

Ngành thủy điện – Triển vọng 2017 đầy lạc quan

Thị trường điện trong 1H2017 chứng kiến tốc độ tăng trưởng của sản lượng tiêu thụ cao áp đảo tăng trưởng của công suất hệ thống. Đồng thời, tình hình thủy văn cũng thuận lợi cho các nhà máy thủy điện với lượng mưa cao hơn hẳn mức trung bình nhiều năm (TBNN). So với cùng kỳ năm ngoái khi điều kiện thủy văn chịu ảnh hưởng nặng nề từ El Nino, những diễn biến trên kỳ vọng sẽ giúp KQKD của ngành thủy điện trong nửa đầu năm nay tăng trưởng mạnh mẽ.

Bước sang nửa cuối năm, các dự báo gần nhất đều cho thấy rủi ro El Nino quay trở lại trong năm 2017 đã giảm đi đáng kể, qua đó giúp triển vọng ngành thủy điện trong 2H2017 trở nên tươi sáng hơn. Tuy vậy, KQKD 6T cuối năm sẽ không có mức tăng trưởng bất ngờ so với cùng kỳ như đã diễn ra trong nửa đầu năm.

Dựa trên kế hoạch của EVN về các nhà máy điện sắp đi vào hoạt động và chủ trương thúc đẩy GDP của Chính phủ, chúng tôi nhận định tăng trưởng tiêu thụ điện sẽ tiếp tục tích cực. Trong đó, nếu điều kiện thủy văn không chuyển biến xấu, các doanh nghiệp thủy điện sẽ gặt hái kết quả khả quan.

Nhu cầu tiêu thụ điện tăng nhanh hơn tổng công suất nguồn điện, mang lại lợi thế cho bên cung. Tiêu thụ điện cả nước tăng 8,5% trong nửa đầu năm và dự kiến còn cao hơn nữa trong nửa cuối năm nay, khi Chính phủ đã thể hiện quyết tâm thúc đẩy tăng trưởng GDP trong 2 quý cuối năm 2017, cho thấy nhu cầu điện từ nền kinh tế sẽ còn tiếp tục tăng lên. Trong khi đó, tổng công suất nguồn điện theo kế hoạch của EVN chỉ tăng 3,9% trong năm 2017. Vì vậy, chúng tôi xem đây là diễn biến có lợi cho bên cung trên thị trường điện.

Thời tiết trong năm 2017 ủng hộ các doanh nghiệp thủy điện ở miền Trung và Tây Nguyên. Trong khi tiêu thụ điện vẫn tăng trưởng ổn định trong nửa đầu năm, lượng mưa ở miền Trung, Tây Nguyên và miền Nam trong quý 1 và quý 2 lại cao hơn mức TBNN lần lượt là 25 – 100% và 10 – 30%. Do đó, các doanh nghiệp thủy điện ở khu vực này có điều kiện để đẩy mạnh sản lượng sản xuất. Bên cạnh đó, dựa trên các dự báo gần nhất về tình hình thủy văn, chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện nửa cuối năm nay có thể đạt xấp xỉ cùng kỳ năm ngoái.

KQKD năm 2017 các doanh nghiệp thủy điện ở miền Trung và Tây Nguyên có thể tăng trưởng tích cực. Nhờ vào diễn biến thuận lợi từ điều kiện thủy văn tới nhu cầu tiêu thụ điện, hầu hết các doanh nghiệp thủy điện ở những vùng này có doanh thu tăng trưởng từ 100 – 250% trong quý 1 và dự kiến tiếp tục đà tăng trong cả quý 2. Bên cạnh đó, với quan điểm tích cực về triển vọng sản lượng thủy điện và diễn biến cung cầu kể trên, chúng tôi kỳ vọng KQKD của ngành thủy điện nhìn chung trong nửa cuối năm nay sẽ ở mức xấp xỉ cùng kỳ năm ngoái. Qua đó, KQKD tính chung cả năm 2017 sẽ có sự cải thiện đáng kể.

Một số cổ phiếu thủy điện tiêu biểu

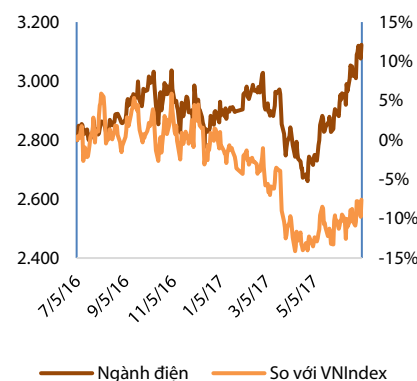
| Mã | Khuyến nghị | Vốn hóa (tỷ đồng) | KLDGTB (20 phiên) | Giá mục tiêu | Upside (%) | PER 2017F (x) | EV/EBITDA 2017F (x) | ROE (%) | ROA (%) | Tỷ suất cổ tức (%) |
|-------------------|----------------|-------------------|-------------------|--------------|------------|---------------|---------------------|-------------|------------|--------------------|
| CHP | TÍCH LŨY | 3.452 | 80.541 | 31.900 | 12,2 | 10,3 | 7,4 | 15,6 | 8,1 | 5,8 |
| SHP | TRUNG LẬP | 2.155 | 7.792 | 25.400 | 5,8 | 12,2 | 7,4 | 8,1 | 3,5 | 7,0 |
| VSH | KHÔNG XẾP HẠNG | 3.527 | 58.763 | n/a | n/a | n/a | n/a | 11,0 | 5,6 | 5,8 |
| SJD | KHÔNG XẾP HẠNG | 1.711 | 20.070 | n/a | n/a | n/a | n/a | 13,7 | 10,3 | 6,7 |
| Trung bình | | 2,711 | | | | | | 12,3 | 6,7 | 6,2 |

Tích cực

| | |
|---------------------------|-----------|
| Ngành | Điện |
| Tiểu ngành | Thủy điện |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 18.096 |
| % tổng vốn hóa thị trường | 1,2 |

Diễn biến giá thị trường

| % | 1T | 3T | 12T |
|------------|------|------|------|
| CHP | 22,1 | 28,6 | 50,6 |
| SHP | 7,6 | 14,7 | 32,0 |
| Ngành điện | 8,4 | 9,8 | 11,6 |
| VNIndex | 3,9 | 8,4 | 23,7 |



Phan Nguyễn Thanh Sơn

(028) - 6299 2006 – Ext 1519

son.pnt@vpsc.com.vn

Nhu cầu tiêu thụ điện tăng nhanh hơn tổng công suất nguồn điện, mang lại lợi thế cho bên cung

Tăng trưởng trong tiêu thụ điện cao hơn tốc độ mở rộng công suất hệ thống trong 1H2017.

Theo số liệu từ EVN, sản lượng điện thương phẩm toàn quốc nửa đầu năm nay đạt 84,1 tỷ kWh, tăng trưởng 8,5% YoY. Trong khi đó, các nhà máy mới đi vào vận hành trong nửa đầu năm đóng góp vào tổng công suất hệ thống 560 MW, tương đương với 1,3% công suất hệ thống ở thời điểm cuối năm 2016. Với việc tiêu thụ tăng nhanh hơn công suất hệ thống, thị trường điện nửa đầu năm dường như đang có lợi nhiều hơn cho bên cung.

Các đợt nắng nóng trên diện rộng trong nửa đầu năm khiến nhu cầu sử dụng điện tăng đột biến trong khoảng thời gian ngắn.

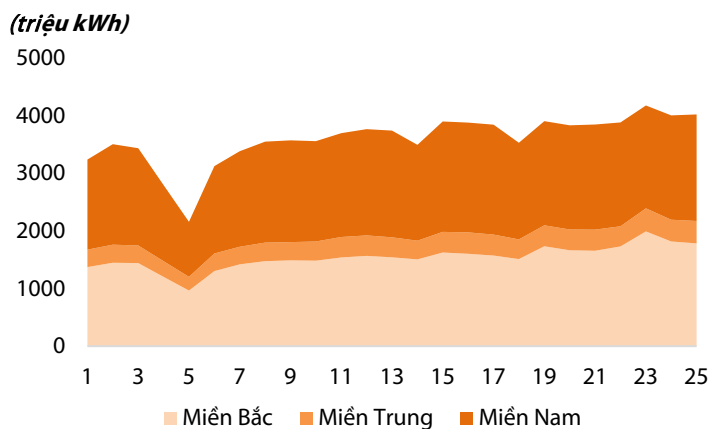
Từ tháng Tư đến tháng Sáu năm 2017 đã ghi nhận 6 đợt nắng nóng trên diện rộng ở miền Bắc và miền Trung. Thậm chí ngày 04/06/2017 đã ghi nhận mức nhiệt độ cao kỷ lục ở một số tỉnh phía Bắc. Nhu cầu tiêu thụ điện ở miền Bắc trong những tuần diễn ra nắng nóng qua đó cũng tăng nhanh với phụ tải tăng 13% và điện năng tiêu thụ tăng 17% so với tuần trước đó. Trong những ngày này, phụ tải hệ thống tăng từ 1.000 tới 2.600 MW so với bình thường. Trong khi tổng công suất hệ thống chỉ tăng 560 MW trong nửa đầu năm, các đợt nắng nóng vừa qua đã khiến hệ thống điện chịu áp lực không hề nhỏ.

Diễn biến cung cầu trong nửa cuối năm khả năng sẽ giúp giá điện thị trường cao hơn cùng kỳ năm ngoái.

Với quyết tâm của chính phủ nhằm đạt được mục tiêu tăng trưởng GDP ở mức 6,7% trong khi nửa đầu năm GDP mới chỉ tăng 5,3%, chúng tôi cho rằng chính phủ sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng kinh tế hơn nữa trong nửa cuối năm, đặc biệt là trong lĩnh vực xây dựng và sản xuất công nghiệp. Đồng thời dữ liệu những năm qua cũng cho thấy tăng trưởng tiêu thụ điện thường gấp đôi tăng trưởng GDP để đáp ứng đủ điện cho nền kinh tế. Vì vậy, chúng tôi giữ quan điểm tích cực rằng điện năng tiêu thụ trong nửa cuối năm nay sẽ tăng cao hơn mức 8,5% của nửa đầu năm.

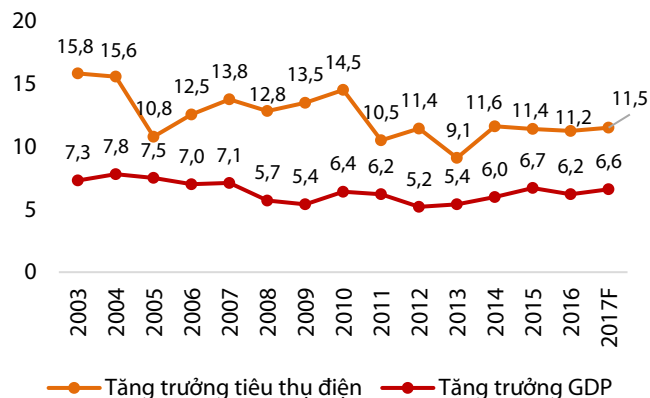
Ngoài ra, cũng theo EVN, các nhà máy dự kiến đi vào hoạt động trong nửa cuối năm sẽ bổ sung thêm 1.075 MW công suất cho hệ thống điện, tương ứng với 2,5% công suất hệ thống. Chúng tôi đánh giá mức tăng này vẫn còn thấp so với tăng trưởng của nhu cầu. Hơn nữa, do thời tiết trong nửa cuối năm 2017 không còn chịu tác động từ La Nina như cùng kỳ năm ngoái, chúng tôi cho rằng tình trạng dư cung thủy điện khiến giá điện thị trường giảm sâu như 2H2016 sẽ khó lặp lại trong năm nay, qua đó giúp giá điện thị trường trong nửa cuối năm nay cải thiện đáng kể.

Hình 1: Tiêu thụ điện trong 1H2017 theo từng tuần



Nguồn: ERAV

Hình 2: So sánh tốc độ tăng trưởng sản lượng điện tiêu thụ (%) với tăng trưởng GDP (%)



Nguồn: RongViet Research

Thời tiết trong năm 2017 ủng hộ các doanh nghiệp thủy điện ở miền Trung và Tây Nguyên

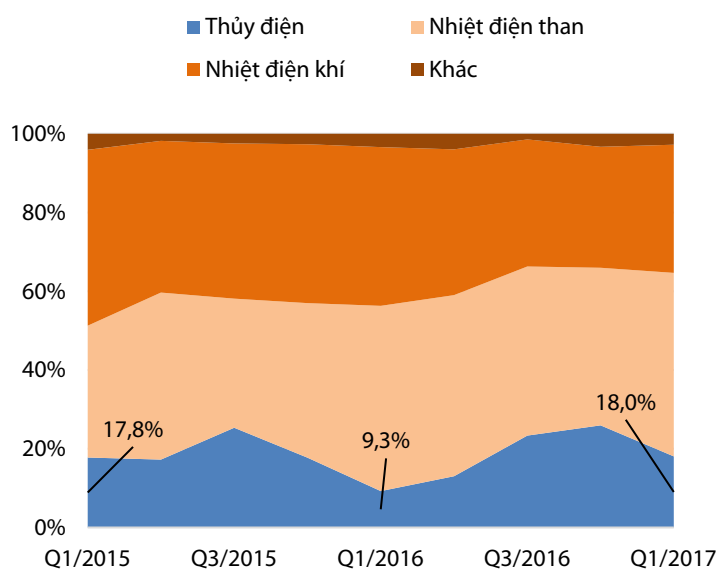
La Nina kết thúc từ Q1 2017 nhưng lượng mưa vẫn còn cao. Theo Cơ quan Quản lý Đại dương và Khí quyển Quốc gia Mỹ (NOAA), các điều kiện để xác định La Nina đã kết thúc từ tháng 02/2017. Cụ thể, nhiệt độ bề mặt nước biển (SSTs) dưới trung bình khoảng $0,3^{\circ}\text{C}$ ở khu vực trung tâm xích đạo Thái Bình Dương và trên trung bình ở phía Đông Thái Bình Dương (La Nina xảy ra khi chuẩn sai SSTs dưới trung bình $0,5^{\circ}\text{C}$ hoặc thấp hơn). Tuy nhiên, lượng mưa ở miền Trung và Tây Nguyên vẫn ở trên mức TBNN khoảng 25 – 100% trong Q1 2017 và khoảng 10 – 30% trong Q2 2017.

Nhờ đó, các nhà máy thủy điện trong khu vực có đủ nguồn nước để đẩy mạnh phát điện trong mùa khô. Diễn biến này của các doanh nghiệp thủy điện có thể thấy rõ qua thay đổi của tỷ trọng sản lượng từ thủy điện trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM). Cụ thể trong Q1 2017, thủy điện đóng góp 18% sản lượng điện mà EVN huy động từ CGM, tăng gấp đôi so với cùng kỳ năm ngoái.

Thời tiết trong nửa cuối năm 2017 sẽ vẫn thuận lợi cho các doanh nghiệp thủy điện ở miền Trung và Tây Nguyên. Những dự báo khí tượng gần nhất đều cho thấy xác suất El Nino quay lại vào cuối năm nay đã giảm từ mức trên 50% xuống còn 32 – 35%. Thay vào đó, hình thế thời tiết trung tính sẽ là xu hướng chủ đạo trong giai đoạn này. Hơn nữa, Trung tâm Dự báo Khí tượng Thủy văn Trung ương (NCHMF) cũng dự báo lượng mưa ở miền Trung sẽ phổ biến xấp xỉ mức TBNN trong quý 3 và thấp hơn mức TBNN 15 – 30% trong quý 4. Đồng thời, dự báo về thủy văn ở Tây Nguyên còn khả quan hơn với lượng mưa trên mức TBNN khoảng 30% trong quý 3 (quý cao điểm mùa mưa) và dưới mức TBNN khoảng 30% trong quý 4.

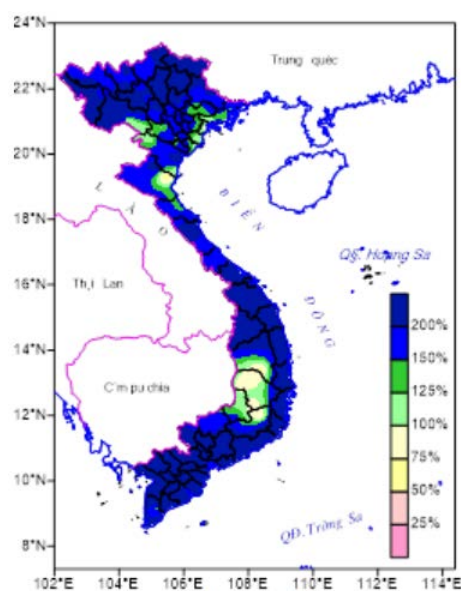
Từ những phân tích kể trên, chúng tôi tin rằng triển vọng thời tiết cả năm 2017 sẽ thuận lợi hơn nhiều cho các doanh nghiệp thủy điện so với năm 2016 và thậm chí là mức TBNN.

Hình 3: Cơ cấu sản lượng điện trên thị trường phát điện cạnh tranh



Nguồn: EVN, RongViet Research

Hình 4: Tỷ chuẩn lượng mưa trong Q1 2017



Nguồn: Trung tâm Dự báo Khí tượng Thủy văn Trung ương

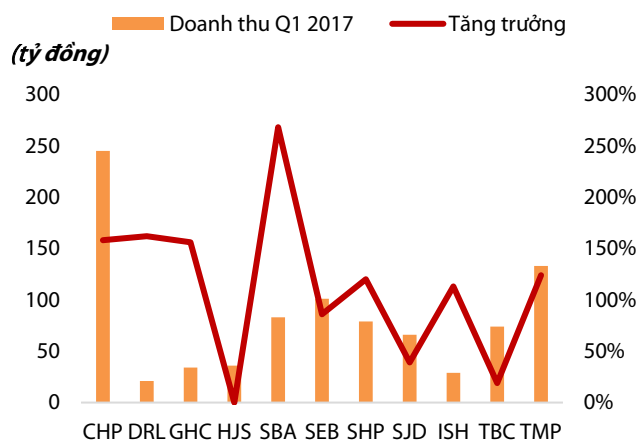
KQKD năm 2017 các doanh nghiệp thủy điện ở miền Trung và Tây Nguyên có thể tăng trưởng tích cực

Các doanh nghiệp thủy điện dường như là đối tượng hưởng lợi chính từ những diễn biến thời tiết nói trên và từ tình hình thị trường điện trong nửa đầu năm. Nhờ diễn biến thuận lợi trong điều kiện thủy văn cũng như nhu cầu tiêu thụ điện vẫn tăng trưởng ổn định, KQKD của hầu hết các doanh nghiệp thủy điện đều có sự cải thiện đáng kể trong Q1 2017, đặc biệt là các doanh nghiệp từ miền Trung trở vào phía Nam với mức tăng trưởng doanh thu đạt từ 100 – 250%. Do những yếu tố hỗ trợ này vẫn được duy trì trong Q2 2017, chúng tôi kỳ vọng KQKD quý 2 và nửa đầu năm nói chung sẽ tiếp tục đà tăng trưởng mạnh mẽ này.

KQKD của các doanh nghiệp thủy điện ở miền Trung và Tây Nguyên trong nửa cuối năm có thể ở quanh mức TBNN và qua đó giúp KQKD cả năm tăng trưởng ấn tượng. Từ những dự báo về thủy văn và tình hình thị trường nửa cuối năm 2017, chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện sản xuất sẽ giảm nhẹ so với mức trung bình đối với các nhà máy thủy điện ở miền Trung và tăng nhẹ đối với các nhà máy ở Tây Nguyên. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng tin rằng tình trạng mưa quá nhiều khiến các nhà máy thủy điện chấp nhận phát điện ở mức giá thấp để tránh xả tràn trong nửa cuối năm ngoài cũng sẽ khó có khả năng lặp lại. Do đó, giá bán điện trên CGM có thể sẽ tốt hơn nhiều. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng KQKD của các doanh nghiệp thủy điện ở những khu vực trên trong nửa cuối năm có thể đạt được ngang với cùng kỳ năm ngoái, qua đó giúp KQKD tính chung cả năm có sự tăng trưởng đáng kể.

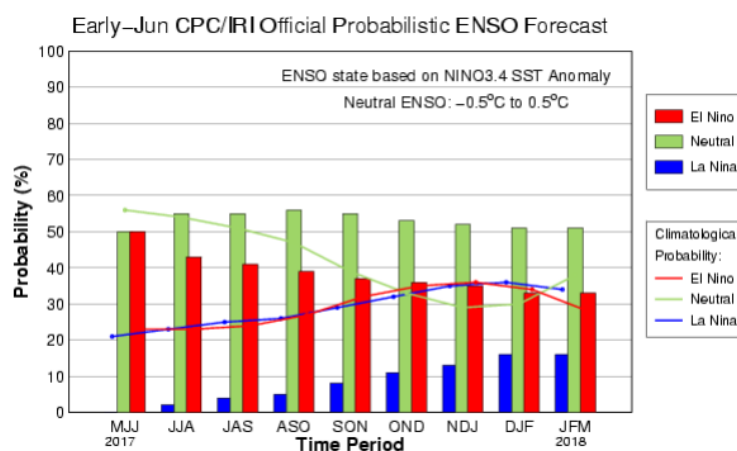
Với nhận định tích cực về triển vọng của các doanh nghiệp thủy điện trong năm nay, CHP (ở miền Trung) và SHP (ở Tây Nguyên) là những ứng viên được chúng tôi ưa thích nhất với triển vọng KQKD cả năm 2017 tăng trưởng mạnh mẽ và khả năng mở rộng công suất sản xuất điện thông qua các dự án điện mặt trời đang được triển khai. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng đánh giá cao cách tiếp cận chủ động của ban lãnh đạo ở những doanh nghiệp này trong việc tìm kiếm thêm những cơ hội đầu tư mới trong lĩnh vực sản xuất điện.

Hình 5: Tăng trưởng doanh thu của một số doanh nghiệp thủy điện trong Q1 2017



Nguồn: Bloomberg, RongViet Research

Hình 6: Dự báo xác suất của chu trình ENSO theo từng tháng



Nguồn: NOAA

CTCP Thủy Điện Miền Trung (CHP – HSX)

Trên cả kỳ vọng

| Chỉ tiêu (triệu đồng) | Q1-FY17 | Q4-FY16 | +/- qoq | Q1-FY16 | +/- yoy |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu thuần | 244,5 | 359,0 | -32% | 94,8 | 158% |
| Lợi nhuận sau thuế | 139,1 | 233,0 | -40% | 8,8 | 1.485% |
| EBIT | 166,7 | 260,4 | -36% | 31,8 | 425% |
| Tỷ suất EBIT | 68,2% | 72,5% | -435bps | 33,5% | 3467bps |

Nguồn: CHP, RongViet Research

KQKD tăng trưởng mạnh mẽ. Trong quý đầu năm nay, nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi, CHP đạt được mức tăng trưởng doanh thu hết sức ấn tượng 203% YoY trong khi giá bán điện bình quân chỉ giảm khiêm tốn 15%. Nhờ đó, doanh thu Q1 2017 tăng trưởng 158% YoY và BLNG cũng mở rộng từ 40% trong Q1 2016 lên 71% trong Q1 2017. LNST trong quý đầu năm qua đó cũng tăng 15 lần và đạt 62% kế hoạch cả năm.

Với diễn biến tích cực về thủy văn và thị trường, chúng tôi ước tính sản lượng và doanh thu của CHP trong quý 2 sẽ tiếp tục xu hướng tăng và đạt lần lượt 148 triệu kWh và 167 tỷ đồng, tương ứng với mức tăng trưởng 117% YoY và 85% YoY. Mặc dù mức tăng trưởng này không cao bằng quý 1, chúng tôi cho rằng đây vẫn là mức tăng hết sức ấn tượng giúp LNST tính chung nửa đầu năm 2017 đạt 191 tỷ đồng (tăng 107 lần so với cùng kỳ năm ngoái).

KQKD nửa đầu năm giúp củng cố triển vọng cả năm 2017. Chúng tôi ước tính nửa đầu năm nay công ty có thể sẽ hoàn thành 60% kế hoạch sản lượng và doanh thu cả năm. Trong khi KQKD của nửa cuối năm (thời gian cao điểm mùa mưa) thường vẫn cao hơn rất nhiều so với nửa đầu năm. Do đó, chúng tôi dự báo tổng sản lượng và doanh thu của CHP trong năm nay có thể tăng trưởng lần lượt 24% YoY và 29% YoY (cao hơn sản lượng và doanh thu kế hoạch lần lượt 23% và 28%). Nhờ đó LNST có thể đạt xấp xỉ 418 tỷ đồng (+62% YoY), tương ứng với EPS đạt 3.007 đồng.

Dự án điện mặt trời Cư Jút có thể dẫn dắt triển vọng tăng trưởng dài hạn ở CHP. Với tổng công suất là 50 MW, công ty kỳ vọng sản lượng đóng góp từ dự án này có thể đạt 78 triệu kWh mỗi năm khi đi vào vận hành trong năm 2019. Do giá bán điện mặt trời cao gấp đôi giá bán bình quân của nhà máy thủy điện A Lưới, doanh thu từ dự án này sẽ đóng góp quan trọng vào triển vọng tăng trưởng dài hạn của CHP.

Quan điểm và định giá: Chúng tôi đánh giá cao hoạt động kinh doanh của CHP nhờ hai yếu tố chính bao gồm (1) khả năng duy trì sản lượng ổn định cả trong những năm có thời tiết bất lợi nhờ địa thế đặc biệt của nhà máy A Lưới và (2) triển vọng tăng trưởng dài hạn nhờ khả năng mở rộng công suất.

So với khuyến nghị gần nhất của chúng tôi đối với cổ phiếu CHP trong **Báo cáo Chiến lược** ngày 15/03/2017, KQKD trong nửa đầu năm của công ty cao hơn kỳ vọng ban đầu của chúng tôi. Bên cạnh đó, dự án điện mặt trời vừa được công bố cũng giúp cải thiện đáng kể triển vọng dài hạn của doanh nghiệp. Vì vậy, chúng tôi nâng giá mục tiêu của CHP lên **31.900 đồng/CP**, cao hơn 12% so với giá đóng cửa ngày 10/07/2017 và khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu này trong **TRUNG HẠN**.

TÍCH LŨY

| | |
|----------------------|--------|
| Giá thị trường (VND) | 28,700 |
| Giá mục tiêu (VND) | 31,900 |

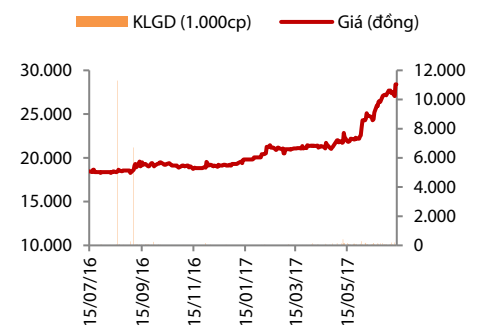
| | |
|------------------|------------------|
| Thời gian đầu tư | Trung hạn |
|------------------|------------------|

Thông tin cổ phiếu

| | |
|-------------------------|--------|
| Ngành | Điện |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 3.610 |
| SLCPDLH (triệu cp) | 126 |
| Beta | 0,38 |
| Free Float (%) | 25 |
| Giá cao nhất 52 tuần | 28.700 |
| Giá thấp nhất 52 tuần | 18.277 |
| KLGD bình quân 20 phiên | 77.564 |

| | FY2016 | Hiện tại |
|-----------------|--------|----------|
| EPS | 1.950 | 2.984 |
| Tăng trưởng EPS | -22% | 53% |
| EPS điều chỉnh | 1.950 | 2.984 |
| P/E | 10,6 | 9,1 |
| P/B | 1,6 | 1,9 |
| EV/EBITDA | 5,7 | 7,2 |
| Tỷ suất cổ tức | 7,7% | 5,9% |
| ROE | 15% | 21% |

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

| | |
|------------------------------------|------|
| EVN SPC | 23,0 |
| EVN CPC | 23,0 |
| CTCP Cơ điện lạnh | 19,0 |
| Công ty Tài chính cổ phần Điện lực | 4,9 |
| Giới hạn sở hữu NGTNN (%) | 49,0 |

Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q1 FY2017

| Chỉ tiêu (tỷ đồng) | Q1-FY17 | Q4-FY16 | +/- (qoq) | Q1-FY16 | +/- (yoy) |
|-----------------------------|---------|---------|-----------|---------|-----------|
| Doanh thu | 244,5 | 359,0 | -32% | 94,8 | 158% |
| Lợi nhuận gộp | 173,0 | 274,1 | -37% | 38,3 | 352% |
| Chi phí bán hàng và quản lý | -6,3 | -13,6 | -54% | -18,9 | -67% |
| Thu nhập HĐKD | 146,5 | 233,0 | -37% | 8,8 | 1572% |
| EBITDA | 204,9 | 298,2 | -31% | 70,0 | 193% |
| EBIT | 166,7 | 260,4 | -36% | 31,8 | 425% |
| Chi phí tài chính | -22,6 | -29,2 | -23% | -26,0 | -13% |
| - Chi phí lãi vay | -22,6 | -29,2 | -23% | -26,0 | -13% |
| Khấu hao | -38,2 | -37,8 | 1% | -38,2 | 0% |
| Lợi nhuận trước thuế | 146,5 | 260,4 | -44% | 8,8 | 1568% |
| Lợi nhuận sau thuế | 139,1 | 260,4 | -47% | 8,8 | 1485% |

Nguồn: CHP, RongViet Research

Bảng 2: Phân tích HĐKD 1Q FY2017

| Chỉ tiêu | Q1-FY17 | Q4-FY16 | +/- (qoq) | Q1-FY16 | +/- (yoy) |
|------------------------------------|---------|---------|-----------|---------|-----------|
| Chỉ tiêu sinh lợi (%) | | | | | |
| TS lợi nhuận gộp | 70,8% | 76,3% | -557bps | 40,4% | 3033bps |
| EBITDA/Doanh thu | 83,8% | 83,1% | 73bps | 73,8% | 996bps |
| EBIT /Doanh thu | 68,2% | 72,5% | -435bps | 33,5% | 3467bps |
| TS lợi nhuận ròng | 56,9% | 72,5% | -1564bps | 9,3% | 4763bps |
| Vòng quay vốn lưu động* (x) | | | | | |
| -Hàng tồn kho | 37,3 | 45,1 | -7,8 | 4,8 | 32,5 |
| -Khoản phải thu | 4,6 | 7,9 | -3,3 | 2,9 | 1,7 |
| -Khoản phải trả | 5,6 | 6,6 | -1,0 | 2,9 | 2,8 |
| Đòn bẩy (%) | | | | | |
| Tổng nợ/Tổng Vốn CSH | 74% | 85% | -1076bps | 121% | -4700bps |

Sources: CHP, (*) Thường niên hóa

Bảng 3: Dự phóng KQKD Q2 FY2017

| Chỉ tiêu (tỷ đồng) | Q2-FY17 | +/- qoq | +/- yoy |
|--------------------|---------|---------|---------|
| Doanh thu | 148,9 | -39% | 85% |
| Lợi nhuận gộp | 87,4 | -50% | 201% |
| EBIT | 78,2 | -53% | 146% |
| LNST | 52,1 | -63% | 493% |

Nguồn: CHP, RongViet Research

Các thông tin cập nhật:

2017 sẽ là năm đầu tiên nhà máy A Lưới chịu thuế thu nhập doanh nghiệp

Sau 4 năm đầu được hưởng thuế suất 0% (từ 2013 đến 2016), nhà máy A Lưới đã bắt đầu đóng thuế thu nhập doanh nghiệp từ Q1 2017. Thuế suất ưu đãi áp dụng cho nhà máy sẽ là 5% trong giai đoạn 2017 – 2025, 10% trong giai đoạn 2025 – 2026 và 20% từ năm 2027 trở đi. Chúng tôi ước tính chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp của CHP trong năm nay sẽ vào khoảng 20 tỷ đồng.

Dự án CDM

Do CHP phát triển dự án thủy điện A Lưới theo Cơ chế Phát triển sạch (CDM) trong Nghị định thư Kyoto và đăng ký thành công trong năm 2012, công ty được Ban chấp hành quốc tế về CDM cấp tín dụng về giảm phát thải (CER) tương ứng với sản lượng điện mà nhà máy này sản xuất. Sau đó công ty có thể giao dịch CER với bên mua trên thị trường quốc tế.

Hiện CHP đang có 757.600 CER tương ứng với lượng điện năng sản xuất được từ ngày 01/10/2014 đến ngày 31/12/2016. Tuy nhiên, từ đầu năm 2016 đến nay giá CER liên tục giảm và hiện chỉ ở mức 20 – 30 EUR Cent/CER. Do đó, công ty vẫn chờ giá CER hồi phục rồi mới làm thủ tục phát hành và bán lượng CER này.

Hình 7: Giá CER thế giới (USD)



Nguồn: ICE Data

Dự án điện mặt trời Cư Jút

ĐHCD của CHP trong tháng Tư vừa qua đã phê duyệt chủ trương triển khai dự án điện mặt trời Cư Jút ở tỉnh Đắk Nông. Hiện nay công ty đang hoàn thiện kế hoạch chi tiết cho dự án để xin bổ sung vào quy hoạch và cấp phép cho dự án. Mặc dù tiến độ vẫn tương đối thuận lợi, công ty dự định sang năm 2018 mới triển khai thi công và hoàn thiện dự án này trong năm. Theo số liệu từ công ty, nhà máy Cư Jút khi đi vào vận hành sẽ đóng góp khoảng 78 triệu kWh sản lượng mỗi năm, tương ứng với khoảng 162 tỷ đồng doanh thu.

Với tổng mức đầu tư dự kiến khoảng 1.250 tỷ đồng, nguồn tài trợ từ vốn vay chiếm khoảng 70 – 80%, chúng tôi ước tính ROE của dự án trong những năm đầu sẽ tương đối thấp từ khoảng 3 – 5% và sẽ tăng dần qua các năm khi dư nợ gốc giảm dần, giúp giảm chi phí lãi vay. Mặc dù công ty vẫn chưa công bố các số liệu chính thức để định giá dự án, chúng tôi tin rằng đây vẫn sẽ là nhân tố chủ đạo dẫn dắt câu chuyện tăng trưởng của cổ phiếu CHP trong những năm tới.

Bên cạnh đó, từ những số liệu do CHP cung cấp, chúng tôi ước tính suất đầu tư bình quân của dự án Cư Jút vào khoảng 25 tỷ đồng cho mỗi MW công suất, cao hơn khá nhiều so với dự án điện mặt trời mà CTCP Thủy điện Miền Nam (HSX – SHP) đang triển khai (khoảng 14 – 20 tỷ đồng cho mỗi MW). Do giá mua điện mặt trời gần như đã được chốt ở mức 9,35 Cent/kWh, chúng tôi tin rằng công ty có thể sẽ có thêm các biện pháp để quản lý chi phí đầu tư chặt chẽ hơn nữa để giảm chi phí đầu tư và tăng khả năng sinh lợi của dự án. Ngoài ra, do đặc điểm của tế bào quang năng sử dụng trong các tấm pin mặt trời thường có hiệu suất giảm dần qua các năm, việc mức hiệu suất cao duy trì được trong bao lâu còn phụ thuộc nhiều vào công nghệ mà dự án sử dụng. Vì vậy, chúng tôi cho rằng cũng có khả năng suất đầu tư cao ở dự án Cư Jút là do tiêu chuẩn cao trong lựa chọn công nghệ và nhà thầu cung cấp thiết bị. Trong trường hợp đó, việc suất đầu tư cao có thể sẽ đồng nghĩa với hiệu quả cao hơn trong dài hạn.

Bảng 4: Tóm tắt thông tin về dự án điện mặt trời Cư Jút

| | | | |
|---------------------------------------|----------|----------------------------------|-------|
| Địa điểm: huyện Cư Jút, tỉnh Đắk Nông | | | |
| Công suất (MW) | 50 | Vốn đầu tư (tỷ đồng) | 1.250 |
| Sản lượng hàng năm (triệu kWh) | 78 | Suất đầu tư (tỷ đồng/MW) | 25 |
| Tỷ lệ vốn vay | 70 - 80% | Đời sống dự án (năm) | 25 |
| Lãi suất vay dự kiến | 8% | Thời gian hoàn vốn dự kiến (năm) | 10 |

Nguồn: CHP, RongViet Research

Đvt: tỷ đồng

| KQ HKKD | FY2015 | FY2016 | FY2017E | FY2018F |
|-----------------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| Doanh thu thuần | 729,3 | 649,7 | 835,5 | 712,2 |
| Giá vốn | 242,5 | 252,6 | 290,3 | 268,5 |
| Lãi gộp | 486,8 | 397,1 | 545,2 | 443,7 |
| Chi phí bán hàng | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Chi phí quản lý | 39,0 | 37,7 | 43,4 | 40,1 |
| Thu nhập từ HĐTC | 9,5 | 9,8 | 10,1 | 9,3 |
| Chi phí tài chính | 131,5 | 111,4 | 93,6 | 76,2 |
| Lợi nhuận khác | 2,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Lợi nhuận trước thuế | 328,3 | 257,8 | 418,3 | 336,8 |
| Thuế TNDN | 0,0 | 0,0 | 20,9 | 16,8 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Lợi nhuận sau thuế | 328,3 | 257,8 | 397,4 | 319,9 |
| EBIT | 447,8 | 359,3 | 501,8 | 403,6 |
| EBITDA | 600,5 | 512,7 | 652,2 | 553,6 |

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

| Chỉ số tài chính | FY2015 | FY2016 | FY2017E | FY2018F |
|-------------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| Tăng trưởng (%) | | | | |
| Doanh thu | 16 | -11 | 29 | -15 |
| Lợi nhuận HKKD | 23 | -20 | 40 | -20 |
| EBITDA | 16 | -15 | 27 | -15 |
| Lợi nhuận sau thuế | 54 | -21 | 54 | -19 |
| Tổng tài sản | -2 | -5 | 0 | -4 |
| Vốn chủ sở hữu | 14 | 3 | 10 | 7 |
| | 14 | 3 | 10 | 6 |

Khả năng sinh lợi (%)

| | | | | |
|---------------------|----|----|----|----|
| LN gộp / Doanh thu | 67 | 61 | 65 | 62 |
| LN HKKD / Doanh thu | 61 | 55 | 60 | 57 |
| EBITDA/ Doanh thu | 82 | 79 | 78 | 78 |
| LNST/ Doanh thu | 45 | 40 | 48 | 45 |
| ROA | 10 | 8 | 13 | 11 |
| ROE | 22 | 16 | 23 | 17 |

Hiệu quả hoạt động

| | | | | |
|--------------------------|-----|-----|------|------|
| Vòng quay kh, phải thu | 3,0 | 2,6 | 2,8 | 2,4 |
| Vòng quay hàng tồn kho | 4,9 | 9,1 | 36,7 | 32,3 |
| Vòng quay khoản phải trả | 1,0 | 1,6 | 2,2 | 2,1 |

Khả năng thanh toán (x)

| | | | | |
|-----------|-----|-----|-----|-----|
| Hiện hành | 1,5 | 1,6 | 2,2 | 1,9 |
|-----------|-----|-----|-----|-----|

Cấu trúc tài chính

| | | | | |
|------------------------|-----|----|----|----|
| Tổng nợ/ Vốn CSH | 100 | 85 | 68 | 51 |
| Vay ngắn hạn / Vốn CSH | 10 | 10 | 13 | 12 |
| Vay dài hạn/ Vốn CSH | 79 | 67 | 48 | 33 |

Đvt: tỷ đồng

| BẢNG CĐKT | FY2015 | FY2016 | FY2017E | FY2018F |
|-----------------------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| Tiền và đầu tư tài chính NH | 251 | 194 | 434 | 472 |
| Các khoản phải thu | 215 | 276 | 318 | 271 |
| Tồn kho | 48 | 8 | 8 | 9 |
| Tài sản ngắn hạn khác | 0 | 0 | 0 | 0 |
| TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn | 514 | 478 | 760 | 752 |
| Tài sản cố định | 2.723 | 2.547 | 2.317 | 2.199 |
| Xây dựng cơ bản dở dang | 4 | 6 | 5 | 5 |
| Đầu tư tài chính dài hạn | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tài sản dài hạn khác | 15 | 52 | 12 | 13 |
| TSCĐ và đầu tư dài hạn | 2.742 | 2.606 | 2.335 | 2.217 |
| TỔNG TÀI SẢN | 3.255 | 3.084 | 3.095 | 2.969 |
| Tiền hàng phải trả và ứng trước | 83 | 51 | 59 | 54 |
| Vay và nợ ngắn hạn | 164 | 164 | 234 | 234 |
| Vay và nợ dài hạn | 1.281 | 1.118 | 884 | 651 |
| Khoản phải trả dài hạn khác | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tổng nợ | 1.629 | 1.414 | 1.255 | 1.001 |
| Vốn chủ sở hữu | 1.626 | 1.670 | 1.839 | 1.969 |
| Vốn đầu tư của CSH | 1.260 | 1.260 | 1.260 | 1.260 |
| Lợi nhuận giữ lại | 267 | 298 | 422 | 496 |
| Các quỹ | 99 | 112 | 158 | 213 |
| Nguồn kinh phí và quỹ khác | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nguồn vốn chủ sở hữu | 1.626 | 1.670 | 1.839 | 1.969 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 0 | 0 | 0 | 0 |
| TỔNG NGUỒN VỐN | 3.255 | 3.084 | 3.095 | 2.969 |

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ

| Chỉ số định giá | FY2015 | FY2016 | FY2017E | FY2018F |
|------------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| EPS (đồng/cp) | 2.484 | 1.950 | 3.008 | 2.421 |
| P/E (x) | 7,9 | 7,7 | 10,6 | 9,3 |
| BV (đồng/cp) | 12.906 | 13.255 | 14.598 | 15.626 |
| P/B (x) | 1,5 | 1,6 | 2,1 | 2,0 |
| DPS (đồng/cp) | 900 | 1.600 | 1.700 | 1.700 |
| Tỷ suất cổ tức (%) | 4,7 | 7,7 | 5,4 | 5,4 |

Mô hình định giá

| Mô hình định giá | Giá | Tỷ trọng | Bình quân |
|-------------------------------|------------|-----------------|------------------|
| EV/EBITDA | 31.774 | 70% | 22.242 |
| FCFE | 32.470 | 30% | 9.741 |
| Giá mục tiêu (đồng/cp) | | | 31.900 |

Lịch sử định giá

| Lịch sử định giá | Giá mục tiêu | Khuyến nghị | Thời gian |
|-------------------------|---------------------|--------------------|------------------|
| 15/03/2017 | 25.000 | Tích lũy | Trung hạn |

CTCP Thủy Điện Miền Nam (SHP – HSX)

Câu chuyện tăng trưởng về dài hạn

| Chỉ tiêu (triệu đồng) | Q1-FY17 | Q4-FY16 | +/- qoq | Q1-FY16 | +/- yoy |
|-----------------------|---------|---------|----------|---------|---------|
| Doanh thu thuần | 76,5 | 171,7 | -55% | 36,1 | 112% |
| Lợi nhuận sau thuế | -12,1 | 53,3 | n/a | -54,3 | n/a |
| EBIT | 10,8 | 83,8 | -87% | -23,1 | n/a |
| Tỷ suất EBIT | 14% | 49% | -3469bps | n/a | n/a |

Nguồn: SHP, RongViet Research

KQKD hồi phục mạnh mẽ trong Q1 2017. La Nina diễn ra cùng với mưa lớn trái mùa là nhân tố chính cho sự phục hồi mạnh mẽ của SHP trong quý 1. Sản lượng điện thương phẩm tăng 130% YoY trong khi giá bán điện bình quân vẫn xấp xỉ cùng kỳ năm ngoái, qua đó giúp doanh thu quý 1 đạt 76,5 tỷ đồng (+122% YoY). Mặc dù mức doanh thu này vẫn chưa đủ bù đắp chi phí giá vốn sản xuất điện và lãi vay, kết quả trên đã giúp SHP hạn chế mức lỗ trong quý 1 từ 54 tỷ đồng ở năm ngoái xuống còn 12 tỷ đồng trong năm nay.

Với các doanh nghiệp thủy điện ở Tây Nguyên như SHP, quý 1 là thời gian cao điểm mùa khô nên sản lượng thường thấp nhất trong năm. Vì vậy, chúng tôi đánh giá mức lỗ thấp trong Q1 2017 cũng đánh dấu sự phục hồi tích cực của SHP.

Năm nay đánh dấu nửa đầu năm tích cực nhất kể từ khi nhà máy Đa M'Bri đi vào vận hành, giúp triển vọng cả năm thêm khả quan

Ước tính sản lượng của SHP trong nửa đầu năm đạt 237 triệu kWh, tương ứng với doanh thu và LNST dự kiến đạt lần lượt 226 tỷ đồng và 23 tỷ đồng. Đây cũng là mức doanh thu cao nhất mà SHP từng đạt được trong nửa đầu các năm. Đồng thời, so với mức lỗ lên tới 52 tỷ đồng trong 1H2016, mức LNST trong nửa đầu năm nay cũng cho thấy sự cải thiện lớn trong KQKD của công ty.

Hơn nữa, với quan điểm tích cực về điều kiện thủy văn và thị trường điện trong 2H2017, chúng tôi dự báo sản lượng năm nay của SHP đạt 675 triệu kWh (+251% YoY) và doanh thu đạt 643 tỷ đồng (+25% YoY). Do đó, LNST trong 2017 có thể đạt 196 tỷ đồng (+100% YoY), tương ứng với EPS đạt 2.081 đồng.

Quan điểm và định giá: Với mức giá đóng cửa ngày 10/07/2017, SHP đang giao dịch ở mức P/E trượt 12 tháng là 15,6x. Mức P/E này chưa thực sự hấp dẫn đối với cổ phiếu thủy điện trong một năm có nhiều thuận lợi. Tuy nhiên, nhờ triển vọng mở rộng công suất trong trung hạn và tăng trưởng đột biến về lợi nhuận trong năm 2017, chúng tôi kỳ vọng P/E của SHP sẽ ở mức 12x trong năm nay.

So với khuyến nghị gần nhất của chúng tôi đối với cổ phiếu CHP trong **Báo cáo Chiến lược** ngày 15/03/2017, KQKD của công ty trong nửa đầu năm và cả triển vọng trong nửa cuối năm đều tốt hơn kỳ vọng ban đầu của chúng tôi. Bên cạnh đó, triển vọng tăng trưởng dài hạn cũng cải thiện đáng kể nhờ có thêm dự án điện mặt trời ở nhà máy Đa Dâng 2. Vì vậy, chúng tôi nâng giá mục tiêu cho SHP lên 25.400 đồng/CP, cao hơn 6% so với giá đóng cửa ngày 10/07/2017 và khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu này trong **TRUNG HẠN**.

Trong dài hạn, chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực về doanh nghiệp và tin tưởng rằng cổ phiếu SHP sẽ tiếp tục có mức sinh lợi tốt với rủi ro thấp. Vì vậy, nhà đầu tư có thể cân nhắc nắm giữ cổ phiếu SHP trong dài hạn.

TRUNG LẬP

| | |
|----------------------|--------|
| Giá thị trường (VND) | 24,100 |
| Giá mục tiêu (VND) | 25,400 |

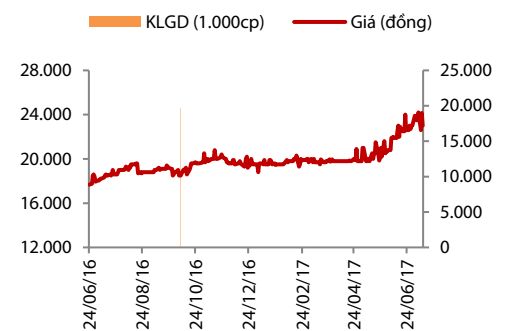
| | |
|------------------|-----------|
| Thời gian đầu tư | Trung hạn |
|------------------|-----------|

Thông tin cổ phiếu

| | |
|-------------------------|--------|
| Ngành | Điện |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 2.258 |
| SLCPDLH (triệu cp) | 94 |
| Beta | 0,44 |
| Free Float (%) | 40 |
| Giá cao nhất 52 tuần | 24.400 |
| Giá thấp nhất 52 tuần | 18.200 |
| KLGD bình quân 20 phiên | 8.714 |

| | FY2016 | Hiện tại |
|-----------------|--------|----------|
| EPS | 1.043 | 1.444 |
| Tăng trưởng EPS | -40% | 38% |
| EPS điều chỉnh | 1.043 | 1.444 |
| P/E | 19,1 | 16,5 |
| P/B | 1,6 | 2,3 |
| EV/EBITDA | 8,0 | 4,7 |
| Tỷ suất cổ tức | 8,0% | 6,1% |
| ROE | 8% | 12% |

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

| | |
|---------------------------|------|
| EVN SPC | 48,9 |
| CTCP Cơ điện lạnh | 10,7 |
| Giới hạn sở hữu NĐTNN (%) | 49,0 |

Bảng 5: Kết quả kinh doanh Q1 FY2017

| Chỉ tiêu (tỷ đồng) | Q1-FY17 | Q4-FY16 | +/- (qoq) | Q1-FY16 | +/- (yoy) |
|-----------------------------|---------|---------|-----------|---------|-----------|
| Doanh thu | 76 | 172 | -55% | 36 | 112% |
| Lợi nhuận gộp | 16 | 91 | -83% | -18 | n/a |
| Chi phí bán hàng và quản lý | 5 | 8 | -37% | 5 | 0% |
| Thu nhập HĐKD | -12 | 55 | n/a | -54 | n/a |
| EBITDA | 57 | 130 | -57% | 22 | 163% |
| EBIT | 11 | 84 | -87% | -23 | n/a |
| Chi phí tài chính | 23 | 29 | -21% | 31 | -27% |
| - Chi phí lãi vay | 23 | 29 | -21% | 31 | -27% |
| Khấu hao | 46 | 47 | -2% | 45 | 3% |
| Lợi nhuận trước thuế | -12 | 55 | n/a | -54 | n/a |
| Lợi nhuận sau thuế | -12 | 53 | n/a | -54 | n/a |

Nguồn: SHP, RongViet Research

Bảng 6: Phân tích HĐKD 1Q FY2017

| Chỉ tiêu | Q1-FY17 | Q4-FY16 | +/- (qoq) | Q1-FY16 | +/- (yoy) |
|------------------------------------|---------|---------|-----------|---------|-----------|
| Chỉ tiêu sinh lợi (%) | | | | | |
| TS lợi nhuận gộp | 20,4% | 53,2% | -3283bps | -50,6% | 7106bps |
| EBITDA/Doanh thu | 74,0% | 76,0% | -194bps | 59,6% | 1439bps |
| EBIT /Doanh thu | 14,1% | 48,8% | -3469bps | -64,0% | 7815bps |
| TS lợi nhuận ròng | -15,9% | 31,1% | -4695bps | -150,3% | 13447bps |
| Vòng quay vốn lưu động* (x) | | | | | |
| -Hàng tồn kho | 31,8 | 30,3 | 1,5 | 100,3 | -68,5 |
| -Khoản phải thu | 3,2 | 4,5 | -1,3 | 1,9 | 1,3 |
| -Khoản phải trả | 5,6 | 6,6 | -1,0 | 2,9 | 2,7 |
| Đòn bẩy (%) | | | | | |
| Tổng nợ/Tổng Vốn CSH | 120% | 125% | -4bps | 135% | -15bps |

Nguồn: SHP, RongViet Research

Bảng 7: Dự phóng KQKD Q2 FY2017

| Chỉ tiêu (tỷ đồng) | Q2-FY17 | +/- qoq | +/- yoy |
|--------------------|---------|---------|---------|
| Doanh thu | 142,4 | 91% | 305% |
| Lợi nhuận gộp | 67,3 | 328% | n/a |
| EBIT | 61,4 | 462% | n/a |
| LNST | 35,8 | n/a | n/a |

Nguồn: SHP, RongViet Research

Các thông tin cập nhật:

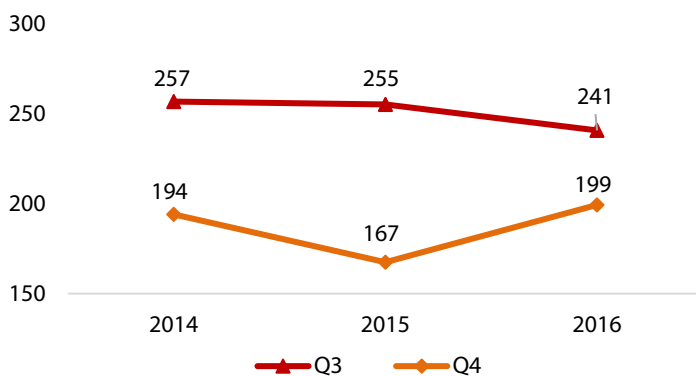
Mùa mưa ở Tây Nguyên trong năm nay bắt đầu sớm nhưng khả năng cũng kết thúc sớm

Bản tin dự báo gần đây của Trung tâm Dự báo Khí tượng Thủy văn Trung Ương (NCHMF) cho thấy mùa mưa ở Tây Nguyên đã bắt đầu từ đầu tháng Năm, sớm hơn trung bình khoảng nửa tháng. Tuy nhiên, NCHMF cũng dự báo mùa mưa sẽ kết thúc trong tháng 10, sớm hơn bình thường khoảng một tháng. Vì vậy, trung tâm này dự báo lượng mưa ở Tây Nguyên trong quý 3 sẽ cao hơn mức TBNN khoảng 30% và trong quý 4 sẽ thấp hơn mức TBNN khoảng 30%.

Đối với SHP, do quý 3 thường là quý đóng góp lớn nhất vào sản lượng điện cả năm, chúng tôi tin tưởng rằng sản lượng của công ty trong nửa cuối năm 2017 sẽ không thấp hơn mức trung bình (khoảng 238 triệu kWh). Đây cũng chính là lý do quan trọng để chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng cả năm 2017 của SHP sẽ đạt 640 triệu kWh (+15% YoY).

Hình 8: Sản lượng điện của SHP trong quý 3 và quý 4 qua các năm

(triệu kWh)



Nguồn: SHP, RongViet Research

Cổ tức năm 2016 giảm nhẹ do KQKD kém khả quan

Mặc dù LNST giảm tới 40% trong năm 2016 và chỉ đạt 61% kế hoạch đề ra, ĐHCĐ năm 2017 của SHP vẫn quyết định thông qua mức cổ tức cho năm 2016 là 1.500 đồng/CP, giảm nhẹ so với kế hoạch trong ĐHCĐ năm 2016 (1.600 đồng/CP). Điều này thể hiện tính ổn định cao trong chính sách cổ tức của SHP kể cả trong những năm có điều kiện thủy văn không thuận lợi. Vì vậy, có thể kỳ vọng mức cổ tức sẽ tăng trở lại trong những năm tiếp theo khi chi phí lãi vay tiếp tục giảm xuống, qua đó cải thiện lợi nhuận của SHP.

Công tác sửa chữa lớn: Sẵn sàng cho mùa mưa

Trong quý đầu tiên của năm, SHP đã hoàn thành toàn bộ công tác sửa chữa lớn nhà máy cho cả năm 2017, bao gồm 3 tuabin tại nhà máy Đa Siat và nhà máy Đa Dâng 2. Nhờ đội ngũ kỹ sư đã được đào tạo bài bản cùng quyết tâm của ban lãnh đạo nhằm đảm bảo việc sản xuất không bị gián đoạn, việc sửa chữa lớn ở mỗi tuabin năm nay hoàn thành trong 20 – 25 ngày, rút ngắn đáng kể so với thời gian chuẩn yêu cầu bởi EVN là từ 40 – 45 ngày. Việc sửa chữa lớn được đẩy nhanh cũng đã thể hiện qua việc sản lượng của các nhà máy Đa Siat và Đa Dâng 2 vẫn tăng mạnh ngay cả trong những tháng diễn ra hoạt động sửa chữa.

Bên cạnh đó, trong đợt sửa chữa lớn năm nay, công ty đã thay thế bánh xe công tác trong 2 tuabin của nhà máy Đa Dâng 2 bằng thiết bị mới giúp nâng cao hiệu suất phát điện và qua đó làm tăng công suất của nhà máy này thêm 1,5 MW lên 35,5 MW. Vì vậy, tổng công suất của SHP hiện nay là 124 MW. Chi phí cho việc thay thế này là 13 tỷ đồng và sẽ được khấu trừ trong vòng 3 năm.

Dự án điện mặt trời ở khu vực nhà máy Đa Dâng 2

ĐHCĐ năm 2017 vừa qua của SHP đã thông qua kế hoạch đầu tư vào dự án điện mặt trời mới ở khu vực nhà máy Đa Dâng 2. Theo thông tin từ công ty, nhà máy Đa Dâng 2 có sẵn quỹ đất sạch sẵn sàng để có thể triển khai lắp đặt các tấm pin mặt trời và đường dây đấu nối với hệ thống điện quốc gia cũng tương đối thuận tiện, qua đó giúp công ty tiết kiệm được các chi phí liên quan. Hơn nữa, theo số liệu từ Cơ quan Hàng không và Vũ trụ Quốc gia Mỹ (NASA), với tiềm năng bức xạ mặt trời trên lãnh thổ Việt Nam đạt từ 3,0 – 5,6 kWh/m².ngày tiềm năng

bức xạ ở khu vực nhà máy Đa Dâng 2 đạt khoảng 5,09 kWh/m².ngày. Do đó, khu vực nhà máy Đa Dâng 2 có tiềm năng lớn để phát triển điện mặt trời. Công ty cũng đang lập kế hoạch chi tiết để xin bổ sung dự án vào quy hoạch điện tỉnh Lâm Đồng và xin cấp giấy phép đầu tư. Công ty dự kiến bắt đầu triển khai dự án vào giữa năm 2018.

Từ số liệu mà SHP công bố, chúng tôi ước tính suất đầu tư cho mỗi MW công suất của dự án này vào khoảng 14 – 20 tỷ đồng. So với dự án điện mặt trời Cư Jút mà CTCP Thủy điện Miền Trung (HSX - CHP) đang dự định triển khai với suất đầu tư khoảng 25 tỷ đồng/MW, dự án Đa Dâng 2 có chi phí đầu tư thấp hơn tương đối. Do giá mua điện mặt trời hiện đã cố định ở mức 9,35 Cent/kWh, việc tiết kiệm được chi phí đầu tư có thể sẽ mang lại mức sinh lợi tốt hơn cho dự án. Bên cạnh đó, do hoạt động đầu tư điện mặt trời vẫn còn tương đối mới ở Việt Nam, SHP cũng tỏ ra tương đối thận trọng trong việc lựa chọn công nghệ nhằm đảm bảo hiệu quả đầu tư trong dài hạn.

Về triển vọng trong những năm đầu của dự án Đa Dâng 2, do SHP cũng dự kiến tài trợ dự án với phần lớn vốn vay (khoảng 70 – 80% tổng vốn đầu tư), công ty kỳ vọng mức lợi nhuận trong những năm đầu sẽ còn thấp do chi phí lãi vay cao. Sự cải thiện mức lợi nhuận của dự án qua các năm sẽ chủ yếu đến từ việc dư nợ gốc được trả dần, qua đó giúp lãi vay giảm xuống. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng nhà máy Đa Dâng 2 sẽ đóng vai trò dẫn dắt sự tăng trưởng lợi nhuận của SHP trong dài hạn.

Bảng 8: Tóm tắt thông tin về dự án điện mặt trời Đa Dâng 2

| | | | |
|--|----------|----------------------------------|---------|
| Địa điểm: huyện Đức Trọng, tỉnh Lâm Đồng | | | |
| Công suất (MW) | 20 – 30 | Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng) | 400 |
| Tỷ lệ vay dự kiến | 70 - 80% | Suất đầu tư dự kiến (tỷ đồng/MW) | 14 - 20 |

Nguồn: SHP, RongViet Research

Đvt: tỷ đồng

Đvt: tỷ đồng

| KQ HĐKD | FY2015 | FY2016 | FY2017E | FY2018F |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần | 594,7 | 513,0 | 643,2 | 605,2 |
| Giá vốn | 257,5 | 274,3 | 294,5 | 285,4 |
| Lãi gộp | 337,2 | 238,7 | 348,7 | 319,8 |
| Chi phí bán hàng | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Chi phí quản lý | 32,4 | 22,3 | 47,3 | 45,8 |
| Thu nhập từ HĐTC | 0,9 | 0,9 | 0,5 | 0,9 |
| Chi phí tài chính | 131,8 | 115,7 | 98,1 | 93,7 |
| Lợi nhuận khác | -4,4 | 0,5 | 0,0 | 0,0 |
| Lợi nhuận trước thuế | 169,5 | 102,2 | 203,8 | 181,1 |
| Thuế TNDN | 4,9 | 4,1 | 8,2 | 9,1 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Lợi nhuận sau thuế | 164,6 | 98,1 | 195,7 | 172,1 |
| EBIT | 304,8 | 216,4 | 301,4 | 273,9 |
| EBITDA | 483,1 | 396,9 | 485,6 | 458,2 |

| CHỈ SỐ TÀI CHÍNH | FY2015 | FY2016 | FY2017E | FY2018F |
|--------------------------------|--------|--------|---------|---------|
| Tăng trưởng (%) | | | | |
| Doanh thu | 0 | -14 | 25 | -6 |
| Lợi nhuận HĐKD | -12 | -29 | 39 | -9 |
| EBITDA | -3 | -18 | 22 | -6 |
| Lợi nhuận sau thuế | -25 | -40 | 100 | -12 |
| Tổng tài sản | -9 | -9 | -3 | -6 |
| Vốn chủ sở hữu | 1 | -5 | 5 | 2 |
| Khả năng sinh lợi (%) | 57 | 47 | 54 | 53 |
| LN gộp / Doanh thu | 51 | 42 | 47 | 45 |
| LN HĐKD / Doanh thu | 81 | 77 | 75 | 76 |
| EBITDA/ Doanh thu | 28 | 19 | 30 | 28 |
| LNST/ Doanh thu | 6 | 4 | 8 | 7 |
| ROA | 13 | 8 | 16 | 14 |
| ROE | | | | |
| Hiệu quả hoạt động | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,3 |
| Vòng quay kh, phải thu | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Vòng quay hàng tồn kho | 1,2 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Vòng quay khoản phải trả | | | | |
| Khả năng thanh toán (x) | 1,0 | 0,7 | 1,0 | 1,1 |
| Hiện hành | 0,9 | 0,7 | 1,0 | 1,1 |
| Cấu trúc tài chính | | | | |
| Tổng nợ/ Vốn CSH | 1,2 | 1,2 | 1,0 | 0,8 |
| Vay ngắn hạn / Vốn CSH | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Vay dài hạn/ Vốn CSH | 1,1 | 1,0 | 0,8 | 0,7 |

| BẢNG CĐKT | FY2015 | FY2016 | FY2017E | FY2018F |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tiền và đầu tư tài chính NH | 162 | 52 | 115 | 166 |
| Các khoản phải thu | 119 | 127 | 160 | 150 |
| Tồn kho | 3 | 14 | 2 | 2 |
| Tài sản ngắn hạn khác | 20 | 6 | 6 | 6 |
| TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn | 304 | 199 | 283 | 325 |
| Tài sản cố định | 2.604 | 2.443 | 2.273 | 2.090 |
| Xây dựng cơ bản dở dang | 3 | 3 | 3 | 3 |
| Đầu tư tài chính dài hạn | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tài sản dài hạn khác | 2 | 1 | 1 | 1 |
| TSCĐ và đầu tư dài hạn | 2.609 | 2.447 | 2.278 | 2.095 |
| TỔNG TÀI SẢN | 2.913 | 2.646 | 2.561 | 2.419 |
| Tiền hàng phải trả và ứng trước | 131 | 107 | 128 | 124 |
| Vay và nợ ngắn hạn | 184 | 160 | 160 | 167 |
| Vay và nợ dài hạn | 1.360 | 1.200 | 1.040 | 872 |
| Khoản phải trả dài hạn khác | 1 | 1 | 2 | 3 |
| Tổng nợ | 1.676 | 1.468 | 1.330 | 1.166 |
| Vốn chủ sở hữu | 1.237 | 1.177 | 1.232 | 1.253 |
| Vốn đầu tư của CSH | 937 | 937 | 937 | 937 |
| Lợi nhuận giữ lại | 300 | 240 | 295 | 316 |
| Các quỹ | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nguồn kinh phí và quỹ khác | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nguồn vốn chủ sở hữu | 1.237 | 1.177 | 1.232 | 1.253 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 0 | 0 | 0 | 0 |
| TỔNG NGUỒN VỐN | 2.913 | 2.646 | 2.561 | 2.419 |

| CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ | FY2015 | FY2016 | FY2017E | FY2018F |
|--------------------|--------|--------|---------|---------|
| EPS (đồng/cp) | 1.752 | 1.043 | 2.081 | 1.830 |
| P/E (x) | 10,0 | 19,1 | 11,4 | 12,9 |
| BV (đồng/cp) | 13.200 | 12.563 | 13.144 | 13.374 |
| P/B (x) | 1,3 | 1,6 | 1,9 | 1,8 |
| DPS (đồng/cp) | 1.600 | 1.500 | 1.600 | 1.800 |
| Tỷ suất cổ tức (%) | 8,6 | 7,5 | 6,6 | 7,4 |

| Mô hình định giá | Giá | Tỷ trọng | Bình quân |
|-------------------------------|--------|----------|---------------|
| EV/EBITDA | 24.531 | 70% | 17.172 |
| FCFE | 27.715 | 30% | 8.314 |
| Giá mục tiêu (đồng/cp) | | | 25.400 |

| Lịch sử định giá | Giá mục tiêu | Khuyến nghị | Thời gian |
|------------------|--------------|-------------|-----------|
| 15/03/2017 | 22.800 | Tích lũy | Trung hạn |

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

| Khuyến nghị LN kỳ vọng | MUA | TÍCH LŨY | TRUNG LẬP | GIẢM TỶ TRỌNG | BÁN |
|---------------------------|------|-------------|--------------|---------------|-------|
| Trung hạn (đến 6 tháng) | >20% | 10% đến 20% | -5% đến 10% | -15% đến -5% | <-15% |
| Dài hạn (trên 6 tháng) | >30% | 15% đến 30% | -10% đến 15% | -15% đến -10% | <-15% |

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

95-97-99 Võ Văn Tần – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2017.**