

BẢN TIN CẬP NHẬT NHANH

Ngày 28 tháng 11 năm 2016

Chuyên viên phân tích

Đàm Sỹ Đức

dsduc@vcbs.com.vn

(+84) 0985451394

Trong tháng 11/2016, phòng Phân tích đã gặp mặt và trao đổi cùng ban lãnh đạo của CTCP Thủy điện Miền Trung. Chúng tôi xin được cập nhật nhanh một số thông tin về doanh nghiệp như sau:

KQKD Q3.2016 và 9T.2016

DT Q3.2016 đạt 115,6 tỷ đồng (+0,7% yoy). LNST Q3.2016 tăng trưởng khả quan, đạt 23 tỷ đồng (+48,5% yoy).

Trong Q3.2016, DT và LN của CHP đã hồi phục trở lại sau 6 tháng đầu năm với KQKD tương đối thất vọng. SL điện trong Q3.2016 đạt 126,5 triệu kWh, cao hơn 13,2% so với cùng kỳ 2015. Tuy nhiên, giá bán điện bình quân (đã bao gồm thuế tài nguyên nước và phí môi trường rừng) sụt giảm từ 1.028 đồng/kWh trong Q3.2015 xuống 914 đồng/kWh (-11% yoy) trong Q3.2016. Do đó DT Q3.2016 không thay đổi nhiều so với Q3.2015.

Chi phí lãi vay giảm là yếu tố quan trọng giúp LNST tăng trong Q3.2016. Do tổng nợ vay tính tới Q3.2016 của CHP giảm khoảng 180 tỷ đồng so với cùng kỳ 2015 nên chi phí lãi vay giảm từ 32 tỷ đồng trong Q3.2015 xuống 25 tỷ đồng trong Q3.2016.

Lũy kế 9 tháng đầu năm, DT đạt 290,7 tỷ đồng (-32,7% yoy, đạt 47,9% KH năm). LNST đạt 24,8 tỷ đồng (-83,4% yoy, đạt 11,6% KH năm).

Lũy kế 9 tháng đầu năm, DT của CHP thấp hơn cùng kỳ năm ngoái do (1) điều kiện hạn hán trong 6T.2016 dẫn đến SL điện của nhà máy thấp và (2) giá bán trên thị trường cạnh tranh giảm – giá trần trong năm 2015 là 1.280 đồng/kWh trong khi trong năm 2016 là 1.171 đồng/kWh.

Đặc trưng của nhà máy thủy điện là có chi phí cố định lớn, đặc biệt là chi phí khấu hao, nên khi DT giảm thì LNST sẽ càng giảm mạnh hơn. Trong bảng sau, chúng tôi trình bày cụ thể những yếu tố ảnh hưởng tới DT của CHP.

Nhà máy A Lưới (170 MW)	2015				2016			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	T10
DT (tỷ đồng)	172,1	145,2	114,8	297,2	94,8	80,3	115,6	110,1
SL điện (triệu kWh)	154,2	115,2	111,7	272,7	79,8	68,9	126,5	107,8
Giá điện bình quân (đồng/kWh)	1.116	1.260	1.028	1.090	1.188	1.165	914	1.021

(Nguồn: CHP, VCBS ước tính)

Mặc dù KQKD của CHP trong năm 2016 thấp hơn so với cùng kỳ 2015, công ty vẫn dự kiến sẽ đạt được kế hoạch đề ra năm nay do ban lãnh đạo CHP đã tính tới ảnh hưởng của thời tiết và đề ra KH 2016 thấp hơn so với kết quả thực hiện 2015. Cụ thể, trong năm 2015, CHP đạt 655 triệu kWh, 729 tỷ đồng về DT và 328 tỷ đồng về LNST. Trong năm 2016, CHP đạt KH 598 triệu kWh SL điện (thấp hơn 8,7% so với thực hiện năm 2015), 607 tỷ đồng DT (thấp hơn 16,7% so với thực hiện 2015) và 213 tỷ đồng LNST (thấp hơn 35% so với thực hiện 2015). Theo ban lãnh đạo CHP, trong 9T.2016, DT của CHP đạt khoảng 97% KH mà CHP đề ra cho giai đoạn này.

MỘT SỐ THÔNG TIN ĐÁNG CHÚ Ý KHÁC

CHP chuyển sàn niêm yết - EVN Hà Nội và GENCO 1 thoái vốn khỏi CHP

Từ ngày 23/9/2016, toàn bộ cổ phiếu của CHP đã chuyển sang niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán TP. HCM (HSX). Trước khi CHP chuyển sang giao dịch trên sàn HSX, Tổng Công ty Điện lực Thành phố Hà Nội (sở hữu 11.247.705 cp CHP – 8,93% số cp) đã thoái vốn khỏi CHP với giá giao dịch là 19.900 đồng/cp vào ngày 12/08/2016. Ngày 30/08/2016, Tổng Công ty Phát điện 1 đã thoái vốn thành công toàn bộ 6.574.890 cp CHP (5,22% số cp) theo phương thức khớp lệnh và thỏa thuận. Hiện 2 cổ đông lớn nhất của CHP là Tổng công ty Điện lực Miền Trung (sở hữu 22,97% số cp) và Tổng Công ty Điện lực Miền Nam (sở hữu 22,97% số cp).

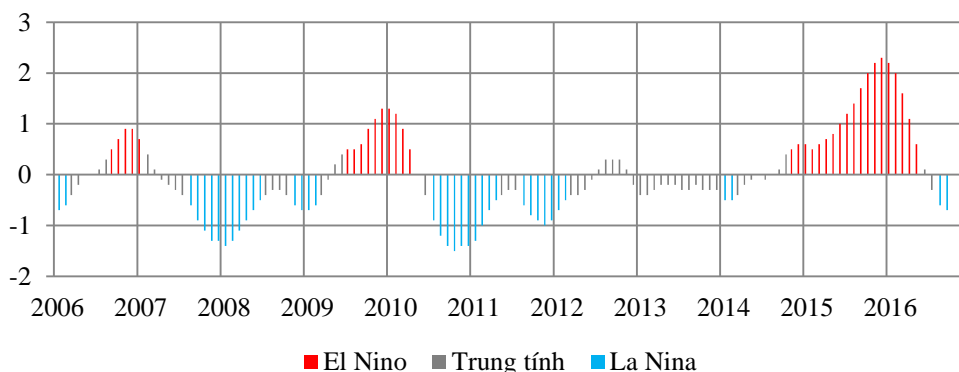
Tạm dừng nghiên cứu khả thi dự án Đắc Drinh 2

Hiện tại, CHP tạm dừng nghiên cứu về việc phát triển dự án thủy điện Đắc Drinh 2. Cùng với việc dự án thủy điện Đắc Rông 4 bị UBND tỉnh Quảng Trị hủy kế hoạch xây dựng từ tháng 12/2014, hiện thời CHP chưa chính thức tham gia phát triển dự án mới nào.

La Nina diễn ra từ tháng 10/2016 tác động tích cực tới SL điện của CHP

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. Thêm nữa, theo cập nhật mới nhất ngày 10/11/2016 của IRI và CPC, số liệu tháng 10/2016 cho thấy La Nina đã bắt đầu diễn ra từ tháng 10/2016. Số liệu hiện tại dự đoán một đợt La Nina nhẹ kết thúc vào khoảng tháng 2/2017. Việc La Nina diễn ra đã bắt đầu cho thấy tác động tích cực tới SL điện của CHP trong nửa đầu tháng 11/2016. Ban lãnh đạo CHP kỳ vọng SL điện trong tháng 11 và 12 sẽ đạt khoảng 200 triệu kWh (+19% yoy). Như vậy, SL điện trong Q4.2016 sẽ đạt khoảng 304 triệu kWh (50,8% KH năm).

Chỉ số Oceanic Nino Index(ONI)



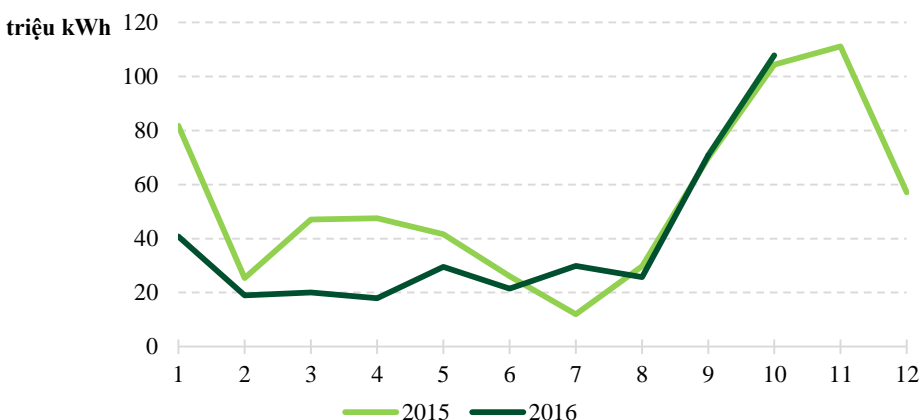
*Thông thường, El Nino được xác nhận diễn ra khi chỉ số ONI cao hơn 0,5.
La Nina được xác nhận diễn ra khi chỉ số ONI thấp hơn -0,5.*

(Nguồn: Trung tâm Dự báo Khí hậu Mỹ - CPC – cập nhật tới tháng 11/2016)

ĐÁNH GIÁ SƠ BỘ

Triển vọng 2016 và 2017

Tình hình hoạt động của CHP gắn liền với điều kiện thủy văn. Do nhà máy A Lưới có hồ điều tiết tuần, SL điện của nhà máy từng tháng cũng phản ánh tương đối chính xác điều kiện thủy văn đang diễn ra.



Sản lượng điện hàng tháng của nhà máy A Lưới

(Nguồn: CHP, VCBS tổng hợp)

Trong giai đoạn nửa đầu 2016, SL điện của CHP thấp hơn đáng kể so với 6T.2015. Tuy nhiên, với tác động tích cực từ La Nina, trong giai đoạn mùa mưa từ tháng 9, SL điện của CHP đã tăng trở lại và ban lãnh đạo CHP dự kiến SL điện trong tháng 11 và 12 sẽ đạt khoảng 200 triệu kWh (+19% yoy). Dựa trên mức giá bán điện bình quân 1.030 đồng/kWh trong tháng 10 và SL điện Q4.2016 ước tính đạt khoảng 304 triệu kWh, chúng tôi dự phóng DT trong Q4.2016 đạt 313 tỷ đồng. Như vậy dự kiến SL điện 2016 đạt 583 triệu kWh (-10,8% yoy, đạt 97,5% KH năm), DT 2016 đạt 604 tỷ đồng (-17,1% yoy, đạt 99,5% KH năm). Chúng tôi dự phóng LNST2016 đạt 212 tỷ đồng (-35,4% yoy, đạt 99,5% KH năm), tương đương EPS 2016 là 1.680 đồng/cp.

Về năm 2017, dựa trên tình hình thủy văn, dự kiến SL điện 2017 đạt khoảng 603 triệu kWh (+3,4% yoy), DT đạt 620 tỷ đồng (+2,6% yoy) và LNST đạt 209 tỷ đồng (-1,4% yoy) - tương đương EPS 1.659 đồng/cp. Kế hoạch LNST trong năm 2017 thấp hơn KH 2016 do từ năm 2017, CHP sẽ chịu thuế thu nhập 5%. Cụ thể, nhờ chính sách ưu đãi, từ khi có thu nhập chịu thuế năm 2013 tới năm 2016, nhà máy A Lưới được tỉnh Thừa Thiên Huế miễn thuế thu nhập. Từ năm 2017 tới năm 2025, A Lưới sẽ chịu thuế thu nhập 5%. LNTT 2017 của CHP dự kiến đạt 220 tỷ đồng, nhỉnh hơn một chút so với kế hoạch LNTT cho năm 2016 là 213 tỷ đồng.

Đánh giá chung

Chúng tôi cho rằng CHP có hoạt động ổn định. Cũng như các công ty khác trong ngành sản xuất điện, CHP có hợp đồng bán điện với EVN (khoảng 80% - 90% SL điện của CHP bán theo giá hợp đồng) giúp công ty có dòng tiền ổn định từ hoạt động SXKD. Do vậy, trong năm 2016, mặc dù chịu ảnh hưởng mạnh từ hạn hán nửa đầu năm, công ty vẫn hoạt động đúng kế hoạch và đủ khả năng tài chính để thanh toán nợ và chi phí lãi vay cũng như dự kiến trả cổ tức

khoảng 14% -16%/năm. Với tiền độ trả nợ khoảng 170 tỷ đồng/năm, CHP sẽ tiếp tục giảm chi phí lãi vay trong các năm tới, giúp tăng thêm độ ổn định trong hoạt động của công ty.

Xét tới triển vọng 2017, dựa trên đánh giá của ban lãnh đạo CHP, La Nina đã có tác động tích cực tới điều kiện thủy văn của nhà máy A Lưới. Tuy nhiên, chúng tôi cũng nhận thấy tác động của La Nina không quá lớn và CHP tạm thời đặt mục tiêu SL điện 2017 là 603 triệu kWh (hơn 5 triệu kWh so với KH năm 2016). Theo số liệu tháng 11/2016, đợt La Nina hiện nay vẫn được đánh giá là một đợt La Nina nhẹ kéo dài từ khoảng tháng 10/2016 tới khoảng tháng 2/2017 (trong khi đợt El Nino trước đó kéo dài từ 5/2014 tới 5/2016). Hơn nữa, về dài hạn, chu kỳ ENSO (gồm El Nino và La Nina) 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) nên yếu tố thời tiết sẽ không tác động nhiều tới triển vọng dài hạn của CHP. Với việc CHP không có kế hoạch chính thức đầu tư vào dự án mới nào, chúng tôi đánh giá triển vọng của CHP ở mức ổn định.

Dựa trên mức EV/EBITDA trung vị của ngành thủy điện khoảng 8,1 lần, giá cp CHP ở mức 19.900 đồng/cp. Dựa trên chỉ số P/E trong lịch sử của CHP cũng như các công ty khác trong ngành, chúng tôi cho rằng CHP có thể giữ mức P/E khoảng 11 lần trong năm 2017. Dựa trên dự phóng EPS 2017 đạt 1.659 đồng/cp, giá cp CHP ở mức khoảng 18.250 đồng/cp. Áp dụng tỷ trọng 50% cho mỗi phương pháp định giá, chúng tôi đưa ra giá hợp lý cho CHP là 19.100 đồng/cp.

Chúng tôi cho rằng CHP là một lựa chọn đầu tư dài hạn chắc chắn với cổ tức ổn định ở mức khoảng 16%/cp mỗi năm nhưng không có nhiều kỳ vọng về tăng trưởng. Chúng tôi đưa ra giá hợp lý là 19.100 đồng/cp và khuyến nghị **NĂM GIỮ** cổ phiếu CHP.

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 2017	P/E trailing	P/E forward 2017	P/B
CHP	2.890	45,31%	78,66%	34,72%	14,08%	6,4x	8,1x	-	12,5x	-	1,8x
VSH	5.836	48,49%	74,67%	54,40%	8,48%	12,4x	16,6x	11,6x	13,6x	10,3x	1,2x
SHP	2.719	51,82%	77,35%	18,14%	8,37%	6,2x	8,0x	6,0x	19,5x	7,6x	1,6x
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%	4,5x	7,4x	-	10,8x	-	1,2x
SBA	1.429	49,43%	81,08%	29,05%	8,46%	6,6x	8,2x	-	11,0x	-	0,9x
S4A	1.258	62,41%	72,29%	9,21%	3,89%	7,5x	10,4x	-	38,8x	-	1,5x
TBC	937	0,00%	66,65%	49,14%	15,22%	5,8x	8,7x	-	12,0x	-	1,8x
HJS	510	42,95%	57,32%	23,20%	13,78%	3,3x	5,7x	-	8,7x	-	1,2x
DRL	118	0,00%	65,62%	47,90%	23,76%	5,1x	7,8x	-	12,5x	-	3,0x

Mã cổ phiếu	P/E				EV/EBITDA			
	12/2013	12/2014	12/2015	11/2016	12/2013	12/2014	12/2015	11/2016
CHP	9,0x	10,2x	7,9x	12,5x	-	6,4x	6,3x	8,1x
VSH	12,7x	7,7x	13,2x	13,6x	15,4x	6,4x	11,5x	16,6x
SHP	-	8,9x	11,4x	19,5x	-	6,7x	6,5x	8,0x
TMP	-	8,4x	9,8x	17,5x	3,3x	4,1x	4,7x	6,8x
SJD	5,0x	7,0x	6,7x	10,8x	4,4x	5,0x	5,3x	7,4x
SBA	6,2x	10,1x	11,3x	11,0x	6,9x	8,5x	8,3x	8,2x
S4A	-	-	-	38,8x	-	-	-	10,4x
TBC	7,2x	12,2x	-	12,0x	3,4x	6,0x	8,1x	8,7x
HJS	7,7x	8,9x	8,7x	8,7x	4,8x	4,6x	5,8x	5,7x
DRL	7,5x	9,8x	10,1x	12,5x	4,9x	6,2x	6,4x	7,8x
Trung bình	7,9x	9,3x	9,9x	15,7x	6,2x	6,0x	7,0x	8,8x
Trung vị	7,5x	8,9x	9,9x	12,5x	4,8x	6,2x	6,4x	8,1x

Cổ phiếu CHP	12/2013	12/2014	12/2015	11/2016
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	8.952	14.476	20.700	20.200
LNST ttm (tỷ đồng)	126	180	328	204
KLCP (triệu cp)	126,0	126,0	126,0	126,0
EPS ttm (đồng/cp)	1.000	1.426	2.606	1.620
P/E	9,0x	10,2x	7,9x	12,5x

(Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp – cập nhật tới ngày 24/11/2016)

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