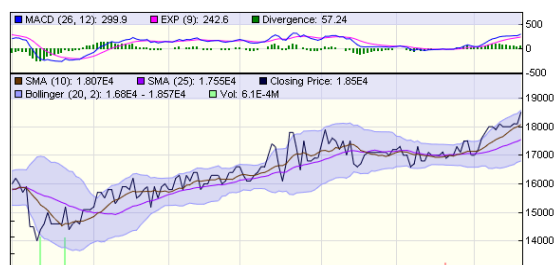


Ngành: Điện
21/01/2014
CÔNG TY CỔ PHẦN THỦY ĐIỆN THÁC BÀ (HSX: TBC)

Họ tên Cao Thị Tĩnh	Giá hiện tại 18.500	-18%	-7%	0%	7%	+18%
Chuyên viên phân tích	Giá mục tiêu 22.752	Bán	Giảm	Theo dõi	Thêm	Mua
Email: tinhct@fpts.com.vn	Tăng/giảm 22,9%					
Điện thoại : (84) 4 3773 7070 – Ext : 4305	Tỷ suất cổ tức 9,19%					
						MUA

Diễn biến giá cổ phiếu TBC

Tóm tắt nội dung

- Doanh thu và lợi nhuận tăng cao nhờ sự cải thiện giá bán điện bình quân cho EVN khi doanh nghiệp tham gia thị trường điện cạnh tranh.
- Một phần lớn tài sản TBC có tính thanh khoản cao do doanh nghiệp không có dự án đầu tư dài hạn nào đáng kể. Trong năm 2014, TBC chủ trương sẽ đầu tư sản xuất vào 1 dự án thủy điện, hứa hẹn tiềm năng tăng trưởng trong tương lai.
- Tiềm năng tăng trưởng về giá bán bình quân trong năm 2014 cao, là tiền đề tăng trưởng về doanh thu và lợi nhuận, do sản lượng điện bán trên thị trường cạnh tranh dự kiến sẽ tăng gấp đôi so với năm trước.
- TBC nằm trong danh sách các doanh nghiệp có biên lợi nhuận gộp đứng đầu ngành và có tỷ lệ đòn bẩy thấp nhất do không có khoản vay lãi ngân hàng nào.
- Tỷ lệ trả cổ tức luôn duy trì ở mức cao do nguồn tiền dồi dào và chưa có nhu cầu đầu tư lớn. Thông thường, doanh nghiệp sử dụng 90% LNST để trả cổ tức cho các cổ đông hiện hữu.

Khuyến nghị: TBC có chất lượng tài sản tốt khi một phần lớn tổng tài sản có tính thanh khoản cao và đòn bẩy tài chính thấp. Tiềm năng tăng trưởng ngắn hạn của doanh nghiệp tốt do mức giá điện thương phẩm bình quân cao khi sản lượng giao bán trên thị trường cạnh tranh ngày càng tăng. Tiềm năng tăng trưởng dài hạn tốt do triển vọng vào dự án đầu tư sản xuất thủy điện trong năm 2014 sẽ giúp tăng trưởng sản lượng điện thương phẩm TBC trong tương lai. Tuy nhiên, nhà đầu tư cần chú ý tới rủi ro về thanh khoản trên thị trường và rủi ro về điều kiện thời tiết sẽ ảnh hưởng tới sản lượng hoặc chi phí sản xuất của doanh nghiệp. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với mã cổ phiếu này cho mục đích đầu tư dài hạn do thị giá của thị trường tương đối thấp hơn so với mức giá ước tính 22.752 đồng của chúng tôi.

Thông tin giao dịch	21/01/2014
Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)	18.500
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/cp)	12.700
Số lượng CP niêm yết (CP)	63.500.000
Số lượng CP lưu hành (CP)	63.500.000
KLGD bình quân 30 phiên(CP)	13.621
% giới hạn sở hữu nước ngoài	48,4%
% sở hữu nước ngoài	0,6%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	635
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	1.149

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Thủy Điện Thác Bà
Địa chỉ	Thị trấn Thác Bà, Huyện Yên Bình, Tỉnh Yên Bái
Doanh thu chính	Sản xuất nhiệt điện, chiếm 99% doanh thu thuần
Chi phí chính	Khấu hao chiếm gần 50% và nhân công chiếm 20% chi phí sản xuất
Lợi thế cạnh tranh	Tỷ lệ cổ tức cao, nguồn tiền dồi dào, có tiềm năng tăng trưởng tốt
Rủi ro chính	Biến động thời tiết và rủi ro thanh khoản

Danh sách cổ đông	Tỷ lệ (%)
Sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài	0,6 %
Sở hữu Nhà Nước	54 %
Sở hữu khác	45,4 %

Chỉ tiêu	Đvt	2011	2012	2013E
Doanh thu	Tỷ đồng	176	255	294
LN thuần	Tỷ đồng	76	128	170
EPS	Đồng	1.193	2.011	2.409
Cổ tức	Đồng	950	1.700	N/A
Tăng trưởng doanh thu	%	33,17	45,02	15,29
Tăng trưởng LN gộp	%	79,12	54,95	28,30
Tăng trưởng LNTT	%	73,88	67,85	22,30
Tăng trưởng EPS	%	83,64	68,51	33,13
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	52,4	55,99	62,0
ROE	%	9,64	15,2	17,91
ROA	%	8,93	14,54	16,49
P/E	Lần			7,68
P/B	Lần			1,20
Tỷ suất cổ tức	%			9,19

Định giá theo phương pháp Hệ số nhân

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	Biên LN thuần	P/E	P/B
Afluenta Transmissao De Energia Eletrica SA (BOVESPA:AFLT3)	Braxin	94,5	52,33%	12,5	3,0
Can Don Hydro Power Joint Stock Company (HSX:SJD)	Việt Nam	42,4	56,85%	5,0	1,3
Energy Development Co. Ltd. (BSE:532219)	Ấn Độ	7,8	5,70%	16,5	0,4
NaLoi Hydropower JSC (HNX:NLC)	Việt Nam	5,5	14,51%	15,5	1,1
Ninh Binh Thermal Power Joint Stock Company (HNX:NBP)	Việt Nam	10,3	3,60%	7,7	1,0
Orge Enerji Elektrik Taahhut A.S. (IBSE:ORGE)	Thổ Nhĩ Kỳ	13,7	12,95%	11,2	1,5
Pha Lai Thermal Power JSC (HSX: PPC)	Việt Nam	391	62,6%	4,2	1,6
ThacBa Hydropower Joint Stock Company (HSX:TBC)	Việt Nam	54,5	53,19%	7,3	1,2
Vinh Son-Song Hinh Hydro Power Joint Stock Company (HSX:VSH)	Việt Nam	153,6	73,09%	17,9	1,3
Bình quân				10,8	1,4

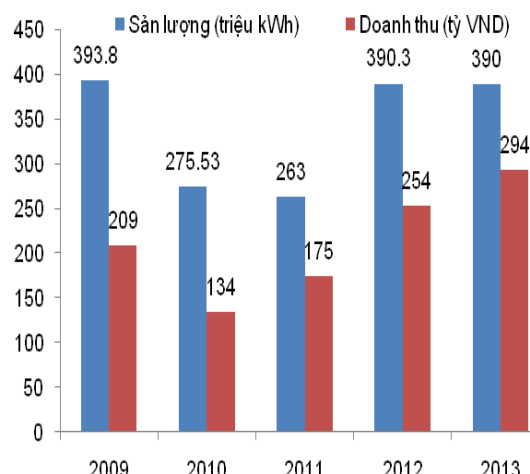
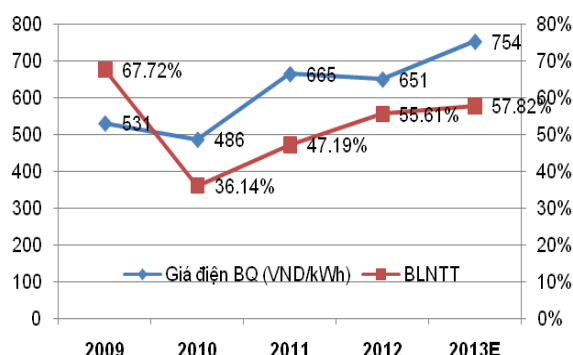
Với kết quả hoạt động kinh doanh TBC năm 2013, ước tính EPS năm 2013 đạt 2.409 đồng và giá trị sổ sách tính đến hết Q3'13 là 13.921 VND/cổ phiếu, chúng tôi đưa ra bảng tổng hợp giá trị TBC theo phương pháp hệ số thị trường như sau:

Phương pháp/mô hình	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
P/E	26.017	50%	13.008
P/B	19.488	50%	9.744
Giá bình quân		100%	22.752

Rủi ro đầu tư

Rủi ro thanh khoản: Trong cơ cấu cổ đông của TBC, hiện có 3 cổ đông lớn nắm giữ phần lớn cổ phần doanh nghiệp này và chỉ khoảng 16% số lượng cổ phiếu đang được lưu hành trên thị trường, tương đương với khoảng 10 triệu cổ phiếu, vì vậy số lượng giao dịch cổ phiếu hàng ngày thấp dẫn tới rủi ro về thanh khoản cao.

Rủi ro điều kiện thủy văn: Sản lượng và hiệu quả của nhà máy thủy điện phụ thuộc chính vào nguồn năng lượng nước. Trong trường hợp hạn hán kéo dài, lượng nước hồ chứa giảm so với công suất thiết kế hoặc trường hợp lũ quét sẽ ảnh hưởng tới công trình nhà máy và tăng chi phí sửa chữa. Vì vậy, sản lượng điện của doanh nghiệp sẽ biến động theo từng năm.

Doanh thu và sản lượng điện TBC (2009-13)

Giá bán bình quân và BLNTT của TBC (2009-2013)


TBC đang chuẩn bị đầu tư vào dự án xây dựng thủy điện có giá trị 200-250 tỷ đồng trong năm 2014.

Phân tích hoạt động kinh doanh

Doanh thu và lợi nhuận tăng nhờ vào giá bình quân tăng cao. Sản lượng điện thương phẩm Q4'13 đạt 77,3 triệu kWh, gần tương đương với mức cùng kỳ năm trước. Doanh thu thuần đạt 67 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 28 tỷ đồng, tương đương với cùng kỳ năm trước.

Lũy kế cả năm, sản lượng điện đạt gần 390 triệu kWh, gần với mức sản lượng của năm trước và đạt 97,5% công suất thiết kế. Doanh thu thuần cả năm 2013 ước đạt 294 tỷ đồng, tăng 15% so với cùng kỳ năm trước và vượt 32% so với kế hoạch. LNTT đạt 170 tỷ đồng, tăng 22% so với năm trước và gấp hơn 2 lần so với kế hoạch cả năm. EPS cả năm ước đạt 2.409 VND/cổ phiếu.

Với kết quả này, doanh thu của TBC đạt được mức cao nhất trong vòng 5 năm qua và có mức tăng trưởng bình quân CAR 30%/năm từ 2010-2013. Trong khi đó, mức tăng trưởng sản lượng bình quân trong giai đoạn này chỉ đạt 12%/năm. Để đạt được mức tăng trưởng cao vậy là do mức giá điện TBC bán cho EVN tăng cao trong năm 2013.

Giá bán bình quân tăng gần 50% so với giá hợp đồng nhờ gia nhập thị trường phát điện cạnh tranh. Giá bán điện bình quân 2013 đạt 772 đồng/kWh, tăng 47% so với giá hợp đồng (526 đồng/kWh) và đạt mức cao nhất trong giai đoạn 5 năm gần đây. Từ ngày 1/7/2012, Công ty chính thức gia nhập thị trường phát điện cạnh tranh, trong đó 10-30% sản lượng thương phẩm của doanh nghiệp này được giao bán trên thị trường cạnh tranh với mức giá cao hơn hẳn so với giá hợp đồng. Trong năm 2013, 15% tổng sản lượng điện thương phẩm được giao bán trên thị trường điện cạnh tranh, giúp doanh nghiệp này tăng trưởng cao về doanh thu và lợi nhuận.

Hoạt động đầu tư tài chính

TBC chỉ có khoản đầu tư dài hạn vào CTCP Nhiệt điện Hải Phòng (3 triệu cổ phiếu) – tương đương với 32 tỷ đồng. TBC đã mua 5 triệu cổ phiếu của công ty này với giá trị 54 tỷ đồng và trong Q4'13, công ty đã thoái vốn 2 triệu cổ phiếu với giá 11.500 đồng/cổ phiếu từ công ty này, giảm số lượng cổ phiếu năm giữ từ 5 triệu cổ phiếu xuống còn 3 triệu cổ phiếu. Từ giao dịch này, Q4'13 TBC đã ghi nhận 1.254 tỷ đồng doanh thu từ hoạt động tài chính và tăng dòng tiền cho doanh nghiệp.

TBC chủ trương sẽ thoái vốn hết tại công ty này nhưng chưa xác định thời điểm cụ thể và sẽ đầu tư vào dự án thủy điện. Hiện ban lãnh đạo công ty đang xem xét đầu tư sản xuất vào 1 trong 2 dự án thủy điện gần địa bàn nhà máy, với giá trị khoảng 200-250 tỷ và dự kiến sẽ giải ngân trong năm 2014 này.

Với chủ trương với này, tiềm năng tăng trưởng dài hạn của doanh

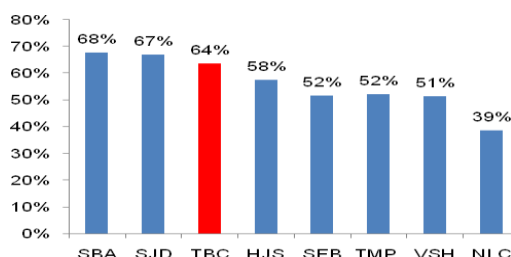
Chi phí trung tu và sửa chữa dự kiến sẽ tăng lên trong vòng 3 năm tới với kế hoạch thay thế một loạt các máy móc, thiết bị cũ.

Tỷ lệ trả cổ tức TBC (2009-2012E)

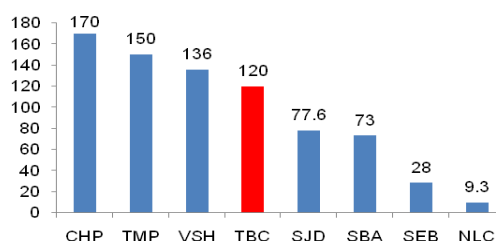
Năm	Tỷ lệ cổ tức (%)	Tỷ lệ trả cổ tức/LNST
2009	13%	78,31%
2010	4,5%	92,32%
2011	9,5%	79,6%
2012	17%	84,53%

Giá bán điện bình quân kỳ vọng tăng trong năm 2014 khi sản lượng điện bán trên thị trường phát điện cạnh tranh tăng lên.

BLNG 9T2013 của các DN thủy điện niêm yết



Quy mô của các DN thủy điện



nghiệp cao do khả năng mở rộng công suất của doanh nghiệp tăng khi các dự án doanh nghiệp đầu tư được đi vào sản xuất.

Chi phí trung tu, sửa chữa

TBC thường thực hiện kế hoạch trung tu, sửa chữa định kỳ hàng năm. Cụ thể, trong năm 2013, TBC chi ra khoảng 12 tỷ đồng chi phí sửa chữa lớn. Trong kế hoạch sửa chữa từ 2014-2016, TBC dự kiến sẽ phải đầu tư khoảng 100 tỷ để sửa chữa và nâng cấp một số các máy móc và mức chi phí này sẽ được chia đều trong 3 năm.

Trong năm 2014, TBC kế hoạch hạch toán khoảng trên 30 tỷ vào chi phí sửa chữa thường xuyên, gồm có: 19 tỷ để thay thế 1 máy biến áp và một số chi tiết máy móc khác; và khoảng 14 tỷ cho tổng chi phí sửa chữa lớn.

Tỷ lệ trả cổ tức

Tỷ lệ trả cổ tức: Theo kế hoạch trả cổ tức 10,5% theo Nghị quyết đại hội cổ đông. Tuy nhiên, tỷ lệ trả cổ tức thực tế của doanh nghiệp có khả năng được điều chỉnh cao hơn do kết quả kinh doanh của doanh nghiệp vượt cao so với kế hoạch. Tỷ lệ trả cổ tức trong năm 2013 có khả năng trong khoảng 15-17%. Hàng năm, doanh nghiệp này thường dùng khoảng 80% LNST để trả cổ tức cho cổ đông.

Triển vọng năm 2014

Tiềm năng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận vẫn duy trì do sản lượng thương phẩm bán trên thị trường phát điện cạnh tranh sẽ tăng. Dựa trên dự báo thủy văn từ doanh nghiệp, sản lượng điện trong năm 2014 vẫn duy trì ở mức cao, doanh nghiệp có nâng mức kế hoạch lên từ 360 triệu kWh trong năm 2013 lên 375 triệu kWh. Trong khi đó, sản lượng ước tính thu mua từ EVN theo hợp đồng trong năm 2014 ước khoảng 256 triệu kWh.

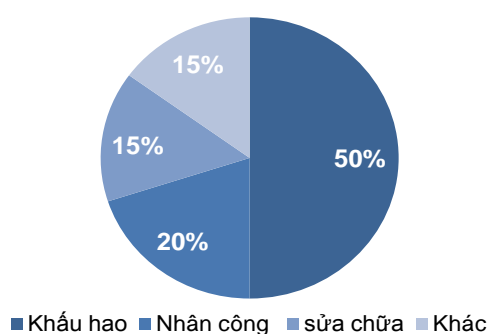
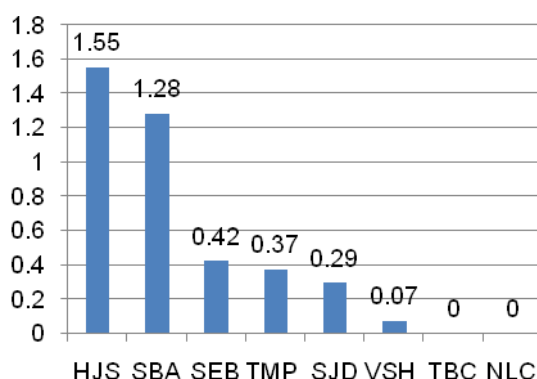
Như vậy, nếu sản lượng điện của TBC đạt kế hoạch năm 2014, 30% sản lượng điện thương phẩm sẽ được giao bán trên thị trường điện cạnh tranh, gấp đôi so với mức năm 2013. Do đó, mức giá điện bình quân của năm sẽ tăng cao hơn so với năm trước.

Phân tích tình hình tài chính

Quy mô hoạt động ở mức bình quân nhưng biên lợi nhuận trong danh sách doanh nghiệp đứng đầu ngành. Công suất lắp đặt của TBC là 120MW, ở mức trung bình so với các doanh nghiệp trong ngành và lớn thứ 3 trong danh sách các doanh nghiệp thủy điện niêm yết. Tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp cao hơn hẳn so với mức bình quân của ngành, với biên lợi nhuận gộp đạt 62%, so với mức bình quân của các doanh nghiệp niêm yết trong ngành 56%.

Cơ cấu tài sản TBC ngày 30/09/2013

Chỉ tiêu	Giá trị (tỷ)	% TTS
TS Ngắn hạn	352	38%
Tiền và tương đương tiền	126	14%
Đầu tư tài chính ngắn hạn	120	13%
TS Dài hạn	509	56%
Tài sản cố định	486	53%
Đầu tư tài chính dài hạn	54	6%
Tổng TS	917	100%

Cơ cấu giá vốn của TBC năm 2013

So sánh tỷ lệ nợ dài hạn trên VCSH trong ngành

Cơ cấu tài sản

Máy móc, nhà xưởng chiếm phần lớn giá trị tài sản dài hạn trong khi khoản mục tiền và đầu tư ngắn hạn đạt trên 70% tài sản ngắn hạn. Tài sản ngắn hạn chiếm gần 40% tổng tài sản, trong đó chủ yếu được cấu thành từ các tài sản có tính thanh khoản cao là tiền và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn. Khoản đầu tư tài chính ngắn hạn được hạch toán từ khoản tiền gửi ngắn hạn tại các ngân hàng thương mại và tiền ủy thác đầu tư tại CTCP đầu tư tài chính điện lực.

Trên 97% tài sản cố định của TBC là nhà cửa và hệ thống máy móc, trong đó có 3 tổ máy phát điện. Các tài sản này đã khấu hao được khoảng 5 năm và dự kiến sẽ khấu hao hết trong 6 năm nữa tính từ năm 2014, với chi phí khấu hao hàng năm khoảng trên 40 tỷ.

Cơ cấu chi phí: Với mức khấu hao hàng năm khoảng trên 40 tỷ, chi phí khấu hao thường chiếm khoảng gần 50% chi phí sản xuất và chi phí nhân công chiếm khoảng 20% trong năm 2013. Từ năm 2014-2016, khi chi phí trung tu và sửa chữa tăng lên khoảng 30 tỷ/năm, tỷ trọng chi phí trung tu ngày càng tăng và dần thay thế tỷ trọng chi phí khấu hao, đặc biệt khi tài sản cố định này được khấu hao hết trong 5 năm tới.

Cơ cấu nguồn vốn

TBC không có khoản vay ngắn hạn và dài hạn ngân hàng nào. Đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp thấp nhất trong danh sách các doanh nghiệp niêm yết hiện tại.

Chỉ tiêu	Đvt	2012	2013E
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	255	294
Giá vốn hàng bán	Tỷ đồng	112	111,7
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	143	182
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	%	55,99%	62%
<i>Lợi nhuận tài chính</i>	Tỷ đồng	14	24,8
<i>Chi phí lãi vay</i>	Tỷ đồng	2	0,7
<i>Chi phí bán hàng</i>	Tỷ đồng	0	0
<i>Chi phí quản lý DN</i>	Tỷ đồng	19	22
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	128	153
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	%	50,12%	52%
EPS (đồng)	Đồng	2.011	2.409
ROA	%	14,54%	17,91%
ROE	%	15,20%	16,49%

DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị tiềm năng so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư có giá trị trong vòng 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với mức phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 18%
Thêm	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 7% đến 18%
Theo dõi	Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -7% đến 7%
Giảm	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường từ -7% đến -18%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên -18%

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, CTCP Chứng khoán FPT và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.4) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 1,
Tp.Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 6 290 8686
Fax: (84.8) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100 Quang Trung, Phường Thạch Thang,
Quận Hải Châu, Tp.Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553 666
Fax: (84.511) 3553 888