

Quick Report

SD5

05/11/2013

DVCSpeculator

Target 6/2014: >26.000 VNĐ/CP

(Trong ĐK VNI Uptrend)

Công ty Cổ phần Sông Đà 5 (SD5 - HNX)

Điểm nhấn đầu tư

- SD5 là doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực thi công bê tông khối đồ lớn, Chiếm ưu thế vượt trội về thương hiệu và năng lực so với các công ty khác cùng ngành. Công ty có kinh nghiệm hơn 20 năm trong lĩnh vực xây dựng thủy điện và đã tham gia xây dựng nhiều Công trình thủy điện lớn trong nước như thủy điện Sơn La, thủy điện Tuyên Quang, Hòa Na, Lai Châu.
- Hiện công ty **đã cắt lỗ khoản đầu tư tài chính vào SJS và thoái vốn khỏi S55**. Định hướng chiến lược của SD5 là tập trung vào lĩnh vực xây lắp mà công ty có thế mạnh là thủy điện và thâm nhập lĩnh vực mới là **xây dựng công trình điện hạt nhân**.
- HĐQT CTCP Sông Đà 5 (HNX: SD5) thông qua việc vay **7 triệu USD của Ngân hàng phát triển Châu Á (ADB) để tái cơ cấu** các khoản nợ với lãi suất cao, tại thời điểm 30/06/2013, tổng nợ phải trả của SD5 là 1,480 tỷ đồng. Trong đó, nợ ngắn hạn hơn 1,136 tỷ đồng, xấp xỉ với tài sản ngắn hạn của công ty và nợ dài hạn hơn 344 tỷ đồng. Thời gian vay vốn dự kiến từ quý 4/2014 và quý 1/2015, theo đó SD5 sẽ được **hưởng lãi suất ưu đãi và thời gian ân hạn là 5 năm kể từ ngày vay vốn**.
- Công ty thâm nhập vào lĩnh **vực xây lắp điện hạt nhân** khi tham gia vào xây lắp công trình điện hạt nhân Ninh Thuận. Chủ tịch Hội đồng thành viên Tập đoàn Sông Đà Quyết định phê duyệt Công ty cổ phần Sông Đà 5 đảm **nhận thi công bê tông hạng mục lò phản ứng của nhà máy số 2 và công tác sản xuất vật liệu: cát, đá dăm, bê tông - Công trình nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận**.
- Trong năm 2014, Công ty có triển vọng doanh thu khả quan khi làm tổng thầu thủy điện Chi Khê. Công trình được xây dựng ở bản Chấn Nần, xã Chi Khê, huyện Con Cuông, tỉnh Nghệ An, với tổng giá trị đầu tư hơn 1.370 tỷ đồng, dự kiến công trình sẽ hoàn thành vào tháng 5/2016. Dự án có công suất lắp máy 41MW.

- Hiện tại theo quy hoạch, cả nước hiện còn lại 815 dự án TĐ có tổng công suất là 24.324,3MW. Trong đó, đã vận hành phát điện 268 dự án (14.240,5MW); đang thi công xây dựng 205 dự án (6.198,8MW). Như vậy, trong một **vài năm tới nguồn công việc xây dựng thủy điện tại Việt Nam vẫn còn dồi dào và tiếp tục có khả năng đem lại doanh thu và lợi nhuận cho SD5.**
- SD5 đầu tư xây dựng thủy điện Sông Cháy có công suất 16 MW, nằm trên địa bàn hai xã Thèn Phàng và Ngán Chiên - Huyện Xín Mần - Tỉnh Hà Giang. **Dự án đã đi vào phát điện và đã đem lại doanh thu và lợi nhuận ổn định cho Công ty.**
- KQKD 6 tháng đầu năm của SD5 không cải thiện nhiều so với cùng kỳ do áp lực chi phí lãi vay tăng cao và nguồn công việc mới chưa được ký kết. Các công trình thủy điện Sơn La và thủy điện Lai Châu đã đi vào giai đoạn quyết toán do đó không còn đem lại nhiều doanh thu và lợi nhuận cho Công ty. Chúng tôi cho rằng SD5 nhiều khả năng sẽ chưa đạt mức lợi nhuận sau thuế khả quan trong hai quý cuối năm 2013 do áp lực vay nợ đang tăng lên và các công trình mới chưa nhiều. **Lợi nhuận sẽ khả quan trong các năm 2014 và 2015 trở đi khi các công trình thủy điện mới được ký kết và công trình nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận đi vào xây dựng.** Lợi nhuận sau thuế năm nay ước đạt mức 41.25 tỷ VND và mức EPS **dự kiến khoảng 2,300 VNĐ/CP.** Với sự kỳ vọng cho mức độ tăng trưởng lợi nhuận cao và vị thế đầu ngành trong lĩnh vực xây lắp thủy điện, mức PE kỳ vọng cho SD5 từ 10 đến 12 (tương đương mức PE thị trường) là hợp lý, **giá hợp lý của SD5 là 26,000 -28,600 VNĐ/cp.1**

1. Thông tin cơ bản:

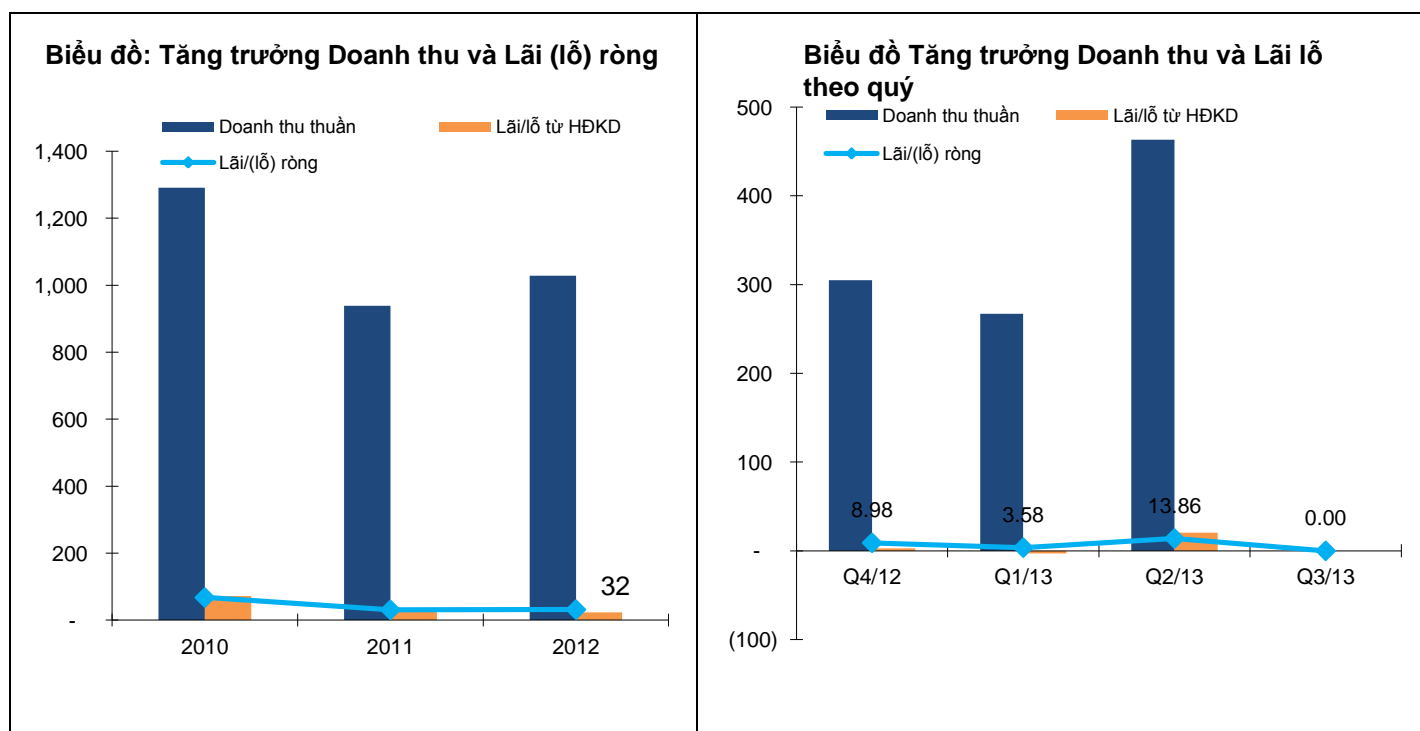
- Lĩnh vực kinh doanh của SD5 tập trung vào 3 mảng chính: **(I) Xây lắp các công trình thủy điện, (II) đầu tư nhà máy thủy điện, (III) xây lắp các công trình điện hạt nhân.**
- **Mảng xây lắp các công trình thủy điện:** SD5 là đơn vị có nhiều kinh nghiệm trong mảng thi công bê tông với khối lượng đồ lớn cho các công trình công nghiệp và dân dụng mà đặc biệt là Thủy điện. Công ty đã áp dụng thành công công nghệ bê tông đầm lăn là một trong những công nghệ được áp dụng lần đầu tại Việt Nam cho thủy điện Sơn La. Trong thời gian tới, mảng xây lắp vẫn là mảng mũi nhọn và đem lại doanh thu chính cho SD5.
- **Mảng xây lắp điện hạt nhân:** SD5 đang được tiếp cận và có tiềm năng tăng trưởng cao từ năm 2015 trở đi (khi nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận đi vào xây dựng).
- **Lĩnh vực đầu tư thủy điện:** Doanh thu sẽ đi vào ổn định khi thủy điện Sông Cháy có công suất 16 MW đi vào hoạt động ổn định và đem lại doanh thu và lợi nhuận kể từ thời điểm 2012.
- Trong các năm tới, Công ty định hướng làm tổng thầu EPC các công trình thủy điện, nhiệt điện và điện hạt nhân. Trong đó giảm dần tỷ trọng doanh thu thủy điện và tăng tỷ trọng điện hạt nhân. Nhà máy

điện hạt nhân Ninh Thuận là tên gọi chung của chuỗi hai nhà máy điện hạt nhân I và II đang trong dự án xây dựng tại tỉnh Ninh Thuận, Việt Nam với tổng công suất trên 4.000 MW. Theo quy hoạch phát triển điện lực Quốc gia, nhà máy điện hạt nhân I và II sẽ được khởi công vào tháng 12 năm 2014 và hoàn thành vào năm 2022, phát điện vào cuối năm 2020. Tổng mức đầu tư dự toán khoảng 200.000 tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2008. Chúng tôi đánh giá việc được tham gia xây lắp công trình này sẽ mở ra cho SD5 một lợi thế cạnh tranh lớn và vị thế vững chắc trong lĩnh vực xây lắp điện hạt nhân của Việt Nam. Trong tương lai, chắc chắn Việt Nam sẽ xây dựng thêm các công trình điện hạt nhân để đáp ứng nhu cầu điện năng ngày càng cao và do đó các doanh nghiệp sớm tiếp cận lĩnh vực này sẽ có tương lai rất tươi sáng.

2. Hoạt động SXKD trong những năm gần đây:

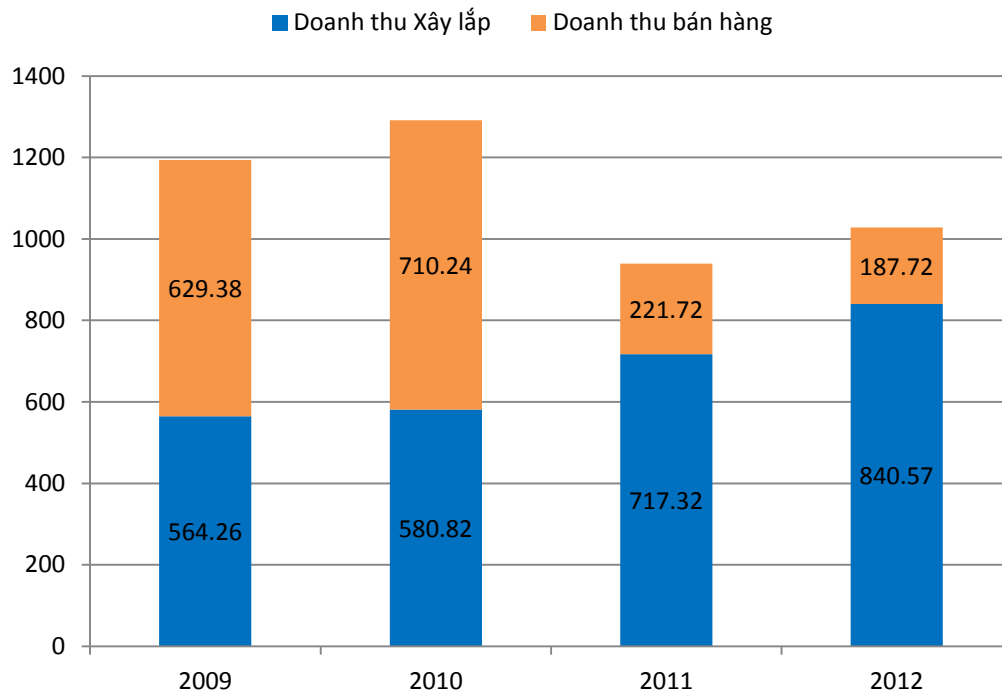
❖ Hoạt động SXKD 3 năm trở lại đây:

- Năm 2012, do khó khăn chung của nền kinh tế vĩ mô, chính sách thắt chặt tiền tệ, lãi suất huy động vốn vay cao, Chủ đầu tư một số dự án Đơn vị tham gia thi công không thu xếp được vốn. Tình hình sản xuất kinh doanh bị giảm về sản lượng do các công trình dự án đồng loạt kết thúc(Thủy điện Sơn La, Nậm Chiến và Hủa Na), sức ép về việc làm cho người lao động tăng cao đã làm ảnh hưởng nghiêm trọng đến hiệu quả sản xuất kinh doanh của đơn vị.
- Những khó khăn đó đã phản ánh rất rõ nét trong KQKD 2012 khi DTT chỉ đạt 1.041 tỷ đồng giảm so với cùng kỳ, chi phí tài chính tăng cao đã khiến SD5 chỉ đạt lợi nhuận 30 tỷ .



- **Thoái vốn khỏi các hoạt động đầu tư kém hiệu quả:** Trong quý I vừa qua, SD5 đã thoái hoàn toàn 2.137.340 cổ phiếu SJS với tổng vốn đầu tư 80 tỷ vào thời điểm quý II/2012. Theo báo cáo tài chính 2012, SD5 đã trích lập hơn 33 tỷ đồng cho khoản đầu tư này. Với việc SJS liên tục giảm mạnh trong 4 tháng đầu năm, SD5 đã phải cắt lỗ khoản đầu tư này vào quý 1 năm 2013.
- **Thứ hai,** SD5 cũng tiếp tục thoái 30,66% vốn đầu tư vào S55 với tổng số 763.460 cổ phiếu. Khoản đầu tư này được SD5 mua với mệnh giá và với việc thoái toàn bộ số cổ phiếu trên vào thời điểm cuối tháng 8 vừa qua trong vùng giá 24 đã đem về cho SD5 khoản doanh thu tài chính 10,68 tỷ trong tổng 12,81 tỷ doanh thu tài chính phát sinh tăng mạnh trong Q3 vừa qua.
- ❖ **Cụ thể hoạt động kinh doanh từ các mảng chính như sau:**
- **Mảng xây lắp thủy điện:** SD5 vẫn tập trung mũi nhọn vào mảng xây dựng công trình thủy điện và đây cũng là mảng mang lại nguồn doanh thu và lợi nhuận chủ yếu cho công ty. Doanh thu từ mảng này trong 2 năm gần đây chiếm trên 93% doanh thu thuần của công ty. Trong những năm 2009-2010 doanh thu từ hoạt động bán bê tông đầm lăn cho các dự án thủy điện lớn mà SD5 tham gia xây lắp như: Thủy điện Tuyên Quang, Thủy điện Hòa Na, thủy điện Bản Vẽ, thủy điện Sơn La... Tuy nhiên trong hai năm gần đây, doanh thu tập trung chủ yếu vào mảng xây lắp khi các công trình thủy điện lớn dần đi vào hoàn thiện.

Cơ cấu doanh thu SD5



- Định hướng trong những năm tới, SD5 sẽ tiếp tục tập trung hoàn thiện các dự án xây lắp các công trình thủy điện hiện có như: Thủy điện Lai Châu, thủy điện Sông Bung 4, thủy điện Dackring, thủy điện

Nậm Non...Mục tiêu của SD5 sẽ giảm dần tỷ trọng doanh thu từ mảng xây lắp Thủy điện từ 93% xuống còn khoảng 70% thay vào đó là tập trung vào các dự án trong lĩnh vực xây dựng Nhiệt điện, điện hạt nhân và giao thông với định hướng đóng góp vào doanh thu là 25%, 5% còn lại đến từ các công trình khác.

- Với thế mạnh và bề dày trong thi công chuyên ngành xây dựng dân dụng và công nghiệp đã và đang đảm nhận các dự án trọng điểm của quốc gia như NM thủy điện Tuyên Quang, Sơn La, Hòa Na, Lai Châu, công trình Nhà Quốc hội... Sông Đà 5 được lựa chọn là một trong những đơn vị thi công Công trình nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận với hạng mục bê tông chính cho lò phản ứng của nhà máy số 2 và công tác sản xuất vật liệu: cát, đá dăm, bê tông - Công trình nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận. Đây là một trong những yếu tố kỳ vọng doanh thu sẽ tiếp tục tăng trưởng trong những năm tới. Mảng đầu tư dự án thủy điện đã đem lại hiệu quả. Thủy điện Sông Chảy đi vào vận hành đem lại doanh thu 22 tỷ cho Công ty trong 2 quý đầu năm 2013. Nhìn chung đây là mảng ổn định song hiệu quả chỉ ở mức vừa phải so với quy mô của Công ty.

3. Đánh giá tài chính và hiệu quả kinh doanh

– Doanh thu:

Doanh thu của SD5 có sự sụt giảm nhẹ trong năm 2011, 2012 và tiếp tục suy giảm trong 2 quý đầu năm 2013 do hai yếu tố cơ bản. Thứ nhất, các công trình thủy điện lớn đã kết thúc trong khi các công trình mới ký kết chưa đem lại doanh thu khi chưa đi vào triển khai. Thứ hai, Áp lực khó khăn nguồn vốn trong 2 năm 2011 và 2012 khiến nhiều chủ đầu tư các dự án thủy điện đã giãn, tạm dừng xây dựng các công trình mới khiến nguồn công việc mới eo hẹp. Công ty ký được ít công trình có giá trị lớn trong năm 2012 và các tháng đầu năm 2013.

- Mặc dù đã được tham gia xây lắp nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận song nguồn doanh thu chỉ đến từ năm 2015 khi vào tháng 12/2014 nhà máy mới triển khai xây dựng. Sau năm 2015, doanh thu từ công trình nhà máy hạt nhân Ninh thuận sẽ bắt đầu phát sinh. Chúng tôi không có con số ước tính chính xác song có thể kỳ vọng mức doanh thu đem lại cho SD5 từ công trình này là rất lớn vì tổng dự toán công trình là 200 nghìn tỷ VNĐ.
- Trong các năm trước, mô hình kinh doanh của Công ty khá đơn giản là chỉ tập trung trong lĩnh vực thủy điện. Tuy nhiên, Công ty đã sai lầm khi đầu tư lớn vào cổ phiếu SJS. Khoản đầu tư này khiến Công ty bị lỗ và chiếm một phần đáng kể nguồn lực tài chính của Công ty. Trong khi đó, Công ty lại phải vay nợ để tài trợ cho hoạt động kinh doanh chính yếu và điều này gây sức ép lên hoạt động kinh doanh thường nhật của Công ty.

- Chúng tôi nhận thấy, Công ty đã có một số động thái chuyển dịch chiến lược khi quyết định cắt lỗ và bán thoái vốn hoàn toàn khối SJS (chấp nhận lỗ 33 tỷ VNĐ) cộng thêm bán hơn 700,000 cổ phiếu S55. Hai thương vụ này đã đem lại cho SD5 một lượng tiền mặt để trả bớt nợ vay.
- Chúng tôi lạc quan với triển vọng tăng trưởng doanh thu trong các năm tới khi SD5 đã ký hợp đồng tổng thầu thủy điện Chi Khê với giá trị gói thầu là khoảng 1300 tỷ VNĐ. Bên cạnh đó, với tình hình kinh tế ổn định và lãi suất giảm, nhiều công trình thủy điện sẽ được tái triển khai và chúng tôi kỳ vọng SD5 sẽ ký tiếp được các hợp đồng xây lắp lớn trong năm 2014 và 2015.
- Doanh thu hai quý đầu năm 2013 của SD5 giảm nhẹ so với cùng kỳ do yếu tố thời điểm. Tuy nhiên doanh thu của Công ty hứa hẹn sẽ cải thiện mạnh vào năm 2014, khi gói thầu xây dựng thủy điện Chi Khê triển khai. Chúng tôi ước tính công trình này cộng các công trình khác có thể đem lại 1200 tỷ VNĐ doanh thu cho SD5 trong 2014 và cải thiện đáng kể hiệu quả kinh doanh và sức khỏe tài chính của Công ty.

Total Revenue	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10 2%
SD5	952.44	1,193.66	1,291.08	939.05	1,028.30	1,080.91	
Construction & Materials	455.90	489.37	600.84	675.99	604.56	546.58	
%Δ diff of indus	109%	144%	115%	39%	70%	98%	
Revenue Growth		2009	2010	2011	2012	ave 4y	10 2%
SD5		25.3%	8.2%	-27.3%	9.5%	56.4%	
Construction & Materials		7.3%	22.8%	12.5%	-10.6%	14.8%	
%D diff of indus		245%	-64%	-318%	-190%	282%	

❖ Lợi nhuận:

- Lợi nhuận của SD5 suy giảm đều trong 2 năm gần đây, mặc dù vậy Công ty chưa bị lỗ một quý nào nhờ vị thế kinh doanh vững mạnh. Nguyên nhân chủ yếu là do chi phí lãi vay tăng cao, doanh thu giảm do không có công trình mới. Áp lực lãi vay của Công ty vẫn ở mức cao trong thời gian gần đây khi mức độ nợ vay tăng lên mặc dù mặt bằng lãi suất cho vay đã giảm.
- Trong các tháng đầu năm 2013, lãi suất cho vay giảm mạnh, cộng thêm các chi phí quản lý và bán hàng được chủ động kiểm soát song không giúp Công ty có lợi nhuận cao do các yếu tố cơ bản là doanh thu vẫn không có sự tiến triển nào rõ nét. Rõ ràng, một công trình lớn với giá trị gói thầu lớn như thủy điện Chi Khê là rất cần thiết cho Công ty lúc này và có khả năng xoay chuyển tình trạng khó khăn của Công ty.

NI / Profit	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10
--------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	---------------	-----------

SD5	50.43	69.90	71.71	30.86	31.62	48.85	2%
Construction & Materials	28.46	40.05	41.06	23.77	5.48	25.85	
%Δ diff of indus	77%	75%	75%	30%	477%	89%	

- Biên lợi nhuận gộp của Công ty vẫn khá tốt so với các Công ty cùng ngành do khả năng quản lý chi phí tốt do đó lợi nhuận gộp của SD5 vẫn khả quan.. Vấn đề của Công ty chỉ là chi phí lãi vay quá cao và doanh thu sụt giảm. Chúng tôi nhận thấy triển vọng lợi nhuận năm 2014 của Công ty khả quan hơn nhờ các công trình mới.

❖ Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của SD5 trong năm 2013 sẽ không có nhiều chuyển biến khi các nguồn công việc mới chưa phát sinh và vào khoảng 41.25 tỷ VNĐ. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trong các năm tiếp theo là cao khi nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận được triển khai xây dựng.

❖ **Hiệu quả quản lý:**

- ROA và ROE của SD5 bị suy giảm đều trong bốn năm trở lại đây do các khó khăn chung của nền kinh tế và Công ty đã đầu tư tài chính dàn trải khiến nguồn lực suy giảm và hiệu quả kinh doanh giảm. Bên cạnh đó, Công ty cũng đầu tư mạnh vào nhà máy thủy điện Sông chảy khiến quy mô tài sản tăng trong khi doanh thu chưa thể có nhiều vì nhà máy mới đi vào khai thác trong năm 2012 dẫn tới hiệu quả sử dụng tài sản giảm. Đến năm 2013, SD5 đã rút vốn khỏi SJS và S55, nhà máy thủy điện Sông Chảy đi vào hoạt động do đó khả năng sinh lời của SD5 nhiều khả năng sẽ tăng lên trong thời gian tới.

- Mặt bằng lãi suất tăng cao trong các năm 2011 và 2012 khiến chi phí lãi vay tăng vọt cũng khiến hiệu quả sinh lời giảm. Trong năm 2013 và các năm sau nhiều khả năng lãi suất sẽ ổn định làm giảm áp lực lên Công ty.

- Từ năm 2014 trở đi, Chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ cải thiện được khả năng sinh lời hiện tại khi kiếm được các hợp đồng xây lắp thủy điện và điện hạt nhân lớn, bán bớt các khoản đầu tư tài chính qua đó giảm quy mô tài sản và trả nợ vay. Tuy nhiên, Chúng tôi không kỳ vọng biên lợi nhuận tăng lên đáng kể trong các quý tới do các công trình lớn sẽ được triển khai xây lắp phần lớn là từ năm 2014 trở đi.

ROE	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10
SD5	40.3%	39.4%	19.0%	7.9%	7.8%	17.2%	2.5%
Construction & Materials	14.1%	17.3%	14.3%	7.7%	1.6%	9.8%	
%Δ diff of indus	186%	128%	33%	3%	395%	76%	
ROA	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10
SD5	6.8%	8.5%	9.3%	2.5%	2.0%	5.0%	2.5%
Construction & Materials	4.0%	5.1%	4.2%	2.2%	0.5%	2.8%	
%D diff of indus	70%	66%	121%	16%	327%	78%	

❖ **Cơ cấu vốn:**

- Mức độ sử dụng vốn vay của SD5 ở mức khá cao khiến hoạt động của Công ty luôn chịu áp lực trong trong giai đoạn khó khăn. Công ty nhạy cảm với sự biến động của lãi suất và vấn đề này sẽ chỉ được giải quyết nếu doanh thu tăng lên, dòng tiền từ các công trình lớn về nhiều để Công ty trả bớt nợ vay. Mức độ vay nợ của Công ty so với trung bình ngành là ở mức khá cao và chúng tôi đánh giá thấp khả năng quản trị tài chính của ban lãnh đạo SD5. Mặc dù vậy, cơ cấu vốn của SD5 sẽ trở nên mạnh hơn trong năm 2014 khi Công ty đã chủ động quá trình tái cơ cấu tài chính và các công trình lớn sẽ triển khai đem lại dòng tiền lớn cho Công ty.
- Nhìn vào các chỉ số thanh khoản theo từng năm, khả năng thanh toán của SD5 đang giảm và ở mức đáng ngại khi hệ số thanh toán hiện thời và thanh toán nhanh ở mức thấp. Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng hàng tồn kho của SD5 chủ yếu là các phần công việc của của các công trình đang xây lắp dở dang do đó Công ty sẽ tiếp tục thu được tiền từ các nguồn này khi các chủ đầu tư tiếp tục giải ngân triển khai tiếp công trình. Do đó, mức độ thanh khoản của Công ty có thể không thực sự quá đáng ngại như các hệ số thanh toán hiện thời và thanh toán nhanh thể hiện.
- Nhìn chung sức khỏe tài chính của SD5 không phải là hoàn toàn lành mạnh song cũng không quá đáng quan ngại. Thêm vào đó chúng tôi cho rằng tình trạng này là tạm thời. Khi dòng tiền dự kiến từ các công trình sẽ mạnh lên từ năm 2014, trong khi nhu cầu vốn đầu tư sẽ giảm mạnh khi dự án thủy điện Sông Chảy đã đi vào vận hành. Mức độ nợ vay chắc chắn sẽ giảm mạnh và các chỉ tiêu thanh khoản và cơ cấu vốn sẽ trở về mức vững chắc.

Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	5 3.3%
SD5	4.96	3.64	1.06	2.20	2.83	2.46	
Construction & Materials	2.54	2.40	2.40	2.52	2.51	2.48	
%Δ diff of indus	95%	52%	-56%	-13%	13%	-1%	
Current Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	4 3.3%
SD5	3.32	2.82	0.85	1.57	2.06	1.80	
Construction & Materials	1.59	1.52	1.56	1.72	1.73	1.69	
%D diff of indus	109%	86%	-45%	-8%	19%	6%	
Longterm Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	6 3.3%
SD5	1.65	0.82	0.21	0.62	0.77	0.66	
Construction & Materials	1.09	0.94	0.88	0.84	0.91	0.82	
%D diff of indus	51%	-12%	-76%	-26%	-15%	-19%	

Chúng tôi đánh giá mức độ vay nợ hiện nay của Công ty ở mức trung bình và không quá rủi ro mặc dù tỷ lệ đòn bẩy đang ở mức cao do nguồn tiền từ các công trình vẫn về đều. Trong năm 2014 và 2015 lạm phát sẽ ở

mức thấp và do đó Công ty sẽ không phải chịu các cú sốc về lãi suất và thắt chặt tín dụng bất ngờ. Sức khỏe tài chính của Công ty sẽ được cải thiện rõ nét trong các năm tới.

Định giá:

PE và PB của SD5 hiện nay ở mức khá thấp và thấp hơn hẳn mức PE, PB bình quân của ngành cũng như thị trường. Hiện tượng trên cho thấy nhà đầu tư chưa thực sự kỳ vọng vào triển vọng tăng trưởng tương lai của lĩnh vực xây lắp thủy điện nói chung và của Công ty nói riêng. Chúng tôi đánh giá mức kỳ vọng của thị trường chưa phản ánh được triển vọng tăng trưởng của SD5 khi không tính tới sự hồi phục của nền kinh tế Việt nam trong những năm kế tiếp và giá trị các hợp đồng mà SD5 đã được giao thực hiện trong lĩnh vực xây lắp điện hạt nhân.

Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng với dự báo lợi nhuận trong 2014 sẽ khả quan khi nhiều khả năng Công ty sẽ ký thêm được nhiều hợp đồng xây lắp thủy điện hơn do mặt bằng lãi suất đã giảm, tín dụng được nới lỏng nên nhiều chủ đầu tư sẽ tái triển khai các công trình thủy điện. Trong năm 2014, Công ty không còn hưởng lợi từ xu hướng giảm lãi suất cho vay khi mặt bằng lãi suất cho vay đã chạm đáy, tuy nhiên chi phí lãi vay sẽ giảm khi mức độ vay nợ giảm.

P/E	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	7
SD5	3.52	6.10	5.21	6.21	2.73	5	6.7%
Construction & Materials	4.86	8.13	6.87	5.23	13.87	6.73	
%Δ diff of indus	-28%	-25%	-24%	19%	-80%	-26%	
P/B	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	2
SD5	1.42	2.40	1.08	0.51	0.22	1.19	6.7%
Construction & Materials	0.88	1.86	1.26	0.56	0.50	0.94	
%D diff of indus	61%	29%	-15%	-9%	-56%	26%	
Valuation						2012	8
SD5						26,522	10%
Price						16,400	
%D diff of indus						50%	

Chúng tôi cho rằng SD5 nhiều khả năng sẽ đạt mức lợi nhuận vừa phải trong năm 2013. Lợi nhuận năm nay ước đạt mức 41.25 tỷ VND với EPS dự kiến khoảng 2.300 VNĐ/CP (mức EPS tính trên số cổ phiếu lưu hành bình quân là 3.560 VNĐ/CP). Với sự kỳ vọng cho mức độ tăng trưởng lợi nhuận cao và vị thế đầu ngành, mức PE kỳ vọng cho SD5 từ 10 đến 12 (tương đương so với PE bình quân của thị trường) là hợp lý, Giá trị sổ sách của SD5 hiện là 23,000 VNĐ/cp, giá hợp lý của SD5 là 26,000 -28,600 VNĐ/cp.

Kết luận:

SD5 là một công ty có kinh nghiệm trong lĩnh vực xây lắp thủy điện và vị thế đầu ngành. Triển vọng xây dựng điện hạt nhân rất đáng quan tâm song thị trường chưa phản ánh kỳ vọng này. Tăng trưởng lợi nhuận tương lai khá chắc chắn nhờ các hợp đồng xây lắp đã ký kết và quá trình tái cơ cấu. Mức giá hiện nay chưa phản ánh triển vọng lợi nhuận năm 2014. 2015. Chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại của Công ty là mức giá có thể xem xét để **MUA**.

Phòng phân tích DVCSpeculator

Đại diện: Nguyễn Tuấn Anh - Số ĐT 097 436 1111