển.

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, FCFE, 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, khuyên 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 7999