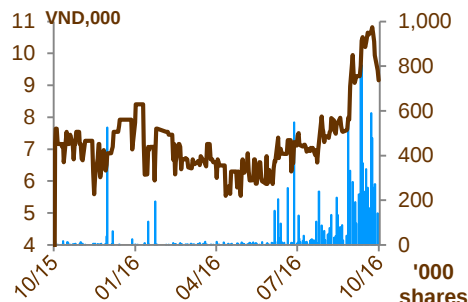


KHÔNG ĐÁNH GIÁ
UPCOM: SD3

Xây dựng và thủy điện

Giá thị trường (VND)

8,700



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	10%	-6%	16%	21%
Tương đối	-7%	-8%	14%	7%

Nguồn: Stoxplus, so với VNI

Thông kê

12/10/2016

Thấp/Cao 52 tuần
(VND)

5,500-10,800

SL lưu hành (triệu cp)

16

Vốn hóa (tỷ đồng)

147

Vốn hóa (triệu USD)

7

% khối ngoại sở hữu

0.3%

SL cp tự do (triệu cp)

6.89

KLGD TB 3 tháng (cp)

145k

VND/USD

21,997

Index: VNIndex / HNX

682/85

Nguồn: Stoxplus

Cơ cấu sở hữu

12/10/2016

Tổng Công ty Sông Đà

51.46%

Công ty cổ phần

4.42%

Chứng khoán IB

Công ty cổ phần Xi

1.56%

Măng Sông Đà Yaly

Nguyễn Văn Năm

0.38%

Nguồn: Stoxplus

Hoàng Thế Trung

(+84 8) 3914 8585 - Ext: 1457

trung.ht@kisvn.vn

www.kisvn.vn

CTCP Sông Đà 3 (UPCOM: SD3) ánh sáng từ thủy điện.

Quan điểm đầu tư:

- Nhà máy thủy điện Đắk Lô đưa vào hoạt động đầu năm có kết quả kinh doanh mang lại lợi nhuận khá quan 13 tỷ đồng trong 6 tháng năm 2016, chiếm 77% tổng lợi nhuận của Sông Đà 3. Giúp Công ty đạt được 77% kế hoạch lợi nhuận năm trong 2 quý đầu năm.
- Hoạt động xây lắp thủy điện truyền thống Sông Đà 3 hoạt động ổn định trong năm 2016, mang lại lợi nhuận sau thuế 4 tỷ đồng trong 6 tháng năm 2016.
- Ngày 05/10/2016, Sông Đà 3 đã chia cổ tức năm 2015 với tỷ lệ 5%. Chúng tôi ước tính với kết quả kinh doanh khả quan thì Sông Đà 3 có thể tăng tỷ lệ cổ tức lên 10% trong năm 2017, theo đó tỷ suất cổ tức sẽ đạt khoảng 11%.
- Với 2 quý cuối năm 2016 là mùa mưa ở khu vực Tây Nguyên thì chúng tôi kỳ vọng kết quả hoạt động kinh doanh tiếp tục ghi nhận kết quả tích cực và hoàn thành vượt được mức kế hoạch 22.7 tỷ đồng đề ra.
- Chúng tôi ước tính Sông Đà 3 sẽ đạt mức lợi nhuận 23.2 tỷ đồng thì EPS tương ứng sẽ đạt **1,433 đồng/ cp** tương ứng mức **P/E là 6.1** và **EV/EBITDA là 6.5 lần** với mức giá hiện tại. Khá thấp so với mức **trung bình ngành thủy điện là P/E 12 lần và EV/EBITDA 9.5 lần**, mức định giá như trên là hấp dẫn.

Rủi ro:

- Hoạt động xây lắp của Sông Đà 3 có ký kết được nhiều hợp đồng lớn tuy nhiên mức độ lợi nhuận không đủ hấp dẫn, dẫn đến kết quả kinh doanh không cao. Tỷ suất lợi nhuận sau thuế xây lắp chỉ từ trong khoảng 0.5% đến 2.6% trên tổng doanh thu.
- Khách hàng chính chủ yếu của Sông Đà 3 vẫn là từ công ty mẹ Tổng Công ty Sông Đà và một số ban quản lý khác. Sau giai đoạn 2016, chúng tôi đánh giá việc duy trì công việc mảng xây lắp trong các năm tới sẽ gặp khó khăn trong các năm tới do hiện nay hầu hết các dự án thủy điện nhỏ được quy hoạch đã triển khai xây dựng.
- Thủy điện Đắk Lô mới đưa vào vận hành chưa được một năm nên các số liệu vận hành sản xuất điện chưa được ổn định để có thể phân tích đánh giá được hiệu quả sản xuất của nhà máy.

Tỷ đồng	2014	2015	2016E	2017E
DT Thuần (tỷ đồng)	626	826	484	508
Tăng trưởng (%)	69%	32%	-41%	5%
LN hoạt động (tỷ đồng)	39	42	100	106
Biên lợi nhuận (%)	6%	5%	21%	21%
LN khác	-1	1	4	0
LNST (tỷ đồng)	12.6	7.3	23.2	26.2
Biên lợi nhuận (%)	2%	1%	5%	5%
SLCP lưu hành (triệu cp)	16	16	16	16
EPS (hiệu chỉnh, VND)	786	458	1,433	1,621
Tăng trưởng (%)	28%	-42%	213%	13%
ROE (%)	4%	3%	8%	8%
Nợ ròng/VCSH (%)	168%	280%	249%	227%
PE (x)	11.1	19.0	6.1	5.4
PB (x)	0.48	0.48	0.45	0.44
EV/EBITDA (x)	12.4	18.1	6.5	5.9
Cổ tức (VND)	-	500	500	1,000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0%	6%	6%	11%

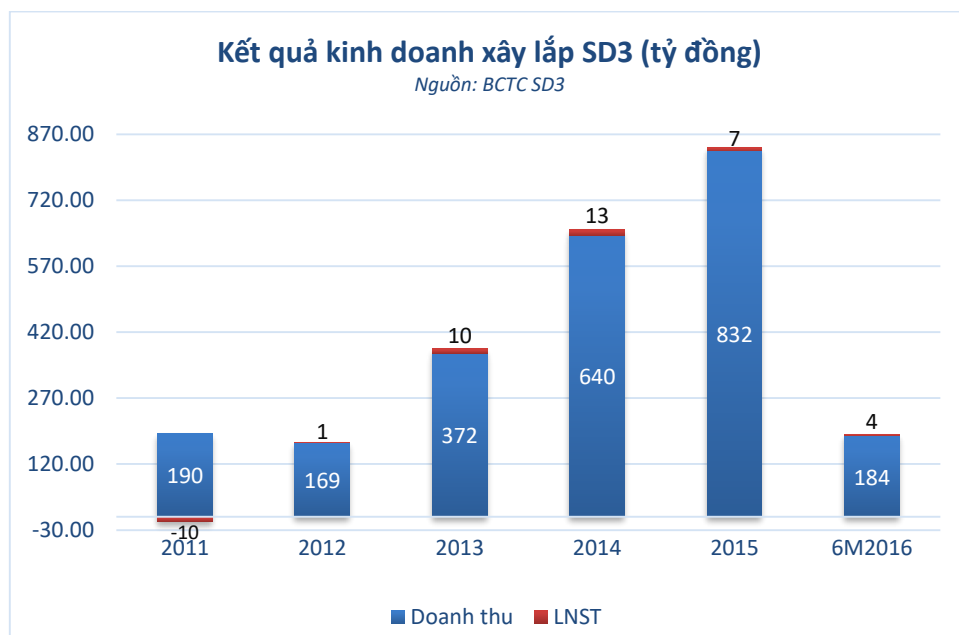
Từ xây dựng nhà máy thủy điện...

Công ty Cổ phần Sông Đà 3 được thành lập năm 1993 theo quyết định số 132A/BXD - TCLĐ của Bộ Xây dựng. Năm 2005, công ty được cổ phần hóa. Tháng 04/2015, vốn điều lệ của công ty là 159 tỷ đồng. Công ty là một trong những đơn vị hoạt động lâu đời trong lĩnh vực xây lắp và thi công bê tông cho các công trình thủy điện, đặc biệt ở khu vực miền Trung Tây Nguyên. Là công ty con của Tổng Công ty Sông Đà, công ty đã tham gia nhiều dự án lớn do Tổng Công ty làm tổng thầu như thủy điện Sê San 4, Pleikrong, Sê San 3, thủy điện Bản Vẽ, thủy điện Đồng Nai 5....

Trong năm 2016 thì Sông Đà 3 tiếp tục thực hiện thi công một số công trình thủy điện có giá trị lớn từ các năm trước chuyển sang như sau:

STT	Công trình	Chủ đầu tư công trình	Giá trị hợp đồng đã ký (tỷ đồng)	Ghi chú
1	Thủy điện Đồng Nai 5	Tổng công ty Sông Đà	882	Dỡ dăng các năm trước
2	Thủy điện Xêkaman1	Tổng công ty Sông Đà	335	Dỡ dăng các năm trước
3	Thủy điện XePian - XeNamnoy	Công ty CP đầu tư và thương mại Sông Đà	272	Dỡ dăng các năm trước
4	Thủy điện Đắk Lô 1,2,3,	N/A	n/a	Thực hiện 2016

Mặc dù doanh thu xây lắp từ mức 190 tỷ năm 2011 tăng hơn gấp 4 lần lên 832 tỷ trong năm 2015 với mức tăng trung bình hàng năm là 45%, nhưng tỷ suất lợi nhuận sau thuế xây lắp ở mức rất thấp, trong khoảng 0.5% đến 2.6% trên tổng doanh thu (lợi nhuận/lỗ sau thuế từ 2011 đến 2015 dao động từ -10 đến 13 tỷ đồng/ năm).

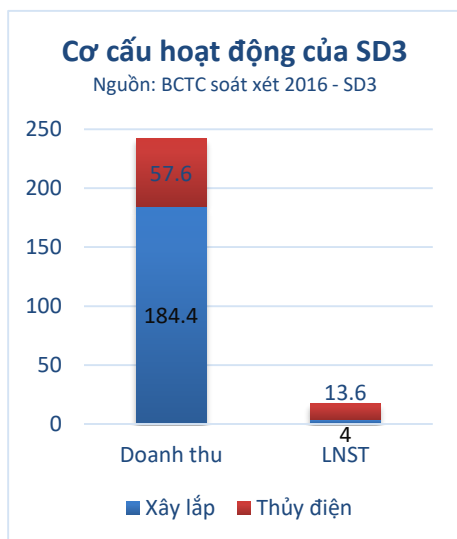


Trong 6 tháng 2016 thì doanh thu xây lắp có phần sụt giảm đi 53% so với 6 tháng 2015 còn 184 tỷ đồng so với 393 tỷ đồng năm trước. Nguyên nhân chủ yếu do các công trình thủy điện dỡ dăng đã thi công đang chờ quyết toán, và công trình thủy điện mới là Đắk Lô 1,2,3 mới triển khai thi công nên chưa có doanh thu.

Theo đánh giá của Sông Đà 3 thì mảng xây dựng hiện nay có mức độ cạnh tranh gay gắt, trong vài năm gần đây có nhiều doanh nghiệp đầu tư máy móc công nghệ mới để thi công xây lắp các công trình thủy điện, nhiều tổng công ty lớn không chuyên về xây dựng thủy điện như Licogi, Vinaconex, IDICO ... đã định hướng các

công ty con tham gia vào ngành nghề kinh doanh của Sông Đà 3. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng cạnh tranh trực tiếp là rất ít do khách hàng chính chủ yếu của Sông Đà 3 vẫn là từ công ty mẹ Tổng Công ty Sông Đà và một số ban quản lý khác.

... đến sở hữu nhà máy thủy điện.



Về thị trường chung, chúng tôi đánh giá việc duy trì công việc mảng xây lắp thủy điện sẽ gặp khó khăn sau 2016 do hiện nay hầu hết các dự án thủy điện được quy hoạch đã triển khai xây dựng. Chính vì vậy Sông Đà 3 đã có bước đi chuyển tiếp chuyển sang đầu tư thủy điện để đảm bảo sự phát triển bền vững hơn từ 2012.

Từ một đơn vị chỉ nhận thầu thi công, Công ty Sông Đà 3 đã đầu tư và tự thi công công trình thủy điện Đăk Lô thuộc khu vực đông bắc tỉnh Kon Tum. Đăk Lô có công suất 22MW gồm 2 tổ máy, với sản lượng trung bình 92.8 triệu kwh/năm. Tổng doanh thu dự kiến sản xuất điện hàng năm đạt 103 tỷ đồng.

2 tổ máy của thủy điện Đăk Lô đã hoàn thành và phát điện vào đầu năm 2016, tính tới hết 6 tháng 2016 thì đã phát điện trên 30 triệu kwh và đạt doanh thu là 57 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế hoạt động sản xuất điện đạt 13.6 tỷ đồng chiếm tới 77% tổng lợi nhuận sau thuế của Sông Đà 3.

Thủy điện Đăk Lô mới đưa vào vận hành chưa được một năm nên các số liệu vận hành sản xuất điện chưa được ổn định để có thể phân tích đánh giá được hiệu quả sản xuất của nhà máy. Chúng tôi ước tính so sánh hoạt động sản xuất của nhà máy Đăk Lô với các công ty khác trong ngành như sau:

Bảng so sánh chỉ tiêu 6 tháng 2016 ngành thủy điện

Nguồn: Stoxplus và KIS tổng hợp

Mã CK	Nhà máy thủy điện	Công suất sở hữu (MW)	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	DT 6 tháng/ MW công suất (tỷ)	Lợi nhuận / vốn điều lệ	Lợi nhuận / Doanh thu	PE(*)	EV/ EBITDA	Giá Cp
CHP	Thủy điện A Lưới	170	1,260.00	1.03	0.14%	1.01%	13.20	10.90	20,600
DRL	Thủy điện Dray H'linh 2	16	95.00	1.36	10.55%	45.98%	10.70	8.65	36,500
GHC	H'Chan & H'Mun	21	205.00	1.69	9.87%	57.11%	9.00	8.30	27,100
HJS	Nậm Mu, Nậm Ngần & Nậm An	32	210.00	2.55	9.04%	23.22%	8.00	5.41	15,000
ND2	Ngòi Phát	72	415.30	2.34	5.42%	13.39%	8.30	6.94	13,500
PIC	Đăk Pône	14	291.47	1.60	3.85%	50.18%	15.40	14.45	10,000
SBA	Khe Diên & Krông H'nh	73	604.88	0.72	0.02%	0.19%	13.20	10.30	10,750
SEB	Eakrong-Rou & Trà Xom	48	200.00	2.13	21.08%	41.29%	11.80	8.08	34,500
SJD	Cần Đơn, Ry Ninh II & Nà Lơi	95	459.99	1.44	13.07%	43.96%	8.30	6.34	29,000
TBC	Thác Bà	120	635.00	1.16	11.43%	52.22%	14.20	9.69	23,000
TMP	Thác Mơ & Đại Nga	160	700.00	1.26	3.98%	13.87%	17.30	7.27	26,000
VSH	Vĩnh Sơn	136	2,062.41	1.64	7.05%	65.27%	14.50	17.37	15,900
	Trung bình ngành			1.58	8%	34%	11.99	9.47	
SD3	Đăk Lô (*)	22	159.00	2.62	14.28%	39.41%	6.10	6.5	8,700

(*) PE ngành tính theo lũy kế 4 quý từ 30/06/2015 đến 30/06/2016, còn Đăk Lô ước tính theo kế hoạch lợi nhuận 22.7 tỷ đồng (6 tháng thực hiện 13.6 tỷ)

Tuy nhiên 6 tháng đầu năm 2016 là cao điểm của hạn hán tại Tây Nguyên mà nhà máy đã chạy được trên 50% kế hoạch doanh thu và 30% sản lượng cả năm là điểm sáng tích cực. Việc tỷ lệ doanh thu cao hơn sản lượng là do vào mùa khô thì đơn giá bán điện thường cao hơn so với giá bán điện vào mùa mưa (ước tính trung bình giá bán điện trong 6 tháng đầu năm đạt 1,700 -2,000 đồng/kWh).

Bảng kết quả hoạt động thủy điện 6 tháng 2016

Chỉ tiêu	6 tháng 2016 (tỷ đồng)
Doanh thu	57.6
Giá vốn	(19.5)
Chi phí hoạt động	(3.7)
Hoạt động tài chính	(20.8)
Lợi nhuận sau thuế	13.6
Thuế	0%
Tỷ lệ lãi gộp	66%
Tỷ lệ lãi sau thuế	24%

Nguồn: BCTC soát xét 2016

Tình hình hoạt động kinh doanh khả quan năm 2016

Theo nghị quyết hội đồng quản trị, Sông Đà 3 đặt ra kế hoạch kinh doanh với doanh thu 1,168 tỷ và LNST 23 tỷ trong năm 2016. Tình hình kinh doanh đạt được kết quả tích cực trong 6 tháng đầu năm 2016, doanh thu ghi nhận là 242 tỷ đồng chỉ đạt 21% kế hoạch năm nhưng lợi nhuận sau thuế đạt 17.6 tỷ đồng đạt 77% kế hoạch năm.

Kết quả kinh doanh 6 tháng 2016 (đvt: tỷ đồng)

	6T2015	6T2016	Kế hoạch 2016	% so với 2015	% với kế hoạch
Doanh thu	393	242	1168	62%	21%
Lợi nhuận sau thuế	7.8	17.5	22.7	224%	77%

Kết quả hoạt động 2 quý đầu năm có kết quả lợi nhuận sau thuế tăng mạnh so với cùng kỳ năm trước và kế hoạch chủ yếu do sự đóng góp của nhà máy thủy điện Đắk Lô đưa vào vận hành. Với 2 quý cuối năm 2016 là mùa mưa ở khu vực Tây Nguyên thì chúng tôi kỳ vọng kết quả hoạt động kinh doanh tiếp tục ghi nhận kết quả tích cực và hoàn thành vượt được mức kế hoạch 22.7 tỷ đồng đề ra. Chúng tôi ước tính Sông Đà 3 sẽ đạt mức lợi nhuận 23.2 tỷ đồng thì EPS tương ứng sẽ đạt **1,433 đồng/ cp** tương ứng mức **P/E là 6.1** và **EV/EBITDA là 6.5 lần** với mức giá hiện tại.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH SD3	Giá TT: 8.7kVND		Vốn hóa: 139 tỷ VND	
Đvt: Tỷ đồng	2014	2015	2016E	2017E
Doanh thu thuần	626	826	484	508
Tăng trưởng (%)	69%	32%	-41%	5%
GVHB	549	739	326	342
Biên LN gộp (%)	12%	10%	33%	33%
Chi phí BH& QLDN	38	45	59	60
EBITDA	51	53	140	146
Biên lợi nhuận (%)	8%	6%	29%	29%
Khấu hao	12	12	40	40
Lợi nhuận từ HĐKD	39	42	100	106
Biên LN HĐKD (%)	6%	5%	21%	21%
Chi phí lãi vay ròng	22	29	79	78
% so với nợ ròng (gồm lãi vay vốn hóa)	10%	8%	12%	9%
Khả năng trả lãi vay(x)	1.76	1.44	1.27	1.36
Lãi/lỗ khác	(1)	1	4	-
Thuế	3	7	2	2
Thuế suất (%)	22%	48%	8%	20%
Lợi nhuận ròng	12.6	7.3	23.2	26.2
Biên lợi nhuận (%)	2%	1%	5%	5%
Lợi ích CĐ thiếu số	-	(0)	0	0
LN cho công ty mẹ	12.57	7.33	22.92	25.94
Số lượng CP (triệu)	16.0	16.0	16.0	16.0
EPS hiệu chỉnh (VND)	786	458	1,433	1,621
Tăng EPS (%)	28%	-42%	213%	13%
Cổ tức (VND)	-	500	500	1,000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	0%	6%	6%	11%

- EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN
- EBIT = EBITDA – Khấu hao
- Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi
- Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác
- Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CDKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2014	2015	2016E	2017E
Vòng quay phải thu (x)	4.37	3.60	3.60	3.60
Vòng quay HTK (x)	1.92	2.03	2.03	2.03
Vòng quay phải trả (x)	1.51	1.60	1.60	1.60
Thay đổi vốn lưu động	6	127	-68	5
Capex	95	68	68	0
Dòng tiền khác	-154	-148	-2	-2
Dòng tiền tự do	-230	-324	62	59
Phát hành cp	0	0	0	0
Cổ tức	-	8	8	16
Thay đổi nợ ròng	230	332	-54	-43
Nợ ròng cuối năm	490	822	768	725
Giá trị doanh nghiệp (EV)	632	963	910	867
Tổng VCSH	292	293	308	319
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	2	2	3
VCSH	290	291	306	316
Giá trị sổ sách/cp (VND)	18,097	18,192	19,124	19,745
Nợ ròng / VCSH (%)	168%	280%	249%	227%
Nợ ròng / EBITDA (x)	9.6	15.4	5.5	5.0
Tổng tài sản	1,340	1,557	1,519	1,485

- Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2014	2015	2016E	2017E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	4%	3%	8%	8%
ROA (%)	1%	1%	2%	2%
ROIC (%)	2.80%	2.06%	5.60%	5.90%
WACC (%)	8.50%	5.62%	10.79%	10.39%
PER (x)	11.1	19.0	6.1	5.4
PBR (x)	0.5	0.5	0.5	0.4
PSR (x)	0.2	0.2	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	12.4	18.1	6.5	5.9
EV/sales (x)	1.0	1.2	1.9	1.7
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0%	6%	6%	11%

Liên hệ:**Trụ sở chính HCM**

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 8) 3914 8585
Fax: (+84 8) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q.Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Phân tích Doanh nghiệp**Trưởng phòng Phân tích
Doanh nghiệp**

Hoàng Huy
(+84 8) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –
Năng lượng, hàng hóa,
logistics**

Trần Hà Xuân Vũ
(+84 8) 3914 8585 (x1459)
vu.th@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –
Tiêu dùng**

Lê Thị Nụ
(+84 8) 3914 8585 (x1460)
nu.lt@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –
Bất động sản**

Hoàng Thế Trung
(+84 8) 3914 8585 (x1457)
trung.ht@kisvn.vn

Phòng Phân tích Vĩ mô**Trưởng phòng Phân tích Vĩ
mô**

Bạch An Viễn
(+84 8) 3914 8585 (x1449)
vien.ba@kisvn.vn

Phòng Khách hàng Định chế**Giám đốc Quan hệ Khách
hàng định chế**

Lâm Hạnh Uyên
(+84 8) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.