

BẢN TIN CẬP NHẬT NHANH

Ngày 10 tháng 11 năm 2016

Chuyên viên phân tích

Đàm Sỹ Đức

dsduc@vcbs.com.vn

(+84) 0985451394

CTCP Thủy điện Miền Nam đã ra báo cáo tài chính Q3.2016, phòng Phân tích xin được cập nhật nhanh một số thông tin về doanh nghiệp như sau:

KQKD Q3.2016 và 9T.2016

KQKD Q3.2016 không khả quan. SL điện Q3.2016 đạt 254 triệu kWh (-5,27% yoy). DT Q3.2016 đạt 211 tỷ đồng (-10,7% yoy); LNTT Q3.2016 đạt 100 tỷ đồng (-19,92% yoy).

KQKD Q3.2016 không khả quan chủ yếu do (1) nhà máy Đa Dâng 2 có SL điện thấp hơn đáng kể so với cùng kỳ 2015 và (2) hai nhà máy Đa Dâng 2 và Đa M'brì có giá bán điện bình quân thấp hơn đáng kể so với cùng kỳ 2015. Trong khi đó, Đa Siat có SL và DT khả quan nhưng do là một nhà máy nhỏ nên không gây được nhiều ảnh hưởng tới KQKD của SHP.

	Công suất lắp đặt	Sản lượng điện Q3.2016		Giá điện bình quân Q3.2016		Doanh thu Q3.2016	
		(triệu kWh)	yoy	(đồng/kWh)	yoy	(tỷ đồng)	yoy
Đa Siat	13,5 MW	26,13	-3,34%	702	20,45%	18,3	16,43%
Đa Dâng 2	34 MW	50,23	-21,57%	668	-2,02%	33,5	-23,16%
Đa M'brì	75 MW	164,40	0,82%	953	-9,53%	156,6	-8,78%

Lũy kế 9 tháng đầu năm, SL điện của SHP đạt 359 triệu kWh (-14,87% yoy, đạt 59,55% KH 2016). DT đạt 341 tỷ đồng (-18,23% yoy, đạt 58,66% KH 2016). LNTT 9T.2016 đạt 47 tỷ đồng (-60,63% yoy, đạt 28,25% KH 2016).

Nhìn chung, trong khi nhà máy Đa Siat hoạt động tương đối ổn định, KQKD không khả quan của Đa Dâng 2 và Đa M'brì ảnh hưởng xấu tới KQKD 9T.2016 của SHP.

	Công suất lắp đặt	Sản lượng điện 9T.2016		Giá điện bình quân 9T.2016		Doanh thu 9T.2016	
		(triệu kWh)	yoy	(đồng/kWh)	yoy	(tỷ đồng)	yoy
Đa Siat	13,5 MW	40,45	-7,07%	1,095	6,20%	44,3	-1,30%
Đa Dâng 2	34 MW	88,95	-27,29%	722	-2,88%	64,3	-29,38%
Đa M'brì	75 MW	229,11	-10,25%	996	-7,67%	228,2	-17,14%

Để giải thích về KQKD của SHP trong Q3.2016 cũng như lũy kế 9 tháng 2016, chúng tôi đưa ra một số ý sau:

- (1) **Giá bán điện bình quân của Đa Dâng 2 và Đa M'brì giảm so với cùng kỳ 2015** do giá bán điện trên thị trường cạnh tranh giảm. Do Đa M'brì bán nhiều điện trên thị trường cạnh tranh hơn so với Đa Dâng 2 (Đa M'brì bán khoảng 20% SL điện trên thị trường cạnh tranh trong khi Đa Dâng 2 bán 10%) nên giá bán bình quân của Đa M'brì giảm mạnh hơn.
- (2) **SL điện của 3 nhà máy của SHP giảm do hạn hán ảnh hưởng tới lượng nước về hồ.** Đợt El Nino diễn ra từ tháng 5/2014 – tháng 5/2016 không có tác động rõ rệt tới lượng nước về 3 nhà máy của SHP trong năm 2015 nhưng lại ảnh hưởng mạnh trong năm 9T.2016. Do vậy, SL điện của cả 3 nhà máy Đa Siat, Đa Dâng 2 và Đa M'brì đều giảm so với cùng kỳ 2015. Một điều cần lưu ý là mặc dù hồ chứa nước của Đa M'brì cũng chịu ảnh hưởng từ hạn hán nhưng do nhà máy đã tích nước và hạn chế phát điện trong 6T.2016 nên SL điện Q3.2016 đạt mức xấp xỉ cùng kỳ 2015.
- (3) **Đa Siat có KQKD ổn định.** Tuy Đa Siat cũng giảm SL điện do yếu tố thời tiết nhưng không giảm mạnh như Đa Dâng 2. Thêm vào đó, giá điện bình quân trong 9T.2016 tăng so với 9T.2015 do giá điện theo biểu giá chi phí tránh được tăng. Vì vậy, DT 9T.2016 của Đa Siat không có nhiều biến động.
- (4) **SHP có chi phí cố định lớn và không biến đổi nhiều.** Đặc trưng của nhà máy thủy điện là có chi phí cố định lớn và không biến đổi nhiều theo DT, như chi phí khấu hao và chi phí lãi vay. Do SHP có tỷ lệ nợ/TTS khoảng 50%, cao hơn phần lớn các công ty thủy điện khác nên chi phí lãi vay cũng như chi phí cố định của SHP càng lớn hơn. Vì vậy, khi DT của SHP giảm, LNST giảm mạnh hơn.

MỘT SỐ THÔNG TIN ĐÁNG CHÚ Ý KHÁC

Sabeco thoái vốn SHP

Trong tháng 9/2016, Tổng Công ty Cổ phần Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn (Sabeco) – cổ đông lớn thứ 2 của SHP đã bán ra toàn bộ gần 19 triệu cổ phiếu của SHP (20,22% tổng số cổ phiếu) và không còn là cổ đông của SHP, giá giao dịch là 19.000 đồng/CP. Lý do Sabeco thoái vốn khỏi SHP được cho là để chuẩn bị cho Sabeco niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE.

El Nino kết thúc

Một thông tin liên quan đến ngành thủy điện là theo Viện nghiên cứu Quốc tế về Khí hậu và Xã hội (International Research Institute for Climate and Society, viết tắt: IRI) và Trung tâm Dự báo Khí hậu Mỹ (Climate Prediction Center, viết tắt: CPC), đợt El Nino kéo dài từ tháng 5/2014 đã được xác nhận kết thúc vào tháng 5/2016. Vào thời điểm tháng 9/2016, chúng ta vẫn đang ở trong giai đoạn trung tính (không phải El Nino hay La Nina) của Giao động phương Nam (tên tiếng Anh: El Niño–Southern Oscillation, viết tắt: ENSO). Theo cập nhật mới nhất ngày 13/10/2016 của IRI và CPC, số liệu tháng 9/2016 cho thấy xác suất La Nina diễn ra vào thời điểm cuối năm 2016 là khoảng 70%. Xác suất này tăng từ xác suất dự báo từ số liệu tháng 8/2016 là 40%. Việc La Nina diễn ra sẽ làm tăng lượng mưa và lượng nước về các hồ chứa thủy điện tại Việt Nam. Đây được đánh giá là thông tin tích cực với SHP do chúng tôi kỳ vọng SL điện của SHP sẽ tăng cao trong 2017, kéo theo tăng trưởng về DT và LNST.

ĐÁNH GIÁ SƠ BỘ

Xét tới triển vọng dài hạn của SHP, chúng tôi tin rằng ảnh hưởng từ chu kỳ ENSO sẽ tiếp tục tạo nên biến động về điều kiện thủy văn trong các năm tới và từ đó dẫn tới biến động về SL điện. Do chu kỳ này có hoạt động khó dự đoán trước, việc theo dõi chu kỳ ENSO phải được thực hiện định kỳ khi đánh giá triển vọng về SL của SHP (cũng như của các công ty thủy điện khác).

Tuy vậy, chu kỳ ENSO có xu hướng giữ thế cân bằng về ảnh hưởng thời tiết (VD: một đợt El Nino mạnh khả năng cao sẽ dẫn tới một đợt La Nina mạnh theo sau – một năm hạn hán sẽ được bù lại bởi một năm mưa nhiều hơn bình thường). Do đó, từ góc nhìn đầu tư dài hạn, rủi ro thời tiết không phải là rủi ro lớn lên SL điện của SHP và chúng tôi không quá bi quan về SL điện thấp trong 9T.2016 của SHP.

Về giá bán điện, do có hợp đồng bán điện với EVN, SHP có hoạt động nhìn chung ổn định dù KQKD 9T.2016 là khá thất vọng. Tuy nhiên, việc mức giá hợp đồng của SHP tương đối cố định và thấp hơn nhiều so với giá điện trên thị trường cạnh tranh khiến cho tiềm năng tăng trưởng DT của công ty bị hạn chế. Thêm vào đó, công ty hiện chưa có kế hoạch đầu tư vào dự án mới nào. Vì vậy, triển vọng của SHP ở mức ổn định trong thời gian tới.

Sử dụng phương pháp định giá tương đối, với EV/EBITDA trung bình ngành là 8,6 lần, giá trị cp SHP ở mức 21.700 đồng/CP. Với mức P/E trung bình của các công ty có tỷ lệ nợ tương đương (VSH, CHP, SBA, S4A, HJS) là 17,3 lần, giá cp ở mức 17.350 đồng/CP.

Chúng tôi cho rằng SHP là một lựa chọn đầu tư ít rủi ro nhưng cũng sẽ không đem lại nhiều kỳ vọng tăng giá cho nhà đầu tư. Chúng tôi vẫn nhận định hai yếu tố tiềm năng có thể ảnh hưởng tích cực tới giá trị cổ phiếu SHP:

- (1) Tỷ lệ SL điện bán trên thị trường cạnh tranh của SHP có thể tăng trong tương lai nếu hợp đồng của SHP với EVN hoặc cơ chế trên thị trường điện cạnh tranh thay đổi.
- (2) Do Đa M'bri đi vào hoạt động trong giai đoạn El Nino, tiềm năng của nhà máy Đa M'bri vẫn chưa rõ ràng và có thể tạo bất ngờ.

Hiện tại, chúng tôi đưa ra giá hợp lý cho cổ phiếu SHP là 19.500 đồng/CP và khuyến nghị **NẮM GIỮ** cổ phiếu SHP.

PHỤ LỤC

Bảng so sánh định giá tương đối các công ty ngành thủy điện

Mã cổ phiếu	TTS (tỷ đồng)	Nợ/TTS	Hệ số biên EBITDA ttm	Hệ số biên LNST ttm	ROE ttm	EV/ Sales trailing	EV/ EBITDA trailing	EV/ EBITDA forward	P/E trailing	P/E forward	P/B
SHP	2.719	51,82%	77,35%	18,14%	8,37%	6,3x	8,2x	7,6x	20,1x	14,6x	1,7x
VSH	5.329	44,67%	74,86%	54,40%	8,19%	10,7x	14,8x	13,3x	13,4x	11,5x	1,2x
CHP	2.980	45,75%	78,36%	33,49%	13,79%	6,4x	8,1x	-	13,1x	-	1,8x
TMP	1.503	28,21%	75,31%	24,70%	10,45%	5,1x	6,8x	-	17,5x	-	1,8x
SJD	1.482	17,96%	61,30%	35,95%	10,72%	4,6x	7,5x	-	10,9x	-	1,2x
SBA	1.405	50,23%	80,96%	29,05%	7,32%	6,9x	9,0x	-	11,6x	-	1,0x
S4A	1.258	62,41%	72,29%	9,21%	3,89%	7,6x	10,5x	-	39,7x	-	1,5x
TBC	937	0,00%	66,65%	49,14%	15,22%	5,3x	8,0x	-	11,0x	-	1,7x
HJS	510	42,95%	57,32%	23,20%	13,78%	3,2x	5,7x	-	8,6x	-	1,2x
DRL	110	0,00%	70,81%	53,75%	30,43%	4,9x	6,9x	-	10,5x	-	3,2x

(Nguồn: Bloomberg, VCBS – cập nhật ngày 04/11/2016)

Chia sẻ cơ hội đầu tư

TRÁI PHIẾU VIETCOMBANK NĂM 2016

Đặc điểm của Trái phiếu

- Tổng giá trị phát hành: 2.000 tỷ VND
- Giá trị đăng ký mua tối thiểu: 100 triệu đồng.
- Lãi suất thả nổi và được xác định bằng Lãi suất tham chiếu + 1%/năm.
- Lãi suất tham chiếu là trung bình lãi suất tiền gửi tiết kiệm cá nhân kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng Vietcombank, Vietinbank, BIDV, Agribank
- Kỳ hạn trả lãi: lãi được thanh toán sau hàng năm
- Đối tượng phát hành: Cá nhân, tổ chức Việt Nam và nước ngoài.

Tính hấp dẫn của Trái phiếu

- Kỳ hạn: 10 năm nhưng thời hạn trái phiếu có thể rút ngắn còn 5 năm do Vietcombank có quyền mua lại tại năm thứ 5
- Sau 2 năm kể từ ngày phát hành, trái phiếu có thể được cầm cố tại Vietcombank và một số ngân hàng khác để vay vốn với lãi suất ưu đãi
- Sau 3 tháng kể từ ngày phát hành đến trước khi trái phiếu có thể cầm cố, Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) sẽ là trung gian mua bán thứ cấp trái phiếu

Lợi ích đối với các nhà đầu tư

- Lần đầu tiên có cơ hội đầu tư và sở hữu trái phiếu của tập đoàn tài chính đạt tiêu chuẩn quốc tế mà trước đây chỉ dành cho khách hàng doanh nghiệp và các tổ chức lớn.
- Tối ưu hóa phương án đầu tư bằng cách giảm thiểu rủi ro mà vẫn hưởng lãi suất cao hơn nhiều lãi suất gửi tiết kiệm.
- Khi đầu tư vào trái phiếu Vietcombank, nhà đầu tư có thể hưởng lãi suất trái phiếu cao của kỳ hạn dài nhưng linh hoạt về thời gian sở hữu trái phiếu.

TRÁI PHIẾU CTCP MASAN

Đặc điểm của Trái phiếu

- Tổng giá trị bán thứ cấp: 70 tỷ đồng
- Kỳ hạn: 2 năm (09/2016 - 09/2018)
- Lãi suất cố định: 9,0%/năm
- Kỳ trả lãi: 6 tháng/lần

Tính hấp dẫn của Trái phiếu

- VCBS là trung gian mua bán thứ cấp trái phiếu: luôn đảm bảo mua lại tối đa 40 tỷ đồng trái phiếu đang lưu hành tại bất kỳ thời điểm nào sau ngày phát hành
- Cơ hội đầu tư và sở hữu trái phiếu của tập đoàn hàng đầu Việt Nam mà trước đây chỉ dành cho khách hàng doanh nghiệp và các tổ chức lớn.
- Hưởng lãi suất cao hơn nhiều lãi suất gửi tiết kiệm nhưng giảm thiểu rủi ro.

Tài sản bảo đảm của Trái phiếu

- TSBĐ luôn phải bảo đảm duy trì = 200% tổng giá trị Trái phiếu lưu hành
- TSBĐ là hơn 6 triệu cổ phiếu MSN niêm yết, có thanh khoản tốt, được phong tỏa 2 lần tại VCBS và VSD
- Đại lý quản lý TSBĐ: Vietcombank CN Thăng Long
- TSBĐ bổ sung (nếu có): bằng cổ phiếu MSN và bằng tiền

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Lý Hoàng Anh Thi

Phụ trách phòng Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

Đàm Sỹ Đức

Chuyên viên Phân tích

dsduc@vcbs.com.vn