

**Ngành Điện –ICB 7535
Ngày 27 tháng 01 năm 2016**

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP
CTCP Thủy điện Cần Đơn - SJD**



ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	MUA
Giá kỳ vọng	30,131
Giá thị trường ngày 27.01.2016	25,400
Triển vọng 1 tháng	Tăng
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	460
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	1,168
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	1,035
Sở hữu nước ngoài (%)	33.46
KLTB 10 ngày (cp)	18,183
Giá thấp nhất 52T (đ)	24,500
Giá cao nhất 52T (đ)	34,000
+/- 7 ngày qua	+2%
+/- 1 tháng qua	-1%

Chuyên viên phân tích

Vũ Thu Hà

Email : havt@bsc.com.vn

Tel: + 84.39352722 (108)

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu SJD với giá mục tiêu 12 tháng là 30,131 đồng/cp, cao hơn 19% so với giá thị trường ngày 27/01/2016. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ tăng trưởng tốt trong thời gian tới nhờ sản lượng và tỷ giá tăng lên kết hợp với doanh thu tài chính tăng mạnh nhờ dòng tiền dồi dào trong khi chi phí sản xuất kinh doanh ổn định.

CTCP Thủy điện Cần Đơn là đơn vị sản xuất kinh doanh thủy điện lớn gồm 3 nhà máy thủy điện được đặt tại 3 miền: miền Nam (nhà máy Cần Đơn công suất 77.6MW), Tây Nguyên (nhà máy Ry Ninh II có công suất 8.1 MW) và miền Bắc (nhà máy Nà Lơi có công suất 9.3 MW).

Năm 2015 chịu ảnh hưởng của hạn hán: Trong 2015, tổng sản lượng sản xuất của 3 nhà máy Cần Đơn, Ry Ninh II và Nà Lơi đạt 386 triệu kWh, giảm 27% so với năm 2014 do ảnh hưởng của elnino. Hơn nữa, trong 2015, nhà máy thủy điện Cần Đơn đã tiến hành đại tu máy H1 và trung tu máy H2. Tuy nhiên nhờ ghi nhận đầy đủ kết quả kinh doanh của nhà máy Nà Lơi và tỷ giá USD/VND tăng lên nên doanh thu của SJD năm 2015 chỉ giảm 5%, đạt khoảng 370 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế tăng nhẹ 2% đạt 197 tỷ đồng.

CTCP thủy điện Cần Đơn được kỳ vọng sẽ tăng trưởng cao trong năm 2016 nhờ những yếu tố sau: (1) Elnino được dự báo sẽ kết thúc vào tháng 4/2016; (2) Nhà máy thủy điện Hà Tây đi vào hoạt động; (3) Giá bán điện cố định tính bằng USD và tỷ giá USD/VND được dự báo sẽ tiếp tục tăng lên. Ngoài ra chúng tôi lưu ý SJD có thể tiếp tục sáp nhập các nhà máy thủy điện của Tổng Công ty Sông Đà giúp tăng quy mô nhanh chóng nhưng có thể giảm hiệu quả kinh doanh do các nhà máy dự kiến sáp nhập là những nhà máy mới xây dựng, suất đầu tư lớn.

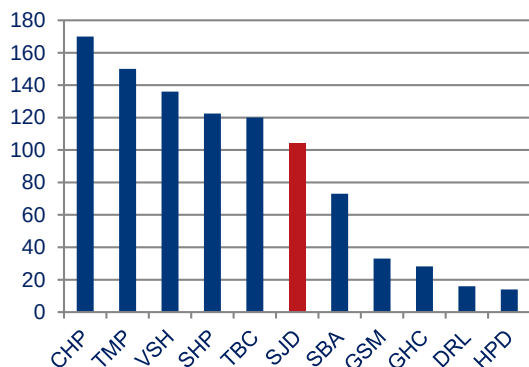
Tỷ lệ cổ tức cao: năm 2015, công ty dự kiến chi trả mức cổ tức 20% và kế hoạch tăng lên 25% vào năm 2016. Mức chi trả này tương đương với lợi suất 8-10%/năm- mức lợi suất tương đối cao.

Các chỉ tiêu tài chính	2010	2011	2012	2013	2014
Doanh thu thuần (tỷ đ)	213	287	345	310	391
% tăng trưởng y-o-y	-24.33%	34.83%	20.12%	-10.19%	26.21%
Tổng tài sản (tỷ đ)	1,034	1,006	1,014	1,144	1,296
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	521	553	657	812	995
CPLH (Triệu cp)	36	36	36	41	46
LN sau thuế (tỷ đ)	71	90	155	148	183
% tăng trưởng y-o-y	-36.65%	27.26%	72.12%	-4.20%	23.48%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	2,427	2,508	4,317	4,118	4,423
Giá trị sổ sách (đ/cp)	14,525	15,402	18,309	19,728	21,563
Lợi nhuận gộp biên	66.68%	68.04%	58.53%	62.39%	58.31%
ROS	33.21%	31.35%	44.92%	47.91%	46.88%
ROE	14.46%	16.76%	25.61%	20.20%	20.27%
ROA	6.74%	8.82%	15.33%	13.75%	15.02%

Nguồn: BCTC SJD, BSC tổng hợp

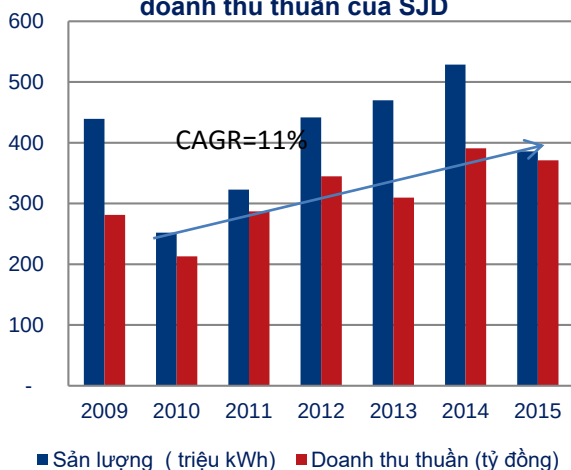
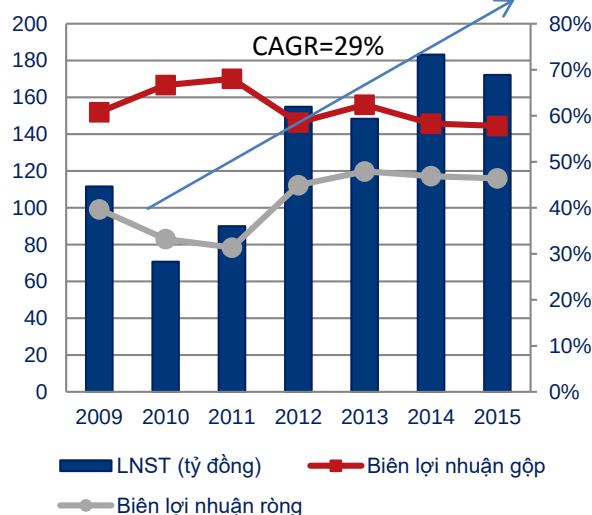
GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP

Giới thiệu chung		Danh sách cổ đông nắm giữ từ trên 5% VDL tính đến ngày 11/02/2015		
		Tên	Số CP	% Vốn
Tên công ty:	CTCP Thủy điện Cần Đơn	Tổng công ty Sông Đà	23,440,704	50.96%
Tên giao dịch:	CTCP Thủy điện Cần Đơn	Vietnam Infrastructure Holding LTD	5,194,250	11.29%
Địa chỉ:	Thị trấn Thanh Bình, huyện Bù Đốp, tỉnh Bình Phước	Erikoissijoitusrahasto Elite	3,200,080	6.96%
Tel:	0651.3563359	Halley Sicav	3,232,420	7.03%
Fax	0651.3563133			
Website:	www.candon.com.vn			
Vốn điều lệ tính đến ngày 30/06/2015:	459,991,500,000 đồng	Danh sách công ty con		
Lĩnh vực hoạt động	Sản xuất và kinh doanh điện	Công ty	Vốn góp	Tỷ trọng (%)
Ngành nghề kinh doanh chính	Đầu tư, quản lý và vận hành các dự án thủy điện	CTCP Thủy điện Sông Đà Tây Nguyên	38,476,709,463	81.25%
Lịch sử hình thành		Quá trình tăng vốn		
Thời gian	Sự kiện	Thời gian	Giá trị vốn tăng thêm	Hình thức tăng vốn
2004	CTCP Thủy điện Cần Đơn được thành lập	2007	60,000,000,000	Trả cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 18%. Thưởng cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 12%
2013	Công ty thực hiện sáp nhập CTCP Thủy điện Ry Ninh II	2008	38,996,290,000	Trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 15%
2014	Công ty thực hiện sáp nhập CTCP Thủy điện Nà Lơi	2010	59,795,210,000	Trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 20%
		2013	51,200,000,000	Phát hành cổ phiếu để hoán đổi với cổ phiếu RHC theo tỷ lệ SJD:RHC=1:1
		2014	50,000,000,000	Phát hành cổ phiếu để hoán đổi với cổ phiếu NLC theo tỷ lệ SJD:NLC=1:1

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỐT LÕI
**Công suất các nhà máy thủy điện
niêm yết (MW)**


CTCP Thủy điện Cần Đơn là đơn vị sản xuất kinh doanh thủy điện lớn với tiền thân là Công ty BOT Cần Đơn thuộc Tổng Công ty Sông Đà, thực hiện vận hành và quản lý nhà máy thủy điện Cần Đơn có công suất 77.6 MW. Trong năm 2013, công ty sáp nhập với CTCP Thủy điện Ry Ninh II (mã RHC)- đơn vị vận hành và quản lý nhà máy thủy điện Ry Ninh II có công suất 8.1 MW. Đến quý IV/2014, công ty lại tiếp tục sáp nhập với CTCP Thủy điện Nà Lơi (mã NLC)- đơn vị vận hành và quản lý nhà máy thủy điện Nà Lơi có công suất 9.3 MW. Với tổng công suất 3 nhà máy đạt 95 MW, quy mô sản xuất của công ty thuộc mức trung bình so với các nhà máy thủy điện đang niêm yết. Năm 2014, tổng sản lượng điện thương phẩm của 3 nhà máy đạt 529 triệu kWh- chiếm khoảng 0.46% tổng sản lượng điện thương phẩm cả nước.

Phục hồi mạnh trong giai đoạn 2011-2014: sau khi sụt giảm đáng kể trong năm 2010 do ảnh hưởng của hạn hán khắc nghiệt, kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty đã phục hồi mạnh mẽ với mức tăng trưởng bình quân CAGR đạt 27% về sản lượng, 21% về doanh thu và 40% về LNST. Đặc biệt là trong năm 2014, nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi và việc sáp nhập với Ry Ninh II và Nà Lơi đã giúp doanh thu tăng 26% và LNST tăng 18%. Tuy nhiên, do Ry Ninh II và Nà Lơi có biên lợi nhuận thấp hơn Cần Đơn nên việc sáp nhập đã khiến biên lợi nhuận của SJD giảm nhẹ trong năm 2014.

**Sản lượng điện thương phẩm và
doanh thu thuần của SJD**

LNST và biên lợi nhuận của SJD


(Nguồn: SJD, BSC tổng hợp)

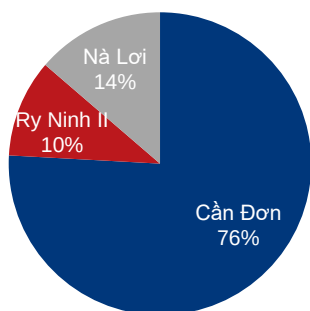
Năm 2015 chịu ảnh hưởng của hạn hán: Trong 2015, tổng sản lượng sản xuất của 3 nhà máy Cần Đơn, Ry Ninh II và Nà Lơi đạt 386 triệu kWh, giảm 27% so với năm 2014 do ảnh hưởng của elnino. Hơn nữa, trong

Báo cáo phân tích CTCP Thủy điện Cần Đơn- SJD

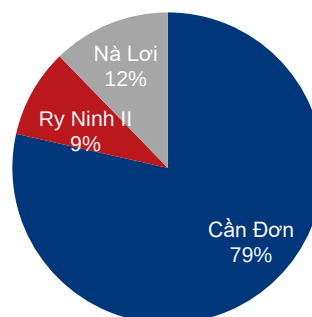
2015, nhà máy thủy điện Cần Đơn đã tiến hành đại tu máy H1 và trung tu máy H2. Do đó, sản lượng điện thương phẩm của nhà máy Cần Đơn giảm đến 32% so với 2014, đạt 283 triệu kWh. Sản lượng điện thương phẩm của Ry Ninh II cũng thấp hơn 2014 là 20%, đạt 45 triệu kWh. Riêng nhà máy Nà Lơi do nằm ở miền Bắc- ảnh hưởng của elnino nhẹ hơn các nhà máy ở miền Trung và miền Nam nên sản lượng duy trì ổn định ở mức 58 triệu kWh. Tuy nhiên nhờ ghi nhận đầy đủ kết quả kinh doanh của nhà máy Nà Lơi và tỷ giá USD/VND tăng lên nên doanh thu của SJD năm 2015 chỉ giảm 5%, đạt khoảng 370 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế tăng nhẹ 2% đạt 197 tỷ đồng.

Nhà máy Cần Đơn đóng góp lớn nhất vào kết quả kinh doanh của toàn công ty: là nhà máy có công suất lớn nhất và đồng thời là nhà máy kinh doanh hiệu quả nhất, nhà máy Cần Đơn đóng góp đến 76% doanh thu và 79% lợi nhuận trước thuế cho toàn công ty trong năm 2015. Theo sau là nhà máy Nà Lơi với đóng góp 14% doanh thu và 12% lợi nhuận trước thuế.

Cơ cấu doanh thu của SJD năm 2015



Cơ cấu LNTT của SJD năm 2015



(Nguồn: SJD, BSC tổng hợp)

Lợi thế phân bổ các nhà máy tại 3 miền: nhờ việc sáp nhập với RHC và NLC nên SJD sở hữu hệ thống các nhà máy thủy điện được phân bổ tại các 3 miền Bắc, Trung, Nam, tận dụng được khác biệt thủy văn giữa 3 miền. Cụ thể, nhà máy thủy điện Cần Đơn được đặt tại Bình Phước, thuộc vùng Đông Nam Bộ, có mùa mưa kéo dài từ tháng 7 đến tháng 10 hàng năm. Nhà máy thủy điện Ry Ninh II được đặt tại Gia Lai thuộc Bắc Tây Nguyên, có mùa mưa kéo dài từ tháng 5 đến tháng 11. Nhà máy thủy điện Nà Lơi được đặt tại tỉnh Điện Biên, thuộc vùng Tây Bắc Bộ, có mùa mưa kéo dài từ tháng 4 tới tháng 10.

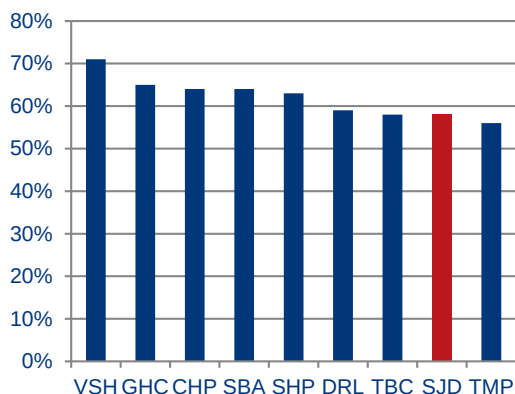
Mùa nước chính tại các nhà máy của SJD

T1 T2 T3 T4 T5 T6 T7 T8 T9 T10 T11 T12

Nhà máy Cần Đơn
Nhà máy Ry Ninh II
Nhà máy Nà Lơi

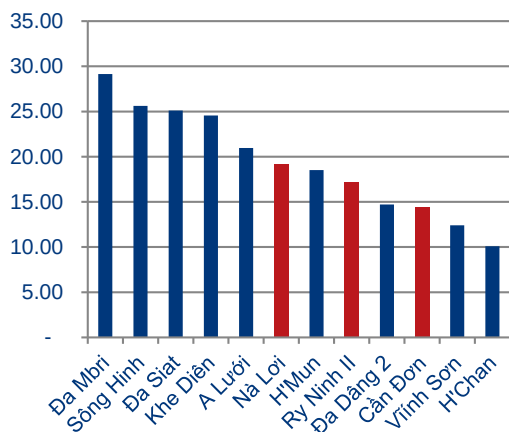


Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp thủy điện niêm yết năm 2014



Nguồn: BSC tổng hợp

Suất đầu tư của các nhà máy thủy điện (tỷ đồng/KW)



Nguồn: BSC tổng hợp

Tính chủ động nguồn nước thấp: mặc dù nhà máy Cần Đơn sở hữu hồ chứa điều tiết năm, có dung tích 165.5 triệu m³- đủ để sản xuất khoảng 20 triệu kWh nhưng do nằm ở bậc thang thứ 2 của cửa sông Bé, nên nguồn nước của nhà máy Cần Đơn phụ thuộc vào lưu lượng nước về từ nhà máy thủy điện Thác Mơ- nhà máy trên thượng nguồn, đặc biệt là trong mùa khô. Công ty phải liên hệ chặt chẽ với nhà máy thủy điện Thác Mơ, hợp đồng mua số liệu để nắm chắc chế độ thủy văn, kế hoạch chạy máy sửa chữa của Thác Mơ để phối hợp thực hiện. Đồng thời, 2 nhà máy Ry Ninh II và Nà Lôi chỉ sở hữu hồ chứa điều tiết tuần.

Đầu ra được đảm bảo với hợp đồng dài hạn và giá bán cố định tính bằng USD: khác với các nhà máy thủy điện niêm yết khác hiện nay, cả 3 nhà máy của SJD đều được ký kết hợp đồng bán điện dài hạn cho EVN với giá cố định tính bằng USD, giúp SJD đã hạn chế được rủi ro biến động đầu ra. Cụ thể, nhà máy Cần Đơn đã ký kết hợp đồng bán điện thời hạn 25 năm từ 1999-2024, giá bán cố định tính bằng USD. Cụ thể, giá bán điện là 0.045 USD/kWh áp dụng đối với sản lượng đến mức bình quân 292 triệu kWh, giá bán điện là 0.025 USD/kWh áp dụng đối với sản lượng trên mức 292 triệu kWh. Nhà máy Ry Ninh II ký hợp đồng bán điện với thời gian là suốt vòng đời của nhà máy, giá bán là 0.041 USD/kWh. Tương tự, nhà máy Nà Lôi cũng ký hợp đồng bán điện trong suốt thời gian hoạt động của nhà máy với giá bán là 0.042 USD/kWh. Hơn nữa, với xu hướng tỷ giá USD/VND được dự báo sẽ tiếp tục tăng lên trong những năm tiếp theo, đây là một lợi thế của công ty so với các đơn vị cùng ngành. Tuy nhiên, việc bán theo giá cố định, không tham gia thị trường phát điện cạnh tranh có thể làm biên lợi nhuận của doanh nghiệp thấp hơn các công ty cùng ngành trong mùa khô.

Suất đầu tư thấp: do công suất nhỏ và được xây dựng sớm nên các nhà máy của SJD có suất đầu tư thấp hơn với các nhà máy khác. Cụ thể, nhà máy thủy điện Cần Đơn có suất đầu tư thấp nhất với khoảng 14 tỷ đồng/MW, theo sau là nhà máy thủy điện Ry Ninh II với suất đầu tư khoảng 16 tỷ đồng/MW và nhà máy thủy điện Nà Lôi với suất đầu tư khoảng 19 tỷ đồng/MW. Đây là một lợi thế, giúp công ty có khả năng chào giá thấp nếu tham gia thị trường phát điện cạnh tranh.

TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG MẠNH TRONG NĂM 2016

CTCP thủy điện Cần Đơn được kỳ vọng sẽ tăng trưởng cao trong năm 2016 và tăng trưởng ổn định trong giai đoạn 2016-2020 dựa trên các yếu tố sau:

Elnino được dự báo sẽ kết thúc vào tháng 4/2016: Theo Bộ Nông nghiệp và phát triển nông thôn, trong 4 tháng đầu năm 2016, lượng mưa tại khu vực Bắc Bộ sẽ cao hơn mức trung bình nhiều năm trong khi lượng mưa tại Trung Bộ có khả năng thấp hơn 30-50% so với trung bình nhiều năm và ở Tây Nguyên,

Nam Bộ và Bình Thuận thì sẽ thấp hơn 20-50% so với trung bình nhiều năm. Như vậy ảnh hưởng của elnino trong năm 2016 có thể nhẹ hơn so với năm 2015.

Tăng công suất nhờ nhà máy thủy điện Hà Tây đi vào hoạt động: nhà máy thủy điện Hà Tây với công suất 9MW được đầu tư bởi công ty con của SJD là CTCP Thủy điện Sông Đà Tây Nguyên (SJD chiếm 81.25% vốn điều lệ) được xây dựng trên suối Đắk Pơ Tang- thượng nguồn sông Sê San, thuộc xã Hà Tây, Huyện Chư Păh, tỉnh Gia Lai. Việc nhà máy Thủy điện Hà Tây chính thức phát điện thương mại từ tháng 7/2015 đã giúp SJD nâng tổng công suất lên 104 MW. Hơn nữa, nhà máy thủy điện Hà Tây sẽ được áp dụng giá bán điện theo biểu giá chi phí tránh được, giúp ổn định kết quả kinh doanh của nhà máy. Theo kế hoạch của công ty, trong năm 2015, nhà máy Thủy điện Hà Tây sẽ sản xuất được 16 triệu kWh điện thương phẩm và tăng lên đạt mức trung bình 38 triệu kWh trong các năm tiếp theo.

Tiếp tục sáp nhập các nhà máy thủy điện của Tổng Công ty Sông Đà: theo đề án “Tái cấu trúc Tổng Công ty Sông Đà giai đoạn 2012-2014, tầm nhìn đến năm 2020”, các CTCP gồm Thủy điện Nậm Chiến, Đầu tư phát triển điện Sê San 3A, điện Hương Sơn, thủy điện Sông Đà- Hoàng Liên sẽ được sáp nhập vào CTCP Thủy điện Cần Đơn, nâng tổng công suất của toàn công ty lên khoảng 479.5 MW- gấp 4.6 lần công suất hiện tại. Cụ thể, trong ĐHCĐ thường niên 2015, lãnh đạo công ty đã trình cổ đông thông qua chủ trương xem xét sáp nhập CTCP Đầu tư và phát triển điện Sê San 3A- đơn vị vận hành và quản lý nhà máy thủy điện Sê San 3A có công suất 108 MW. Việc sáp nhập các nhà máy thủy điện mới sẽ giúp công ty tăng trưởng chung trong thời gian tới tuy nhiên có thể làm hiệu quả kinh doanh của công ty giảm xuống do các nhà máy dự kiến sáp nhập đều là các nhà máy mới xây dựng, suất đầu tư lớn, hiệu quả kinh doanh của từng nhà máy chưa cao.

Tỷ giá USD/VND được dự báo sẽ tiếp tục tăng lên: việc phục hồi của nền kinh tế Mỹ và chính sách tỷ giá nới lỏng hơn của Việt Nam khiến tỷ giá USD/VND liên tiếp tăng lên trong năm 2015 và được dự báo xu hướng này sẽ được tiếp tục trong các năm tới. Do giá bán điện của cả 3 nhà máy của SJD đều được tính theo USD nên việc tỷ giá USD/VND tăng lên sẽ giúp doanh thu của công ty tăng lên trong các năm tiếp theo.

Nhà máy thủy điện Cần Đơn có thể tham gia thị trường bán buôn điện cạnh tranh: theo thiết kế chi tiết thị trường bán buôn điện cạnh tranh, các nhà máy BOT sẽ được tham gia thị trường. Điều này có thể giúp nhà máy cải thiện hiệu quả kinh doanh trong mùa khô.

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Chỉ tiêu cơ bản	2010	20 1	2012	2013	2014
Cơ cấu vốn					
Vốn vay/VCSH	0.83	0.78	0.41	0.35	0.21
Tổng tài sản/VCSH	1.98	1.82	1.54	1.41	1.30
Cơ cấu tài sản					
TS dài hạn/ Tổng TS	94%	90%	81%	76%	75%
TS ngắn hạn/Tổng TS	6%	10%	19%	24%	25%
Khả năng thanh toán					
Hệ số TT nhanh	0.18	0.32	1.21	3.13	3.84
Hệ số TT ngắn hạn	0.22	0.37	1.29	3.32	4.08
Năng lực HĐ (ng y)					
Số ngày phải thu	40	58	96	154	134
Số ngày tồn kho	57	49	32	41	38
Số ngày phải trả	9	8	6	13	55
Khả năng sinh lời (%)					
Lợi nhuận gộp biên	66.68%	68.0 %	58.53%	62.39%	58.31%
ROS	33.21%	31.35%	44.92%	47.91%	46.88%
ROE	14.46%	16.76%	5.61%	20.20%	20.27%
ROA	6.74%	8.82%	15.33%	13.75%	15.02%

Tỷ trọng nợ vay giảm mạnh: nợ vay ngắn hạn của nhà máy Thủy điện Cần Đơn đã giảm mạnh nhờ tái cấu trúc nợ vay, dùng vốn vay từ ADB để chi trả bớt các khoản vay ngắn hạn. Đồng thời 2 nhà máy sáp nhập là Ry Ninh II và Nà Lơi đều đã chi trả hết nợ vay. Điều này đã giúp cho tỷ trọng nợ vay giảm mạnh, cơ cấu vốn ngày càng an toàn. Hơn nữa, năm 2015 là thời điểm kết thúc thời gian ân hạn của khoản vay ADB, doanh nghiệp bắt đầu phải chi trả khoản nợ gốc khoảng 5 tỷ đồng mỗi năm. Ngoài ra, kể từ tháng 7/2015, nhà máy Thủy Điện Hà Tây chính thức đi vào hoạt động nên doanh nghiệp sẽ ghi nhận thêm khoản nợ vay từ nhà máy này với số dư đến 30/6/2015 là 142 tỷ đồng với mức chi trả nợ gốc hàng năm khoảng 8 tỷ đồng. Như vậy, áp lực chi trả nợ vay trong những năm tới mặc dù có tăng lên nhưng không lớn, đồng thời tỷ trọng nợ vay sẽ tiếp tục giảm dần do nợ gốc giảm.

Dòng tiền dồi dào hơn nhờ tài sản dài hạn giảm dần: do tài sản cố định của các nhà máy sáp nhập là Ry Ninh II và Nà Lơi đã gần hết khấu hao (Nà Lơi đã khấu hao hết máy móc thiết bị trong năm 2014 và nhà máy Ry Ninh II sẽ hết khấu hao vào năm 2020) nên tỷ trọng tài sản dài hạn của toàn công ty giảm dần, đặc biệt là trong năm 2013 và 2014. Hơn nữa, nhà máy thủy điện Hà Tây bắt đầu được khấu hao từ tháng 7/2015 sẽ góp phần giảm tỷ trọng tài sản dài hạn trong các năm tới. Nếu trong thời gian tới doanh nghiệp không đầu tư thêm dự án mới thì tài sản dài hạn của doanh nghiệp sẽ giảm dần thông qua khấu hao tài sản cố định. Điều này giúp dòng tiền của doanh nghiệp tăng lên do khoản bị đọng lại trong tài sản cố định giảm dần.

Khả năng thanh toán cải thiện mạnh mẽ: việc tỷ trọng tài sản dài hạn giảm dần đồng thời vay ngắn hạn giảm mạnh đã giúp khả năng thanh toán tăng mạnh, luôn trên mức an toàn trong 3 năm gần đây. Trong những năm tới, việc dòng tiền dồi dào hơn sẽ giúp tăng tài sản ngắn hạn, tiếp tục cải thiện khả năng thanh toán của doanh nghiệp.

Năng lực hoạt động thấp: đặc điểm chung của hầu hết các doanh nghiệp sản xuất điện là năng lực hoạt động thấp do vốn bị chiếm dụng với người mua. Hơn nữa, hợp đồng bán điện do Tổng Công ty Sông Đà ký với EVN và chuyển giao lại cho công ty nên công ty sẽ nhận thanh toán tiền bán điện thông qua Tổng Công ty Sông Đà. Do vậy, việc cả EVN và Tổng Công ty Sông Đà chi trả chậm đã dẫn đến số ngày phải thu của doanh nghiệp luôn ở mức cao và dài hơn số ngày phải trả.

Hiệu quả kinh doanh giảm dần: như đã trình bày ở trên, do Ry Ninh II và Nà Lơi có biên lợi nhuận thấp hơn Cần Đơn nên việc sáp nhập đã khiến biên lợi nhuận của SJD giảm nhẹ trong năm 2014. Hơn nữa, trong thời gian tới nếu công ty sáp nhập các nhà máy thủy điện mới có thể làm hiệu quả kinh doanh của công ty giảm xuống do các nhà máy dự kiến sáp nhập đều là các nhà máy mới xây dựng, suất đầu tư lớn, hiệu quả kinh doanh của từng nhà máy chưa cao.

ĐÁNH GIÁ RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro thời tiết: đây là rủi ro trọng yếu nhất đối với các doanh nghiệp thủy điện. Thời tiết diễn biến ngày càng bất thường, khó dự đoán do chịu ảnh hưởng của biến đổi khí hậu. Hơn nữa, nhà máy chỉ sở hữu hồ chứa điều tiết theo tuần nên không chủ động được trong nguồn nước. Tuy nhiên với vị trí đặc thù là một trong những địa điểm có lượng mưa cao nhất Việt Nam nên chúng tôi nhận định rủi ro thời tiết của doanh nghiệp có thể sẽ thấp hơn các doanh nghiệp thủy điện khác.

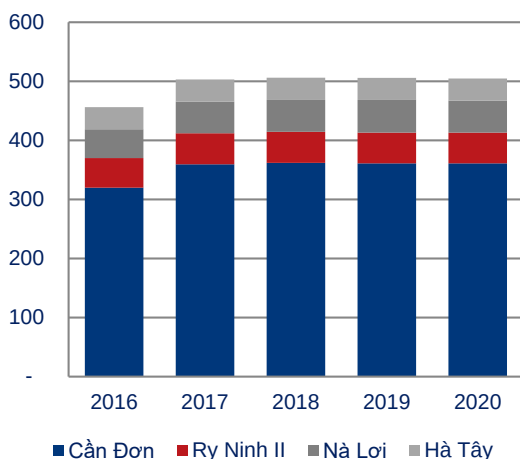
Rủi ro pha loãng giá cổ phiếu: với lộ trình tiếp tục sáp nhập các CTCP Thủy điện của Tổng công ty Sông Đà thì rủi ro pha loãng giá cổ phiếu của SJD là không thể tránh khỏi do các đơn vị dự kiến tiếp tục sáp nhập có thể có hiệu quả kinh doanh kém hơn SJD.

Rủi ro biến động tỷ giá: giá bán của 3 nhà máy Cần Đơn, Ry Ninh II và Nà Lơi được tính theo USD, hơn

nửa tính đến thời điểm 31/12/2014, công ty có khoản dự nợ bằng USD trị giá 5 triệu USD. Do đó, những biến động trong tỷ giá USD/VND sẽ tác động trực tiếp đến kết quả kinh doanh của công ty. Với doanh thu khoảng hơn 20 triệu USD trong khi dự nợ chỉ khoảng 5 triệu USD thì việc tỷ giá USD/VND sẽ có tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Với dự báo tỷ giá USD/VND sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tiếp theo, chúng tôi đánh giá rủi ro biến động tỷ giá của doanh nghiệp là không trọng yếu.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Sản lượng điện thương phẩm dự báo của SJD



(Nguồn: BSC dự báo)

Chúng tôi tiến hành dự báo kết quả kinh doanh của SJD dựa trên những giả định sau:

- Sản lượng điện thương phẩm năm 2016 của toàn công ty đạt 456 tỷ kWh (+13%y.o.y), trong đó nhà máy Cần Đơn đạt 320 triệu kWh, tăng 13%y.o.y; nhà máy Ry Ninh II đạt 50 triệu kWh, tăng 11%y.o.y; nhà máy Nà Lơi đạt 49 triệu kWh, giảm 16%y.o.y và nhà máy Hà Tây đạt 37 triệu kWh.
- Sản lượng điện thương phẩm sẽ tăng trưởng bình quân 3%/năm trong giai đoạn 2016-2020
- Giá bán điện tính bằng USD của 3 nhà máy Cần Đơn, Ry Ninh II và Nà Lơi không đổi
- Biểu phí tránh được áp dụng cho nhà máy Hà Tây tăng trung bình 5%/năm do chi phí sản xuất kinh doanh của các nhà máy điện tăng lên.
- Tỷ giá USD/VND tăng 5% vào năm 2016, 3% vào năm 2017 và 1% vào các năm tiếp theo.

Căn cứ vào những giả định trên kết hợp với kết quả kinh doanh của SJD trong thời gian vừa qua, chúng tôi dự báo năm 2016 SJD sẽ đạt 446 tỷ đồng doanh thu thuần (+20%) và 218 tỷ đồng LNST (+27%), tương đương với EPS năm 2016 đạt 4,371 đồng/cổ phiếu. Kỳ vọng việc sản lượng tăng trở lại và tỷ giá USD/VND tăng lên là 2 yếu tố chính thúc đẩy sự tăng trưởng mạnh của doanh nghiệp trong giai đoạn này.

Chúng tôi cũng dự báo tốc độ tăng trưởng trong giai đoạn 2016-2020 sẽ đạt 3% đối với doanh thu và 9% đối với LNST. Việc sản lượng tăng nhẹ kết hợp với tỷ giá USD/VND tăng là yếu tố chủ yếu để giúp doanh thu tăng lên trong giai đoạn này. Doanh thu tài chính cũng được kỳ vọng tăng mạnh trong giai đoạn này do lượng tiền mặt dồi dào nhờ dòng tiền từ lợi nhuận tăng lên trong khi dòng tiền chi đầu tư thêm giảm mạnh do không có dự án mới. Đồng thời, chi phí khấu hao được tiết giảm do máy móc thiết bị của Nà Lơi đã được khấu hao hết. Chúng tôi lưu ý việc các thương vụ sáp nhập với các công ty thủy điện khác trong Tổng Công ty Sông Đà

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ
ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU
Phương pháp FCFF

Lãi suất phi rủi ro Rf	6.58%
Lợi suất thị trường Rm	11.75%
Beta 1 năm	0.52
Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu	12.69%
Chi phí sử dụng vốn vay	7%
Chi phí sử dụng vốn bình quân	11.79%
Tăng trưởng dài hạn sau 2019 (g)	0.5%

Giá một cổ phần (đồng/cp) **28,616**

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu SJD theo 3 phương pháp: (1) phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF; (2) Phương pháp so sánh P/E; (3) Phương pháp so sánh P/B

1. Phương pháp FCFF

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu SJD theo phương pháp FCFF dựa trên một số giả định sau:

- Chi phí vốn chủ sở hữu là 12.69 %, được tính toán theo phương pháp CAPM dựa trên giả định **(1)** beta của cổ phiếu SJD là 0.52; **(2)** Lợi suất thị trường là lợi suất bình quân 5 năm 2016-2020 của VNindex là 11.75%; **(3)** Lãi suất phi rủi ro: lãi suất đầu thầu trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm tại ngày 26/01/2016 là 6.58%
- Chi phí vốn vay trung bình là 7%
- Thuế suất thuế TNDN là 5% trong năm 2016 đối với nhà máy thủy điện Cần Đơn và là 10% từ năm 2017; Nhà máy thủy điện Ry Ninh II áp dụng thuế suất thuế TNDN 10% cho năm 2016 và 20% từ năm 2017; Nhà máy thủy điện Nà Lơi áp dụng thuế suất thuế TNDN 10% kể từ năm 2016; Nhà máy thủy điện Hà Tây áp dụng thuế suất thuế TNDN 0% trong giai đoạn 2016-2020
- Tỷ lệ vốn vay/ vốn chủ sở hữu là 16/84 cho giai đoạn 2016-2020

Chúng tôi sử dụng mô hình tăng trưởng 2 giai đoạn:

- **Giai đoạn 1 từ năm 2016-2020:** ứng với giai đoạn tăng trưởng nhanh của doanh nghiệp do tăng trưởng về sản lượng và tỷ giá USD/VND, đồng thời doanh thu tài chính tăng mạnh nhờ dòng tiền dồi dào.
- **Giai đoạn 2 (sau năm 2020):** tăng trưởng dài hạn. Tốc độ tăng trưởng dài hạn được dự báo là 0.5%.

Chúng tôi thu được kết quả là 28,616 đồng/cổ phiếu theo phương pháp định giá FCFF

2. Phương pháp P/E

Báo cáo sử dụng các phương pháp định so sánh P/E với P/E ngành được tham chiếu P/E trung bình các công ty cùng ngành với SJD tại Việt Nam

- Hệ số P/E ngành là 7.60
- EPS ước đạt năm 2016 là 4,371 đ/cp
- Giá hợp lý trên một cổ phần là 33,217 đ/cp

3. Phương pháp so sánh P/B:

Báo cáo sử dụng các phương pháp định so sánh P/B với P/B ngành được tham chiếu P/B trung bình các công ty cùng ngành với SJD tại Việt Nam

- Hệ số P/E ngành là 1.19
- Giá trị sổ sách 1 cổ phần SJD năm 2016 ước đạt là 24,424 đ/cp
- Giá hợp lý trên một cổ phần là 29,064 đ/cp

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ

Phương pháp	Giá một cổ phần	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý một cổ phần
FCFF	28,616	40%	30,131
P/E	33,217	30%	
P/B	29,064	30%	

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu SJD với giá mục tiêu 12 tháng là 30,131 đồng/cp, cao hơn 19% so với giá thị trường ngày 27/01/2016. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ tăng trưởng tốt trong thời gian tới nhờ sản lượng và tỷ giá tăng lên kết hợp với doanh thu tài chính tăng mạnh nhờ dòng tiền dồi dào trong khi chi phí sản xuất kinh doanh ổn định.

PHỤ LỤC 01: Dự báo kết quả kinh doanh giai đoạn 2015-2019

Bảng cân đối kế toán	2016	2017	2018	2019	2020
Tài sản ngắn hạn (tỷ đ)	599	800	1,016	1,253	1,635
Tài sản dài hạn (tỷ đ)	896	817	737	657	578
Tổng tài sản(tỷ đ)	1,495	1,618	1,754	1,910	2,213
Nợ ngắn hạn(tỷ đ)	107	129	147	169	194
Nợ dài hạn (tỷ đ)	261	252	242	231	221
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	1,127	1,237	1,364	1,511	1,798
Giá trị sổ sách(đồng/cp)	24,424	26,808	29,579	32,770	39,008

Báo cáo KQKD	2016	2017	2018	2019	2020
Doanh thu thuần (tỷ đ)	445	487	494	500	505
Lợi nhuận gộp (tỷ đ)	270	296	302	307	314
Doanh thu tài chính	20	33	44	59	81
Chi phí tài chính (tỷ đ)	25	23	20	19	19
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đ)	219	243	262	283	310
ROE	20.20%	20.55%	20.16%	19.69%	18.75%
EPS (đồng/cp)	4,371	4,847	5,226	5,637	6,175

(Nguồn: BSC dự báo)

PHỤ LỤC 02: Bảng độ nhạy giá cổ phiếu theo phương pháp định giá FCFF

Phân tích độ nhạy	g	WACC						
		10.29%	10.79%	11.29%	11.79%	12.29%	12.79%	13.29%
Giá cổ phần	-2.0%	29,861	29,481	29,108	28,742	28,383	28,031	27,685
	-1.5%	29,834	29,455	29,082	28,717	28,358	28,007	27,662
	-1.0%	29,807	29,428	29,056	28,692	28,334	27,983	27,638
	-0.5%	29,781	29,402	29,031	28,667	28,309	27,959	27,615
	0.0%	29,754	29,376	29,005	28,642	28,285	27,935	27,591
	0.5%	29,727	29,350	28,980	28,616	28,260	27,911	27,568
	1.0%	29,700	29,323	28,954	28,591	28,236	27,887	27,544
	1.5%	29,673	29,297	28,928	28,566	28,211	27,863	27,521
	2.0%	29,647	29,271	28,903	28,541	28,187	27,839	27,498
	2.5%	29,620	29,245	28,877	28,516	28,162	27,815	27,474
	3.0%	29,593	29,219	28,851	28,491	28,138	27,791	27,451

(Nguồn: BSC dự báo)

PHỤ LỤC 03: Các doanh nghiệp cùng ngành tham chiếu theo phương pháp P/E và P/B

Ticker	P/B	P/E	Tot Assets LF	Market Cap	Revenue T12M	EPS T12M
BTP	0.73	6.12	1,987,937,042,432	713,730,097,152	1,831,543,832,576	1,911
SJD	1.13	5.86	1,379,121,364,992	1,177,578,242,048	380,154,707,968	4,285
CHP	1.75	11.65	3,321,660,178,432	2,469,590,466,560	626,484,314,112	1,691
GHC	1.78	5.32	427,596,480,512	512,500,006,912	125,174,366,208	4,698
DRL	2.77	9.88	124,357,574,656	332,500,008,960	60,402,164,736	3,544
KHP	0.79	6.50	1,383,999,602,688	448,574,521,344	2,999,498,964,992	1,755
HJS	1.13	7.94	547,939,647,488	300,298,567,680	163,672,862,720	1,801
NBP	0.93	19.75	393,729,802,240	199,415,250,944	671,176,916,992	862
NT2	1.51	8.71	11,644,672,409,600	7,231,483,936,768	6,729,438,199,808	3,020
PPC	0.96	5.53	11,033,942,949,888	5,472,259,145,728	7,885,189,939,200	3,113
SHP	1.40	12.55	2,912,982,138,880	1,743,009,742,848	594,685,460,480	1,474
TIC	1.04	7.26	228,322,181,120	236,199,641,088	19,858,298,336	1,461
TBC	1.85	13.42	873,141,108,736	1,555,750,060,032	251,087,218,688	1,826
TMP	2.00	7.60	1,669,842,468,864	2,065,000,038,400	689,953,538,048	3,942
VSH	1.19	6.58	4,578,130,001,920	3,299,860,021,248	707,185,664,000	2,415
Average	1.40	8.98				
Median	1.19	7.60				

(Nguồn: BSC tổng hợp)

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng, bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn**THÔNG TIN LIÊN HỆ****BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Website: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chép hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.