

## THỦY ĐIỆN CẦN ĐƠN (SJD – HSX)

### Thời tiết thuận lợi, KQKD 9T2013 vượt kế hoạch năm

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	3QFY13	2QFY13	+/- qoq	3QFY12	+/- yoy
Doanh thu thuần	138,0	75,6	82,7%	136,6	1,0%
Lợi nhuận sau thuế	73,7	44,7	65,0%	61,4	20,1%
EBIT	84,2	54,0	56,0%	85,1	-1,1%
Tỷ suất EBIT	61,0%	71,4%	-1045 bps	62,3%	-134 bps

Nguồn: Báo cáo tài chính SJD, Rong Việt Securities tổng hợp và ước tính

**Kết quả kinh doanh quý III/2013 khả quan nhờ cộng hưởng của yếu tố thời tiết và chi phí tài chính giảm.** Hoạt động kinh doanh của các công ty thủy điện phía Nam phụ thuộc lượng nước và thường đạt cao điểm vào quý III. Do đó, quý III cũng là quý các doanh nghiệp này đạt doanh thu tốt nhất. Đối với SJD, doanh thu quý III đạt 138 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 73,7 tỷ đồng, lần lượt tăng 83% và 65% so với quý II/2013. So với cùng kỳ năm 2012, doanh thu chỉ biến động nhẹ song lợi nhuận tăng 20% nhờ chi phí lãi vay giảm. Đến thời điểm giữa tháng 6/2013, SJD đã tắt toán xong khoản vay hỗ trợ tái đầu tư do VDB cấp, chi phí lãi vay trong 9T nhờ vậy đã giảm khoảng 61% so với cùng kỳ năm 2012.

**Năm 2013, dự báo doanh thu giảm nhẹ song LNST sẽ tăng trưởng 7% so với năm 2012 nhờ chi phí lãi vay giảm.** Mùa mưa có thể sẽ kéo dài đến tháng 11, do vậy, tháng 10 và 11 có thể là hai tháng giữ được mức sản lượng điện tương đương các tháng trong quý III. Chúng tôi dự báo, sản lượng điện trong quý IV của SJD sẽ đạt khoảng 105 triệu kwh, tương ứng doanh thu 57,8 tỷ đồng. LNST trong quý IV dự báo đạt xấp xỉ 23 tỷ đồng, bằng 1/3 lợi nhuận của quý III. Tổng doanh thu và LNST năm 2013 dự kiến đạt lần lượt 317,8 tỷ đồng và 159,5 tỷ đồng, vượt 12,5% kế hoạch doanh thu và vượt 28% kế hoạch lợi nhuận. EPS dự phóng tương ứng đạt 4.446 đồng.

**Về cơ cấu nguồn vốn, SJD đã tắt toán khoản vay hỗ trợ sau đầu tư của Ngân hàng phát triển Việt Nam.** Vì là dự án BOT, SJD được hưởng khoản vay hỗ trợ sau đầu tư thời hạn 10 năm với lãi suất ưu đãi. Đến 16/06/2013, Công ty đã đáo hạn khoản nợ này. Hiện tại SJD còn hai khoản vay dài hạn. Khoản thứ nhất là khoản vay ngoại tệ, giá trị tương đương hơn 100 tỷ đồng ở mức lãi suất ưu đãi 1,25% (lãi suất vay USD), cấp từ nguồn vốn ODA của ADB và sẽ đáo hạn năm 2034. Khoản vay thứ hai là khoản trái phiếu phát hành cho Ngân hàng Công thương, sẽ đến hạn vào tháng 10/2014. Với số dư tài sản lưu động và đầu tư tài chính ngắn hạn có hơn 290 tỷ đồng, SJD không gặp khó khăn trong việc trả nợ khoản trái phiếu đáo hạn vào năm sau cũng như chi trả lãi vay cho khoản nợ với ADB.

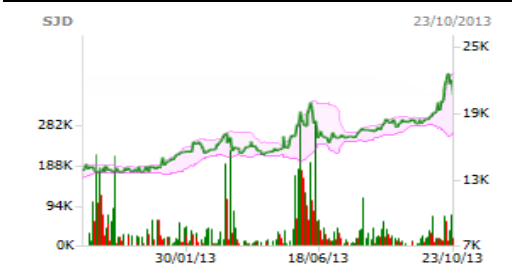
**Hợp nhất Nhà máy thủy điện RHC từ năm 2014.** Trong kế hoạch tái cấu trúc của Tập đoàn Sông Đà, SJD dự kiến sẽ được hợp nhất với RHC và NLC. Tuy nhiên, tại NLC, TCT Sông Đà vẫn chưa thống nhất được ý kiến đối với nhóm các cổ đông còn lại, do đó, trước mắt, SJD sẽ được sáp nhập với RHC theo tỷ lệ 1:1. Dự kiến việc hủy niêm yết RHC sẽ được thực hiện trong tháng 12/2013 và chính thức được hợp nhất vào SJD từ năm 2014.

## QUAN SÁT

Giá thị trường (VND) 20.800

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Điện
Vốn hóa (tỷ đồng)	746
Beta	0,47
Free Float (%)	15,5%
Giá cao nhất 52 tuần	22.600
Giá thấp nhất 52 tuần	12.600
KLGD bình quân 20 phiên	23.316



### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
SJD	27,8%	70,1%	135,0%
Điện	-3,8%	-27,5%	N/A
VN30-Index	0,6%	19,6%	N/A
VN-Index	-0,9%	26,3%	12,7%

### Cơ cấu cổ đông(%)

Tổng công ty Sông Đà	51
Vietnam Infrastructure Holding Limited	14,48
Mutual Fund Elite (Non-Ucits)	8
Vietnam Investments Fund I, L. P.	6,19
Đình Quang Chiến	4,88
Giới hạn sở hữu còn lại của NĐTNN (%)	18,36

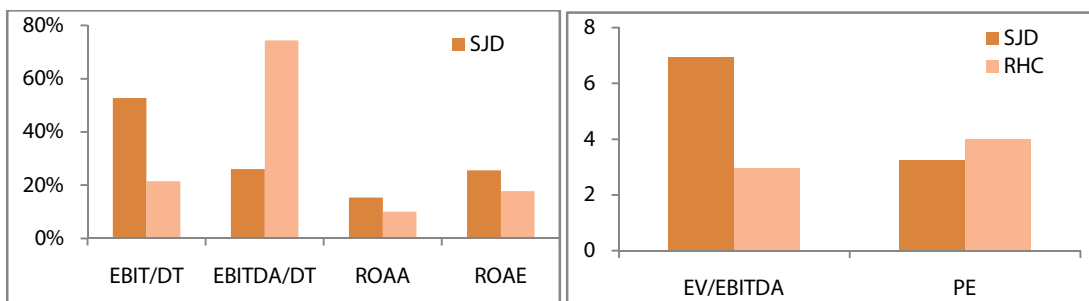
**Nguyễn Thị Phương Lam**

(084) 08- 6299 2006 – Ext 318

lam.ntp@vdscom.vn

Về mặt lợi thế, SJD có quy mô lớn hơn và giá bán điện cho EVN cao hơn, do đó hiệu quả hoạt động tốt hơn so với RHC. Xem xét một số chỉ tiêu dựa vào dữ liệu năm 2012, hầu hết các chỉ số hiệu quả hoạt động như EBIT/DT, ROA, ROE của SJD đều tốt hơn so với RHC. Tuy nhiên, nếu xét về lợi nhuận kinh doanh trước khấu hao, kết quả của RHC cũng khá khả quan. Ngoài ra, RHC hầu như không chịu áp lực nợ vay, nợ dài hạn đến thời điểm 30/06/2013 chỉ còn hơn 4 tỷ đồng. Do vậy, chúng tôi tạm thời đưa ra quan điểm trung lập đối với việc sáp nhập này. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng sau khi sáp nhập với RHC, chi phí quản lý sẽ được tiết kiệm đủ để SJD đảm bảo các chỉ số hiệu quả hoạt động hiện tại.

#### Chỉ số tài chính và chỉ số định giá tính toán tại thời điểm 30/12/2012



Nguồn: Báo cáo tài chính SJD, Rong Việt tổng hợp và tính toán

#### Quan điểm

Sau những xem xét ở trên, chúng tôi nhận thấy SJD đang có một số ưu điểm. Đầu tiên, tỷ suất cổ tức của Công ty được duy trì ở mức tương đối hấp dẫn, bình quân là 13,8% trong giai đoạn 2010 – 2012. Ngoài ra, từ năm 2014, sau khi hoàn trả một phần lớn khoản nợ dài hạn, SJD hầu như không còn gánh nặng nợ vay và chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ tăng mức chi trả cổ tức. Thứ hai, Công ty đang được hưởng thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp ở mức ưu đãi 5% trong thời gian bảy năm (T6/2012 – T6/2018), sau thời gian này, mức thuế suất là 20%. Cuối cùng, mức P/E forward 4,9 lần của SJD là mức tương đối thấp nếu so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành khác như VSH, TBC và TMP. Tuy nhiên, nhược điểm lớn của SJD là thanh khoản khá thấp, khối lượng giao dịch bình quân chỉ khoảng 20.000 đơn vị/phiên. Do đó, chúng tôi cho rằng SJD chỉ phù hợp với NĐT dài hạn và ưa thích cổ tức. Trong dài hạn, chúng tôi quan ngại quá trình tái cấu trúc Tập Đoàn Sông Đà có thể khiến SJD phải sáp nhập với một số doanh nghiệp cùng ngành nhưng hoạt động không hiệu quả.

#### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 /(tỷ đồng)	FY2011	FY2012	FY2013E	FY2014F (**)
Doanh thu thuần	287	345	318	334
% tăng trưởng	34,8	20,1	-7,8	5,0
Lợi nhuận sau thuế	90	155	160	135
% tăng trưởng	27,3	72,1	3,0	-15,6
Tỷ suất LNST (%)	31,3	44,9	50,2	40,3
EPS (VND)	2.508	4.317	4.446	3.751
GTSS (VND)	15.401	18.308	21.032	12.846
Cổ tức tiền mặt(VND)	1.500	1.500	2.000	2.000
P/E (x)*	8,3	4,8	4,7	5,5
P/BV (x)*	1,4	1,1	1,0	1,6
ROA (%)	15,2	17,5	18,1	17,8
ROE (%)	16,8	25,6	22,6	22,1

Nguồn: Báo cáo tài chính SJD, Rong Việt tổng hợp và ước tính, \*Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 17/10/2013

(\*\*) Dự phóng chưa bao gồm kết quả hợp nhất với RHC.

## CẬP NHẬT NHANH

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 Rong 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, Satra, 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](http://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

08 Phan Đình Phùng – 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, 2013.**