

## Ngành Điện

Báo cáo lần đầu

Tháng 6, 2014

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **29.800**

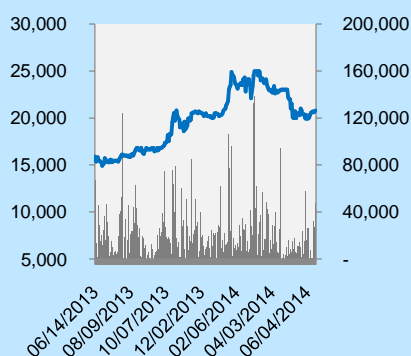
Giá thị trường (17/06/2014) 20.800

Lợi nhuận kỳ vọng 43,3%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	14.900-25.000
Vốn hóa	853 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	40.999.150 CP
KLGD bình quân 10 ngày	16.764 CP
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	9,62 %
Beta	0,64

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VNM	30,7%	1,5%	-13,3%	3,5%
VN-Index	12,4%	5,2%	-4,7%	14,0%

Chuyên viên phân tích

**Lê Duy Khánh**

(84 8) 3914 6888 ext: 133

leduykhanh@baoviet.com.vn

# Công ty cổ phần Thủy Điện Cần Đơn

Mã giao dịch: SJD

Reuters: SJD.HM

Bloomberg: SJD VN

## Cơ hội đầu tư hấp dẫn đối với nhà đầu tư giá trị

Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** cổ phiếu SJD với giá mục tiêu 29.800 đồng/cổ phiếu theo phương pháp định giá FCFF. SJD có một số điểm nhấn đầu tư chính:

- ❑ **Cổ phiếu SJD hiện đang giao dịch ở mức P/E forward 2014 là 5,36 lần**, thấp hơn nhiều so với mức P/E trung bình ngành khoảng 8 lần và P/E trung bình của VNIndex là 14,54 lần.
- ❑ **Suất cổ tức khá hấp dẫn**. Liên tục các năm gần đây, SJD chia cổ tức ở mức 1500 – 2000 đồng/cổ phiếu, tương ứng với suất cổ tức 7,3% – 9,7%. Với việc thanh toán 100 tỷ trái phiếu trong năm 2014, tiền mặt dự báo tiếp tục tăng kể từ năm 2014, SJD hoàn toàn có thể đảm bảo mức cổ tức 2.000 đồng/cổ phiếu hoặc có thể tăng lên trong thời gian tới.
- ❑ **Cấu trúc tài chính an toàn** với tỷ lệ nợ vay/ VCSH chỉ 0,39 lần tính đến cuối 2013. Dự kiến sau khi thanh toán khoản trái phiếu mệnh giá 100 tỷ đáo hạn cuối năm 2014 thì tỷ lệ này chỉ còn 0,28 lần. Khi đó, SJD chỉ còn khoản vay dài hạn USD từ Ngân Hàng Phát Triển Châu Á với lãi suất khá thấp 1,25%/năm.
- ❑ **Ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp**. Nhờ các chính sách ưu đãi, SJD chịu mức thuế doanh nghiệp tương đối thấp: 5% giai đoạn 2010-2016, 10% giai đoạn 2017-2018 và 20% giai đoạn 2019-2029. Đây là lợi thế các doanh nghiệp thủy điện nói chung và của riêng SJD khi mà mức thuế thu nhập doanh nghiệp hiện đang ở mức 22%.
- ❑ **Hiệu suất kinh doanh tăng trong thời gian tới** nhờ nợ vay giảm, chi phí quản lý doanh nghiệp giảm, doanh thu hoạt động tài chính tăng.
- ❑ **Quy mô doanh nghiệp dự kiến tăng 6 lần** so với hiện tại sau khi sáp nhập xong một số doanh nghiệp thủy điện thuộc Tổng Công Ty Sông Đà. Khi đó tổng công suất của SJD sẽ lên đến 514,4 MW, gấp 6 lần so với công suất hiện tại (85,7 MW).

Nhìn chung, SJD khá thích hợp với nhà đầu tư giá trị trong dài hạn. Tuy nhiên, nhà đầu tư cần lưu ý một số rủi ro của doanh nghiệp như rủi ro đến từ thời tiết không thuận lợi, xu hướng bị chiếm dụng vốn bởi Tổng Công Ty Sông Đà và rủi ro cổ phiếu bị pha loãng do chủ trương tái cơ cấu của Tổng công ty Sông Đà.

### Một số chỉ số tài chính của SJD

Chỉ số tài chính		2011	2012	2013*	2014F
Doanh thu	Tỷ VND	287,071	344,825	309,696	378,235
EBITDA	Tỷ VND	231,566	271,664	246,360	265,532
EBIT	Tỷ VND	170,459	187,929	177,476	188,992
LNST	Tỷ VND	89,989	154,894	148,382	158,464
EPS	VND	2.508	4.317	3.619	3,865
P/E	x	8,25	4,79	5,72	5,36
P/B	x	0,95	0,86	0,80	0,79
ROA	%	8,8%	15,3%	13,8%	13,9%
ROE	%	16,8%	25,6%	20,2%	18,7%

\* Báo cáo KQKD chưa hợp nhất với RHC

**Báo cáo lần đầu**
**THÔNG TIN SỞ HỮU**

Sở hữu nhà nước	51,00%
Sở hữu nước ngoài	29,47%
Sở hữu khác	19,53%

**CÔNG ĐỒNG LỚN**

Tổng công ty Sông Đà	50,95%
Vietnam Infrastructure Holdings Limited	12,67%
Mutual Fund Elite	7,85%
Vietnam Investments Fund	5,42%

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**
**Kết quả kinh doanh**

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014F
Doanh thu	287,071	344,825	309,696	378,235
Giá vốn	91,760	143,002	116,474	161,651
Lợi nhuận gộp	195,311	201,823	193,222	216,584
Doanh thu tài chính	533	6,298	8,739	3,854
Chi phí tài chính	78,321	24,876	23,083	23,718
Lợi nhuận sau thuế	89,989	154,894	148,382	158,464

**Bảng cân đối kế toán**

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014F
Tiền & khoản tương đương tiền	1,030	2,984	25,054	3,989
Các khoản phải thu ngắn hạn	84,890	131,417	174,338	212,921
Hàng tồn kho	13,906	11,534	15,203	21,100
Tài sản cố định hữu hình	881,606	797,965	803,199	776,659
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	-	1,841	1,841
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.006,379</b>	<b>1.014,481</b>	<b>1.143,650</b>	<b>1.140,530</b>
Nợ ngắn hạn	270,327	153,285	82,238	112,337
Nợ dài hạn	183,447	204,285	236,137	134,375
Vốn chủ sở hữu	552,605	656,911	812,229	880,771
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>1.006,379</b>	<b>1.014,481</b>	<b>1.143,650</b>	<b>1.140,530</b>

**Chỉ số tài chính**

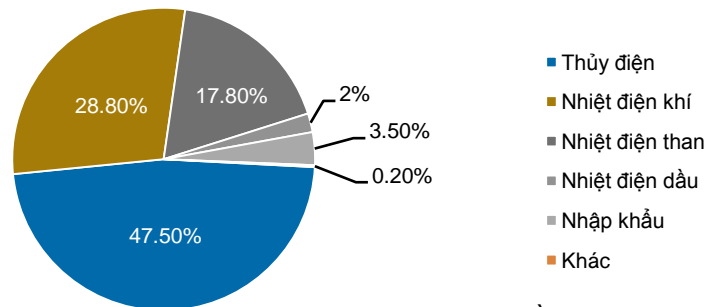
Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014F
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	34,8%	20,1%	-10,2%	22,1%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	27,3%	72,1%	-4,2%	6,8%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	68,0%	58,5%	62,4%	57,3%
Lợi nhuận thuần biên (%)	31,3%	44,9%	47,9%	41,9%
ROA (%)	8,8%	15,3%	13,8%	13,9%
ROE (%)	16,8%	25,6%	20,2%	18,7%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	45,1%	35,2%	27,8%	21,6%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	82,1%	54,4%	39,2%	28,0%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	2.508	4.317	3.619	3.865
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	21.766	24.133	25.721	26.142

## Tổng Quan Ngành Điện

**Hiện tại các nguồn cung điện của Việt Nam bao gồm** thủy điện; nhiệt điện (nhiệt điện chạy than, chạy dầu, chạy khí), một phần nhỏ từ các nguồn khác và nhập khẩu, trong đó nhiệt điện đang chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng nguồn cung (48,6%) và có khả năng tiếp tục nâng dần tỷ trọng trong tổng nguồn cung điện của Việt Nam trong những năm tới. Hiện thủy điện chiếm tỷ trọng lớn thứ hai với tỷ trọng 47.5% tổng nguồn cung.

**Cơ cấu nguồn cung điện Việt Nam**

*Các nhà máy nhiệt điện có ưu thế về độ ổn định, còn các nhà máy thủy điện có ưu thế về giá thành sản xuất.*



(Nguồn: EVN 2012)

**Thủy điện.** Tiềm năng thủy điện ước tính khoảng 17.000MW, tính đến thời điểm hiện tại thì đã khai thác được 90% tiềm năng này, dự kiến đến năm 2020 tiềm năng thủy điện sẽ được khai thác hết. Đặc điểm đầu tư xây dựng nguồn thủy điện là suất đầu tư cao nhưng bù lại chi phí hoạt động hàng năm lại thấp hơn nhiều so với các nhà máy điện sử dụng nguồn nguyên liệu khác (do đầu vào sử dụng sức nước tự nhiên). Công suất hoạt động của các nhà máy thủy điện phụ thuộc nhiều vào thời tiết từng mùa và từng năm.

**Nhiệt điện.** Nhiệt điện ở Việt Nam bao gồm nhiệt điện than, nhiệt điện dầu và khí. Các nhà máy nhiệt điện hiện đang chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu nguồn cung điện của Việt Nam. Các nhà máy nhiệt điện có suất đầu tư thấp hơn so với các nhà máy thủy điện tuy nhiên chi phí vận hành lại tương đối cao vì giá của các loại nguyên liệu dùng trong quá trình sản xuất như than, khí, dầu cao và có xu hướng tăng dần. Do sự ổn định và không giới hạn về tiềm năng phát triển nên các nhà máy nhiệt điện có nhiều khả năng sẽ phát triển mạnh trong tương lai khi nhu cầu sử dụng điện ngày một gia tăng và việc phát triển các nhà máy thủy điện gặp giới hạn về nguồn nước.

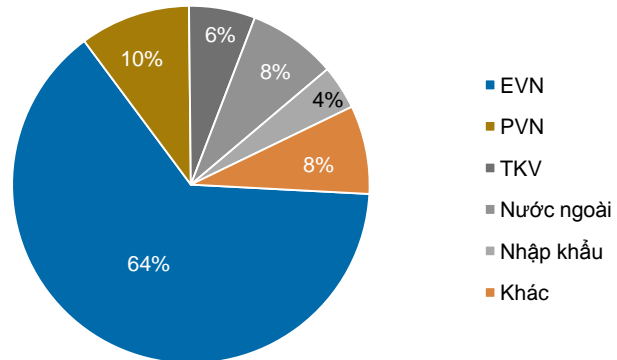
**Điện hạt nhân.** Hiện tại Việt Nam chưa có nhà máy điện nguyên tử. Dự án điện hạt nhân công suất 3000MW tại Ninh Thuận đang trong quá trình nghiên cứu tiền khả thi. Tuy nhiên trong tương lai gần việc phát triển các nhà máy điện hạt nhân là tương đối khó thực hiện do tính chất phức tạp của công nghệ và mức độ nguy hiểm cao. Đầu năm 2014, Thủ tướng cho biết dự án xây dựng nhà máy điện hạt nhân đầu tiên của Việt Nam có thể hoãn lại cho tới năm 2020.

*Dự án xây dựng nhà máy điện hạt nhân đầu tiên của Việt Nam có thể hoãn lại cho tới năm 2020.*

**Tập đoàn điện lực Việt Nam (EVN) sở hữu đến 64% nguồn điện.** Tập đoàn dầu khí (PVN) sở hữu khoảng 10%, còn lại được sở hữu bởi Tập đoàn than khoáng sản Việt Nam (6%), dự án đầu tư nước ngoài (8%), các nhà đầu tư trong nước khác (8%) và một phần nhỏ từ nhập khẩu (4%).

**Cơ cấu sở hữu nguồn điện Việt Nam năm 2013**

Sở hữu đến 64% nguồn điện, đồng thời là người mua điện và phân phối điện duy nhất, EVN sẽ tiếp tục độc quyền trong ngành điện.



(Nguồn: EVN 2013)

**Ngành chịu sự điều tiết mạnh của nhà nước, mặc dù đã ở giai đoạn phát điện cạnh tranh, song vẫn còn trong giai đoạn độc quyền mua điện.** Người mua điện từ các nhà máy và phân phối điện đến người tiêu dùng duy nhất trên thị trường là EVN. Đồng thời EVN hiện sở hữu và nắm giữ cổ phần chi phối tại hầu hết các nhà máy sản xuất điện, tổng công suất các nhà máy này chiếm khoảng 64% sản lượng điện.

Việt Nam có phát triển thành công thị trường điện cạnh tranh theo đúng lộ trình hay không còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác nhau và tiềm ẩn các rủi ro chính sách.

**Định hướng tiến tới thị trường điện cạnh tranh.** Theo định hướng của chính phủ, thị trường điện Việt Nam sẽ được phát triển theo ba cấp độ với lộ trình như sau:

**Cấp độ 1:** Thị trường phát điện cạnh tranh (2006-2014). Đây là giai đoạn các đơn vị phát điện sẽ bán điện lên thị trường thông qua các hợp đồng mua bán điện và chào giá cạnh tranh trên thị trường giao ngay. Thị trường phát điện cạnh tranh sẽ tạo điều kiện cho các doanh nghiệp chủ động hơn về giá bán điện mà không hoàn toàn phụ thuộc vào giá thỏa thuận với EVN. Hiện tại, thị trường điện sẽ tiếp tục thực hiện thị trường phát điện cạnh tranh đến hết 2014.

**Cấp độ 2:** Thị trường bán buôn cạnh tranh (2015-2021). Là thị trường sẽ có nhiều công ty phân phối điện dưới dạng bán buôn. Các công ty này tham gia cạnh tranh để bán điện cho các đơn vị phân phối nhỏ (bán lẻ) và các khách hàng lớn. Các đơn vị phát điện cũng cạnh tranh để bán điện cho các công ty phân phối lớn này. Ở giai đoạn này có sự cạnh tranh nhiều hơn giữa các công ty phát điện và cạnh tranh giữa các công ty phân phối điện. Lộ trình như sau:

Từ năm 2015- 2016: thực hiện thị trường bán buôn điện cạnh tranh thí điểm.

Từ năm 2017-2021: thị trường bán buôn điện cạnh tranh hoàn chỉnh.

**Cấp độ 3:** Thị trường bán lẻ cạnh tranh (từ 2021). Sẽ có nhiều đơn vị bán lẻ điện để cạnh tranh trong khâu bán lẻ. Các đơn vị này được mua điện từ các đơn vị phát điện hoặc từ thị trường để bán lẻ cho khách hàng sử dụng điện. Hiện tại thị trường điện đang trong giai đoạn thị trường phát điện cạnh tranh thí điểm. Các nhà máy điện tham gia thị trường điện chào giá 100% sản lượng nhưng chỉ được thanh toán 5% sản lượng theo giá chào bán còn lại 95% thanh toán theo giá trên hợp đồng. Lộ trình như sau:

Từ năm 2021 – 2023: thực hiện thị trường bán lẻ điện cạnh tranh thí điểm.

Từ sau 2023: thực hiện thị trường bán lẻ điện cạnh tranh hoàn chỉnh.

Việt Nam có phát triển thành công thị trường điện cạnh tranh theo đúng lộ trình hay không còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác nhau và tiềm ẩn các rủi ro chính sách. Tuy nhiên nếu Việt Nam phát triển thành công thị trường điện cạnh tranh, hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp điện sẽ có sự thay đổi lớn. Với tốc độ phát triển kinh tế nhanh, nhu cầu tiêu thụ điện năng lớn, các doanh nghiệp điện có rất nhiều tiềm năng phát triển nếu Việt Nam phát triển thành công thị trường điện cạnh tranh, đặc biệt là các doanh nghiệp có quy mô lớn và chi phí sản xuất thấp. Thị trường này sẽ tạo nhiều cơ hội cho các doanh nghiệp thủy điện và bất lợi cho các doanh nghiệp nhiệt điện do giá thành sản xuất của nhiệt điện luôn cao hơn so với thủy điện.

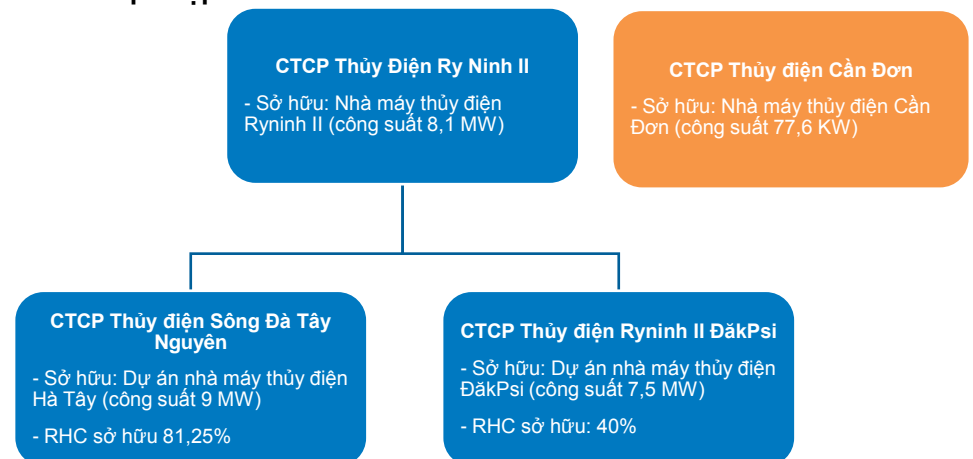
*Thị trường điện cạnh tranh sẽ tạo nhiều cơ hội cho các doanh nghiệp thủy điện và bất lợi cho các doanh nghiệp nhiệt điện do giá thành sản xuất của nhiệt điện luôn cao hơn so với thủy điện.*

## Tổng quan SJD

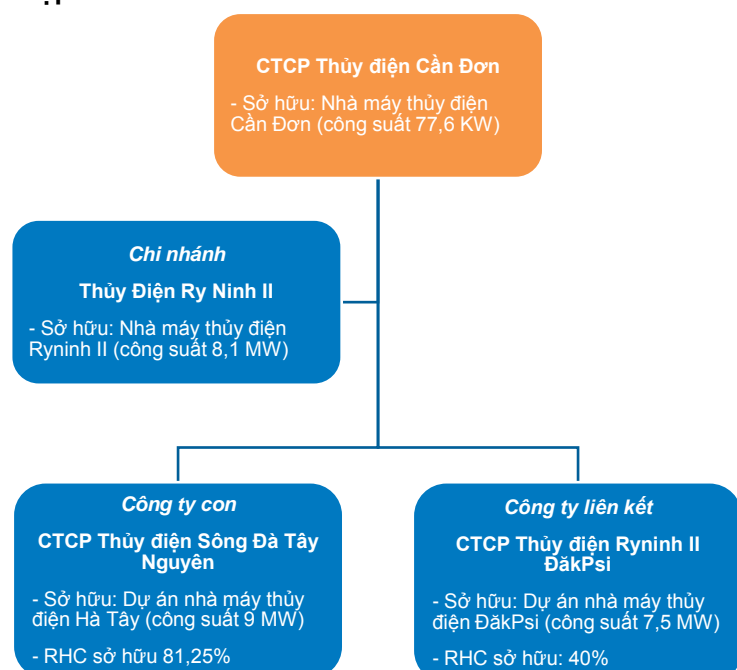
CTCP Thủy Điện Cần Đơn (SJD) được thành lập năm 1998, công ty sở hữu thủy điện Cần Đơn với công suất thiết kế 77,6 MW tại huyện Bù Đốp, tỉnh Bình Phước. Cuối năm 2013, SJD sáp nhập với CTCP Thủy Điện Ryninh II. Hiện tại SJD sở hữu 2 nhà máy thủy điện với tổng công suất thiết kế 85,7 MW. SJD đang tiếp tục triển khai các dự án thủy điện khác là dự án nhà máy thủy điện Hà Tây và nhà máy thủy điện ĐăkPsi. Tổng công ty Sông Đà là cổ đông lớn nhất của công ty với tỷ lệ sở hữu 51%.

### Mô hình tổ chức của công ty:

#### Trước sáp nhập:



#### Sau sáp nhập:

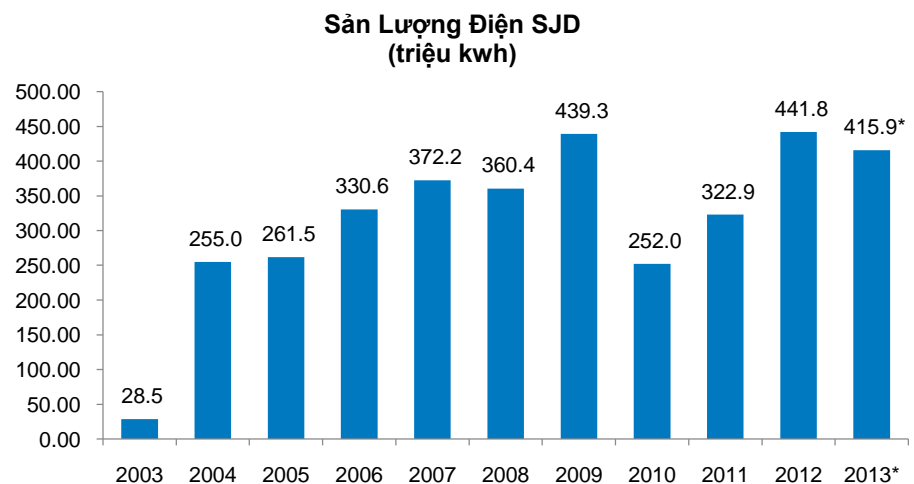


*Nhà máy thủy điện Ry Ninh II trở thành chi nhánh của SJD sau khi sáp nhập, SJD cũng đồng thời sở hữu thêm 1 công ty con và 1 công ty liên kết.*

**Báo cáo lần đầu**

	Thủy điện Cần Đơn	Thủy điện Ryninh	Thủy điện Hà Tây	Thủy điện ĐăkPsi
<b>Địa điểm nhà máy</b>	TT Thanh Bình, huyện Bù Đốp, tỉnh Bình Phước	Xã Yaly, huyện Chư Păh, tỉnh Gia Lai	Xã Hà Tây, huyện Chư Păh, tỉnh Gia Lai	Tỉnh KonTum
<b>Ngày phát điện</b>	Đầu 2004	Tháng 4, 2002	Dự kiến cuối 2014	N/A
<b>Hình thức đầu tư</b>	BOT	BOO	BOO	BOO
<b>Tổng vốn đầu tư</b>	1117 tỷ đồng	139 tỷ đồng	N/A	N/A
<b>Công suất thiết kế</b>	77,6 MW	8,1 MW	9 MW	7,5 MW
<b>Giá bán điện</b>	Từ 0 – 292 triệu kwh giá 0,045 USD/kWh Trên 292 triệu kWh giá bán 0,0225 USD/kWh Cố định trong 25 năm	0,041 USD/kwh Cố định trong 20 năm	N/A	N/A

**Sản lượng bình quân cao hơn đáng kể so với sản lượng thiết kế.** Mặc dù sản lượng điện của SJD thường xuyên biến động do phụ thuộc nhiều vào điều kiện thời tiết (lượng mưa hằng năm), tuy nhiên sản lượng điện trung bình các năm qua đạt 311,5 triệu kwh, cao hơn nhiều so với sản lượng thiết kế 292 triệu kwh, đặc biệt năm 2009 và 2012 với thời tiết thuận lợi, sản lượng điện SJD đạt đến 439,3 triệu kwh và 441,8 triệu kwh.



(Nguồn: SJD)  
\* sản lượng 2013 bao gồm 53,6 triệu kwh từ nhà máy thủy điện Ryninh II

**Giá bán điện thuộc nhóm cao so với các doanh nghiệp cùng ngành tuy nhiên sẽ hầu như không được hưởng lợi khi mô hình thị trường điện cạnh tranh được áp dụng.** SJD ký hợp đồng bán điện với EVN, giá bán cố định và thuộc nhóm cao so với các doanh nghiệp cùng ngành. Đây là một lợi thế rất lớn của công ty, giúp công ty có hoạt động kinh doanh tương đối ổn định. Tuy nhiên, vì giá cố định nên SJD sẽ hầu như không được hưởng lợi khi mô hình thị trường điện cạnh tranh được áp dụng.

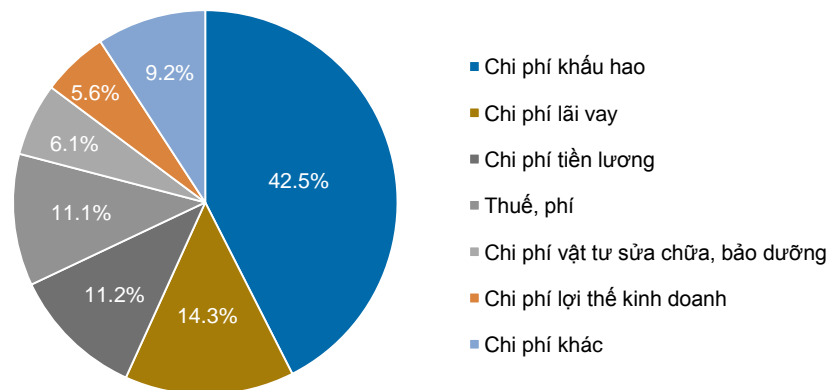


	SBA	SEB	NLC	SJD	DRL	TMP	TBC	VSH
Giá bán điện trung bình (VND/kwh)	1,119	1,061	868	<b>856</b>	758	667	594	351

(Nguồn: Báo cáo thường niên công ty, BVSC tổng hợp)

**Biên lợi nhuận gộp khá ổn định.** Một số chi phí lớn như: chi phí khấu hao, chi phí tiền lương (trực tiếp và gián tiếp), một số loại thuế và phí chiếm gần 65% tổng chi phí. Hầu hết các chi phí này biến động theo sản lượng điện của SJD trong năm do đó trong trường hợp sản lượng điện giảm thì chi phí cũng giảm theo và lợi nhuận gộp biên vẫn được duy trì ổn định.

**Cơ cấu chi phí SJD năm 2013\***



(Nguồn SJD, BVSC tổng hợp)

\* Chi phí của riêng SJD khi chưa sáp nhập với RHC

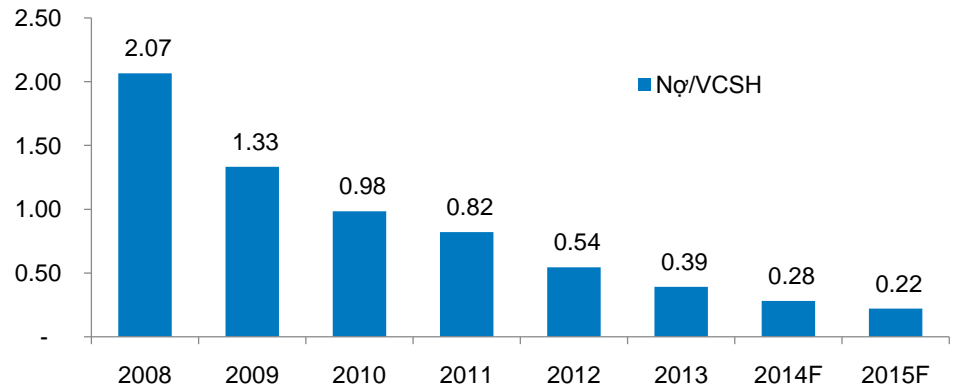
**Ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp.** Nhờ các chính sách ưu đãi, SJD chịu mức thuế doanh nghiệp tương đối thấp: 5% giai đoạn 2010-2016, 10% giai đoạn 2017-2018 và 20% giai đoạn 2019-2029. Đây là lợi thế của các doanh nghiệp thủy điện nói chung và của riêng SJD khi mà mức thuế thu nhập doanh nghiệp hiện đang ở mức 22%.

**Các khoản vay có xu hướng giảm mạnh, kéo theo chi phí tài chính giảm.** Với tổng vốn đầu tư cho dự án thủy điện Cần Đơn lên đến 1.117 tỷ đồng, trong khi vốn chủ sở hữu chỉ khoảng 358,8 tỷ đồng, SJD sử dụng khá nhiều vốn vay để đầu tư cho dự án. Tuy nhiên sau hơn 10 năm đi vào hoạt động, với dòng tiền mạnh và khá ổn định từ hoạt động kinh doanh chính, SJD đã giảm mạnh nợ vay. Tỷ lệ nợ/VCSH từ 2,07 lần năm 2008 đã giảm xuống chỉ còn 0,26 lần năm 2013, dự kiến tỷ lệ này trong năm 2015 chỉ còn 0,22 lần.

Bước qua năm thứ 11 sau khi đi vào hoạt động, cơ cấu nguồn vốn của SJD hiện rất an toàn.



Cơ cấu nguồn vốn SJD



(Nguồn : BCTC SJD, BVSC tổng hợp)

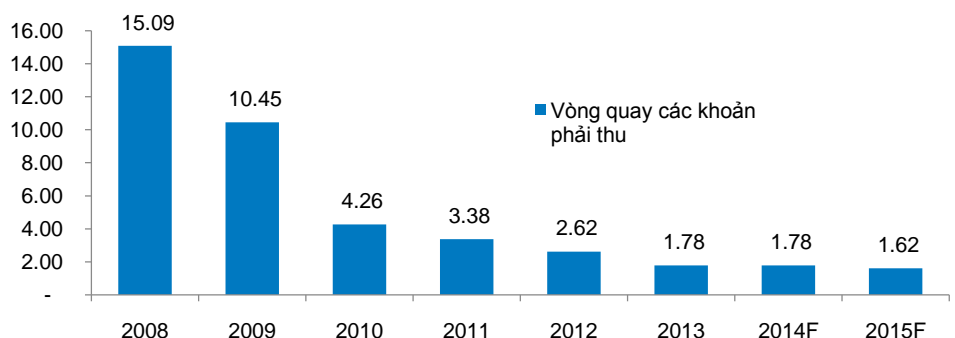
Lãi suất đối với khoản vay từ ADB (USD) chỉ 1,25%/năm.

Hiện SJD còn 2 khoản vay chính là i.) khoản vay từ ngân hàng phát triển Châu Á (ADB) 5 triệu USD với lãi suất Libor + chênh lệch từng thời điểm do ADB thông báo (năm 2013 lãi suất cho khoản vay này chỉ 1,25%), ii.) khoản trái phiếu trị giá 100 tỷ với lãi suất bằng lãi suất tiết kiệm tiền đồng, kỳ hạn 12 tháng cộng biên độ 4%/năm. Có thể thấy khoản vay từ ADB với lãi suất khá thấp là một lợi thế lớn của SJD. Bên cạnh đó, SJD sẽ thanh toán khoản trái phiếu đáo hạn vào T10/2014, khi đó nợ vay của SJD sẽ tiếp tục giảm mạnh, từ đó chi phí lãi vay tiếp tục giảm. Dự kiến chi phí lãi vay năm 2015 của SJD chỉ còn 7,8 tỷ, giảm mạnh so với mức 21 tỷ năm 2014.

Xu hướng chiếm dụng vốn bởi Tổng Công Ty Sông Đà là một trong những rủi ro chính của SJD.

**Xu hướng bị chiếm dụng vốn bởi Tổng Công Ty Sông Đà.** SJD sẽ bán điện cho Tổng Công ty Sông Đà, sau đó Tổng Công ty sẽ bán lại cho EVN, do đó SJD sẽ thu tiền trực tiếp từ Tổng Công ty Sông Đà (đây cũng đồng thời là cổ đông lớn của công ty với tỷ lệ sở hữu 50,95%). Những năm gần đây, vòng quay các khoản phải thu có xu hướng giảm mạnh từ 15,1 lần (2008) còn 1,78 lần (2013), thể hiện tốc độ tăng nhanh của các khoản phải thu. Theo chúng tôi với tỷ lệ nợ của SJD ngày càng giảm đồng thời dòng tiền nhân rồi tăng dần sắp tới thì SJD sẽ tiếp tục bị chiếm dụng vốn nhiều hơn trong những năm tới tương tự trường hợp của VSH và EVN.

Vòng quay các khoản phải thu SJD



(Nguồn : BCTC SJD, BVSC tổng hợp)

**Tỷ suất sinh lời tốt.** Với những thuận lợi được phân tích ở trên như sản lượng điện cao, giá bán điện tốt, chi phí tài chính giảm thì so với các doanh nghiệp thủy điện niêm yết khác, tỷ suất sinh lời của SJD tương đối tốt. ROE năm 2013 đạt 20,2%, chỉ sau DRL (29,1%) và SEB (21,3%), và cao hơn nhiều so với nhóm còn lại (từ 7,6% - 16,7%).

*SJD thuộc nhóm có suất sinh lời tốt nhất ngành.*

2013A	DRL	SEB	SJD	TMP	TBC	NLC	SBA	VSH
<b>ROA (%)</b>	26,3	5,5	<b>13,8</b>	10,7	16,0	12,8	4,4	5,4
<b>ROE (%)</b>	29,1	21,3	<b>20,2</b>	16,7	16,6	13,3	9,7	7,6

## Kết quả kinh doanh Q1/2014

Với thời tiết thuận lợi, lượng nước về nhiều hơn so với cùng kỳ, **doanh thu thuần SJD đạt 55,6 tỷ đồng, tăng 11,6% yoy.** Doanh thu tăng chủ yếu đến từ sản lượng điện của nhà máy điện Cần Đơn tăng, trong khi sản lượng điện của nhà máy điện Ryninh gần như tương đương với năm 2013. Sản lượng 3 tháng đầu năm của nhà máy thủy điện Cần Đơn đạt 54,6 triệu kwh, tăng 10,8% yoy.

Vay ngắn hạn cuối kỳ chỉ còn 45 tỷ, giảm 57% yoy giúp chi phí lãi vay của SJD chỉ còn 3,6 tỷ, giảm 55% yoy. Và đây là lý do chính giúp SJD đạt **21,4 tỷ đồng LNST, tăng 31,1% yoy.**

## Mô hình dự phóng doanh thu lợi nhuận

*Dự báo doanh thu của SJD tương đối ổn định qua các năm, lợi nhuận dự báo sẽ tăng 10,4% trong năm 2015 và duy trì mức tăng trưởng khoảng 5% vào các năm tiếp theo.*

**Doanh thu của SJD tương đối ổn định qua các năm,** năm 2014 thời tiết thuận lợi nên dự báo sản lượng điện tăng 7%, tuy nhiên với sản lượng nhà máy thủy điện Cần Đơn tăng vượt quá 292 kwh thì giá bán điện chỉ còn ½ so với giá bán từ 0-292 kwh, do đó doanh thu thuần ước tăng 6,3%. Kể từ năm 2015 trở về sau, sản lượng điện chúng tôi dự báo ổn định ở mức trung bình giai đoạn 2009-2013 là 416,2 triệu kwh, tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ tỷ giá VND/USD tăng trung bình 2%/năm.

**Thuế tài nguyên nước dùng cho sản xuất thủy điện tăng từ 2% lên 4%** từ 1/2/2014 theo Nghị quyết 712/2013/UBTVQH13 của Ủy ban thường vụ Quốc hội và Công văn 18228/BTC-CST của Bộ Tài chính. Như vậy, năm 2014 thuế tài nguyên nước sẽ tăng gấp đôi so với năm 2013, ước tính tăng thêm khoảng 12,2 tỷ đồng. Các năm về sau thì sẽ ổn định so với năm 2014.

**Dự phóng KQKD 2014:** Chúng tôi dự báo SJD có thể đạt được 378,2 tỷ doanh thu, tăng khoảng 6,3% so với 2013, LNST đạt 158,5 tỷ đồng, EPS 2014 đạt 3.865 đồng/cổ phiếu.

**Lợi nhuận dự báo sẽ tăng 11,6% trong năm 2015, dựa trên các giả định sau**

- *Chi phí lãi vay giảm mạnh:* như đã đề cập bên trên, T10/2014 SJD sẽ thanh toán khoản trái phiếu mệnh giá 100 tỷ đồng đáo hạn. Do đó, dự kiến chi phí lãi vay năm 2015 của SJD chỉ còn 9,9 tỷ, giảm mạnh so với mức 23,7 tỷ năm 2014.

- *Chi phí quản lý giảm:* khi tiến hành cổ phần hóa trong năm 2004, SJD có ghi nhận một khoản lợi thể kinh doanh, khoản này được phân bổ vào chi phí quản lý trong vòng 10 năm, năm 2014 là năm cuối cùng SJD ghi nhận 6,8 tỷ chi phí này. Từ năm 2015 trở về sau SJD sẽ không ghi nhận chi phí này nữa, do đó chi phí quản lý sẽ giảm tương ứng. Tỷ lệ chi phí quản lý/doanh thu sẽ giảm từ 7,9% năm 2014 xuống còn 6,1% từ 2015 trở về sau.

Dự báo năm 2015 SJD đạt 175,8 tỷ đồng LNST, tăng 11,6% yoy, EPS đạt 4.312 đồng/cp.

Giai đoạn 2015-2029 tình hình kinh doanh của SJD sẽ tương đối ổn định.

Với những giả định chính trên thì **dự báo kết quả kinh doanh của SJD trong các năm tới như sau:**

<i>(Tỷ đồng)</i>	2013*	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu	378,235	369,836	377,214	384,739	392,415	378,235
Giá vốn	161,651	159,655	163,414	165,848	168,290	161,651
Lợi nhuận gộp	216,584	210,181	213,800	218,891	224,125	216,584
Chi phí bán hàng	-	-	-	-	-	-
Chi phí quản lý	29,916	22,457	22,904	23,361	23,827	29,916
Doanh thu tài chính	3,854	8,299	8,042	12,421	17,475	3,854
Lãi suất tiền gửi	3,854	8,299	8,042	12,421	17,475	3,854
Khác						
Chi phí tài chính	23,718	9,922	3,580	3,543	3,588	23,718
Chi phí lãi vay	22,188	7,783	1,398	1,318	1,318	22,188
Khác	1,530	2,139	2,182	2,226	2,270	1,530
Lợi nhuận trước thuế	166,804	186,102	195,358	204,408	214,184	166,804
Thuế TNDN	8,340	9,305	9,768	20,441	21,418	8,340
Lợi nhuận sau thuế	158,464	176,797	185,590	183,967	192,766	158,464
<b>EPS (đồng/cp)</b>	<b>3.865</b>	<b>4.312</b>	<b>4.527</b>	<b>4.487</b>	<b>4.702</b>	<b>3.865</b>

\* KQKD 2013 chưa hợp nhất với RHC

## Một số rủi ro chính

**Thời tiết không thuận lợi là rủi ro chính của SJD.** Với hoạt động chính là thủy điện thì lượng mưa hàng năm quyết định rất lớn đến sản lượng điện cũng như kết quả kinh doanh của SJD. Trường hợp hạn hán kéo dài làm cho trữ lượng nước trong hồ chứa thấp sẽ ảnh hưởng lớn đến sản lượng điện của nhà máy, ngoài ra thiên tai như động đất hay lũ quét cũng sẽ gây ra thiệt hại, sự cố trong việc phát điện và tăng chi phí sửa chữa. Tuy nhiên qua hơn 10 năm vận hành thì thời tiết khá thuận lợi đối với SJD.

**Xu hướng bị chiếm dụng vốn bởi Tổng Công Ty Sông Đà như đã đề cập bên trên.**

**Rủi ro cổ phiếu bị pha loãng do chủ trương tái cơ cấu của Tổng công ty Sông Đà.** Theo dự án Tái cấu trúc Tổng công ty Sông Đà giai đoạn 2012-2015, tầm nhìn đến năm 2020 được Bộ Xây Dựng phê duyệt có chủ trương thực hiện sáp nhập các Công ty cổ phần: thủy điện Nậm Chiến, Đầu tư phát triển điện Sê San 3A, thủy điện Nà Lơi, thủy điện Ryninh II, thủy điện Trà Xom, thủy điện Hương Sơn, thủy điện Sông Đà- Hoàng Liên vào Công ty cổ phần thủy điện Cần Đơn và đổi tên thành Công ty cổ phần Điện Sông Đà; sau đó mua lại cổ phần của Tổng Công ty Sông Đà tại công ty cổ phần Điện Miền Trung và thủy điện Bình Điền.

Tính đến cuối Q1/2014 thì SJD đã hoàn tất sáp nhập với CTCP thủy điện Ryninh II, Tổng công ty Sông Đà đã thoái vốn toàn bộ tại thủy điện Trà Xom. Như vậy SJD sẽ không sáp nhập với thủy điện Trà Xom nữa. Theo tổng hợp của chúng tôi thì sau khi sáp nhập xong toàn bộ, tổng công suất của SJD sẽ lên đến 514,4 MW, gấp 6 lần so với công suất hiện tại (85,7 MW). Tuy nhiên, vì vốn vay chiếm tỷ lệ lớn trong tổng vốn đầu tư nên thông thường thì các dự án thủy điện sẽ hoạt động hiệu quả sau 10 năm. Các dự án SJD dự định sẽ sáp nhập vào thì chỉ riêng thủy điện Nà Lơi là hoạt động được 11 năm, các dự án còn lại chỉ mới được vận hành từ 2-7 năm. Do đó trong trường hợp sáp nhập thì EPS của SJD sẽ giảm trong ngắn hạn khoảng 5 năm tới. Bên cạnh đó, SJD cũng phải đưa ra tỷ lệ hoán đổi đủ hấp dẫn để thuyết phục các cổ đông tại các dự án thủy điện bị sáp nhập đồng ý thoái vốn, khi đó cổ đông hiện hữu của SJD có thể sẽ chịu rủi ro cổ phiếu bị pha loãng.

## Định Giá

Với các dự báo và giả định như đã đề cập ở trên, cùng với quan điểm thận trọng, mô hình định giá của chúng tôi đã tăng dần các khoản phải thu từ Tổng công ty Sông Đà qua các năm. Sử dụng suất chiết khấu trong ngắn hạn là 12,95%, dài hạn là 9,48%, phương pháp định giá FCFF thu được giá trị nội tại SJD ở mức giá 29.800 đồng/cổ phiếu, tương ứng với P/E 2014 là 7,7 lần.

## Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** cổ phiếu SJD với giá mục tiêu 29.800 đồng/cổ phiếu theo phương pháp định giá FCFF. SJD có một số điểm nhấn đầu tư chính:

- ❑ **Cổ phiếu SJD hiện đang giao dịch ở mức P/E forward 2014 là 5,36 lần**, thấp hơn nhiều so với mức P/E trung bình ngành khoảng 8 lần và P/E trung bình của VNIndex là 14,54 lần.
- ❑ **Suất cổ tức khá hấp dẫn.** Liên tục các năm gần đây, SJD chia cổ tức ở mức 1500 – 2000 đồng/cổ phiếu, tương ứng với suất cổ tức 7,3% – 9,7%. Với việc thanh toán 100 tỷ trái phiếu trong năm 2014, tiền mặt dự báo tiếp tục tăng kể từ năm 2014, SJD hoàn toàn có thể đảm bảo mức cổ tức 2.000 đồng/cổ phiếu hoặc có thể tăng lên trong thời gian tới.
- ❑ **Cấu trúc tài chính an toàn** với tỷ lệ nợ vay/ VCSH chỉ 0,39 lần tính đến cuối 2013. Dự kiến sau khi thanh toán khoản trái phiếu mệnh giá 100 tỷ đáo hạn cuối năm 2014 thì tỷ lệ này chỉ còn 0,28 lần. Khi đó, SJD chỉ còn khoản vay dài hạn USD từ Ngân Hàng Phát Triển Châu Á với lãi suất khá thấp 1,25%/năm.
- ❑ **Ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp.** Nhờ các chính sách ưu đãi, SJD chịu mức thuế doanh nghiệp tương đối thấp: 5% giai đoạn 2010-2016, 10% giai đoạn 2017-2018 và 20% giai đoạn 2019-2029. Đây là lợi thế các doanh nghiệp thủy điện nói chung và của riêng SJD khi mà mức thuế thu nhập doanh nghiệp hiện đang ở mức 22%.
- ❑ **Hiệu suất kinh doanh tăng trong thời gian tới** nhờ nợ vay giảm, chi phí quản lý doanh nghiệp giảm, doanh thu hoạt động tài chính tăng.
- ❑ **Quy mô doanh nghiệp dự kiến tăng 6 lần** so với hiện tại sau khi sáp nhập xong một số doanh nghiệp thủy điện thuộc Tổng Công Ty Sông Đà. Khi đó tổng công suất của SJD sẽ lên đến 514,4 MW, gấp 6 lần so với công suất hiện tại (85,7 MW).

Nhìn chung, SJD khá thích hợp với nhà đầu tư giá trị trong dài hạn. Tuy nhiên, nhà đầu tư cần lưu ý một số rủi ro của doanh nghiệp như rủi ro đến từ thời tiết không thuận lợi, xu hướng bị chiếm dụng vốn bởi Tổng Công Ty Sông Đà và rủi ro cổ phiếu bị pha loãng do chủ trương tái cơ cấu của Tổng công ty Sông Đà.

## THUYẾT MINH BÁO CÁO

**Giá kỳ vọng.** Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

<b>Các mức khuyến nghị</b>	
<b>Khuyến nghị</b>	<b>Định nghĩa</b>
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

## BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

### Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999