

Công ty Cổ phần Thủy điện Miền Nam (SHP)



Ngành: **Thủy điện**

Mã cổ phiếu: **SHP**

Khuyến nghị: **MUA**

Sàn giao dịch: **HSX**

Thông số cơ bản cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	1.152,64
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	937,102
Số cổ phiếu niêm yết (cp)	93.710.200
Số cổ phiếu lưu hành (cp)	93.710.200

Nguồn: SHP

Chỉ số tài chính cơ bản (tỷ đồng)

	2012	2013
Lợi nhuận sau thuế	91,3	104,2
Tăng trưởng (%)	44,7	14,1
ROA (%)	3,61	3,56
ROE (%)	8,73	9,64
Tỷ lệ cổ tức	7%	8%

Nguồn: SHP, MSBS tổng hợp

Biểu đồ giá SHP



Nguồn: CafeF

Điểm nhấn cơ bản

- Được thành lập từ năm 2004, Công ty cổ phần thủy điện Miền Nam đến nay đã có 3 nhà máy thủy điện đi vào hoạt động, sản lượng điện dự kiến hàng năm khoảng 550 triệu kWh.
- Với đơn vị góp vốn chính là Tổng công ty điện lực Miền Nam, SHP nhận được sự hậu thuẫn tài chính vững mạnh cũng như công nghệ và kỹ thuật sản xuất hiệu quả.
- Kết quả kinh doanh của SHP luôn rất khả quan. Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế luôn cao, ổn định kể từ khi các nhà máy thủy điện đầu tiên vận hành. 6 tháng đầu năm 2014, bất chấp khẩu hao tăng mạnh khi nhà máy lớn nhất Đa M'Brì đi vào hoạt động, lợi nhuận sau thuế của SHP vẫn tăng 56% so với cùng kỳ năm 2013 và đã hoàn thành hơn 76% kế hoạch năm.
- Những năm gần đây, nhà máy thủy điện Đa Dâng 2 và Đasiat luôn đạt sản lượng vượt kế hoạch. Trong năm 2014, nhà máy thủy điện Đa M'brì có công suất thiết kế lớn nhất trong 3 nhà máy của SHP đi vào hoạt động với sản lượng điện dự kiến hàng năm là 338 triệu kWh.
- Hiện tại, Công ty cổ phần Thủy điện Miền Nam đã thực hiện đăng ký giao dịch trên thị trường UpCom. Thanh khoản cổ phiếu SHP trong 1 tháng qua là gần 14.000 đơn vị/phiên.

Luận điểm đầu tư

Trong xu thế hội nhập quốc tế, điện không chỉ là an ninh năng lượng quốc gia mà còn là một lĩnh vực kinh tế quan trọng. Với chủ trương xã hội hóa đầu tư ngành điện, SHP đã nhận được nhiều ưu đãi trong việc xây dựng, phát triển các công trình thủy điện. Tiến độ xây dựng được đảm bảo giúp dòng tiền của SHP rất ổn định. Giá bán điện khá cao cùng suất đầu tư các dự án thủy điện đều ở mức hợp lý giúp Công ty đảm bảo hiệu quả tài chính. Bên cạnh đó, SHP cũng đã đăng ký thành công cả 03 dự án của Công ty thành dự án CDM theo Nghị định thư Kyoto đảm bảo vấn đề môi trường đồng thời tạo điều kiện phát triển bền vững cho doanh nghiệp. Dựa trên những luận điểm đã nêu, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu SHP cho mục tiêu trung và dài hạn.

Tên công ty và địa chỉ

Tên công ty: Công ty cổ phần Thủy điện Miền Nam

Tên giao dịch: Southern Hydropower Joint Stock Company

Tên viết tắt: SHP

Vốn điều lệ: 937.102.000.000 đồng

Số lượng cổ phiếu phát hành: 93.710.200 cổ phiếu

Trụ sở chính: P.106 lầu 1 tòa nhà Citilight – 45 Võ Thị Sáu, Phường Đa Kao, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh

Website: www.shp.vn

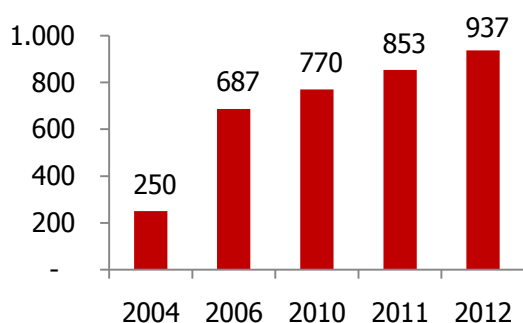
Email: thuydienmiennam@shp.vn

Cơ cấu cổ đông:

Cổ đông nắm giữ >5% hiện nay	
Tổng công ty Điện lực Miền Nam	48,86%
Tổng công ty Bia – Rượu – Nước Giải Khát Sài Gòn (SABECO)	20,22%

Quá trình tăng vốn điều lệ

Đvt: tỷ đồng



Quá trình hình thành và phát triển

13/07/2004, Công ty Cổ phần Thủy điện Miền Nam được Sở Kế hoạch và Đầu tư cấp Giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh số 4103002486, hoạt động với vốn điều lệ 250 tỷ đồng.

23/06/2006, Công ty tăng vốn điều lệ lên thành 687 tỷ đồng.

10/09/2010, Cổ phiếu của Công ty chính thức giao dịch trên sàn UpCOM với vốn điều lệ 770 tỷ đồng.

Năm 2011, SHP tăng vốn điều lệ lên thành 853 tỷ đồng.

Năm 2012, Vốn điều lệ của Công ty tăng thêm thành 937 tỷ đồng.

Các hoạt động kinh doanh chính

- **Hoạt động xây dựng và tư vấn kỹ thuật có liên quan**

Chi tiết: Quản lý dự án. Giám sát thi công xây dựng công trình thủy điện lĩnh vực xây dựng và hoàn thiện. Giám sát công tác xây dựng và hoàn thiện công trình dân dụng – công nghiệp. Giám sát lắp đặt thiết bị điện.

- **Sản xuất, truyền tải và phân phối điện**

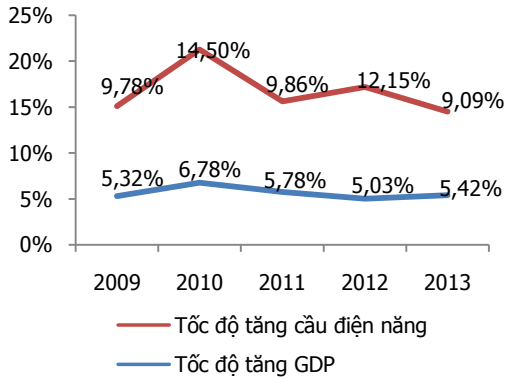
Chi tiết: Đầu tư xây dựng nhà máy điện. Sản xuất, mua bán điện. Sửa chữa, bảo trì, thử nghiệm các nhà máy điện, lưới điện (trừ gia công cơ khí, tái chế phế thải, xỉ mạ điện tại trụ sở).

Chiến lược kinh doanh

- Năm 2015: Nghiên cứu chuẩn bị để nhà máy Đa M'Bri tham gia thị trường bán điện cạnh tranh.
- Công ty tiếp tục tìm kiếm tham gia hoặc chuyển giao đầu tư một số dự án thủy điện vừa và nhỏ trên địa bàn các tỉnh Tây Nguyên.
- Về chiến lược lâu dài, SHP sẽ nghiên cứu đầu tư các nguồn năng lượng sạch khác là năng lượng gió và năng lượng mặt trời.

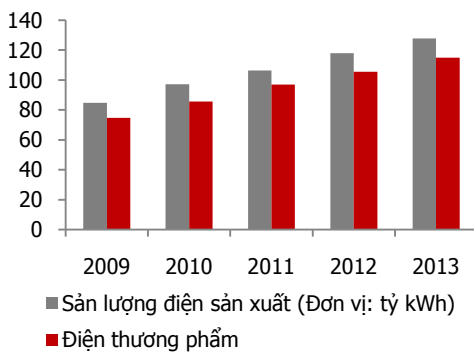
TỔNG QUAN NGÀNH ĐIỆN VIỆT NAM

Tốc độ tăng trưởng kinh tế và cầu điện năng



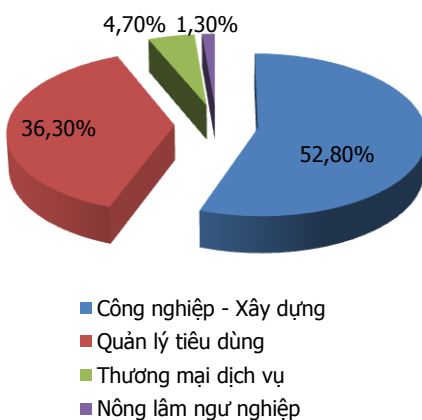
(Nguồn: EVN, Tổng cục thống kê)

Sản lượng điện sản xuất và tiêu thụ giai đoạn 2009-2013



(Nguồn: EVN)

Cơ cấu tiêu thụ điện năng 2013



(Nguồn: EVN)

Ngành điện được coi là một ngành then chốt, trọng điểm

Ngành năng lượng có vai trò quan trọng đối với tất cả các hoạt động sản xuất kinh doanh của nền kinh tế, trực tiếp ảnh hưởng đến an ninh năng lượng quốc gia, vì vậy luôn nhận được sự quan tâm lớn của Nhà nước. Cụ thể, hoạt động mua bán điện được Nhà nước quản lý thông qua Tổng công ty Điện lực Việt Nam (EVN).

Nhu cầu điện tăng cao:

Việt Nam luôn nằm trong Top những nước tiêu thụ năng lượng tương đối lớn so với khu vực và trên thế giới. Tăng trưởng kinh tế liên tục giúp cải thiện mức sống của người dân và cũng làm tăng nhu cầu sử dụng năng lượng. Theo dự báo nhu cầu điện của Quy hoạch Điện VII, tăng trưởng nhu cầu năng lượng của Việt Nam giai đoạn 2001-2020 là 8,1-8,7%, trong đó năm 2010 trên 100 tỷ kWh, năm 2020 là 330-362 tỷ kWh, năm 2030 là 695-834 tỷ kWh.

Cung điện

Ngành điện Việt Nam các năm qua đã có những bước phát triển vượt bậc. Cách đây 30 năm, cả nước chỉ có công suất khoảng 1.000 MW điện, đến nay, tổng công suất lắp đặt của cả nước đạt 30.473MW (công suất khả dụng 28.747MW), trong đó thủy điện chiếm 47,5%, nhiệt điện than chiếm 22,3%, tuabin khí chiếm 23,6%. Tổng điện thương phẩm đạt 115,06 tỷ kWh, tăng 9,1% so với năm 2012, cấp cho trên 20,6 triệu khách hàng sử dụng điện.

Để đáp ứng đủ nhu cầu điện năng, Chính phủ đã đề ra các mục tiêu cụ thể để phát triển ngành điện: tập trung xây dựng các nhà máy thủy điện (khoảng 21.000MW năm 2020) và phát triển nhà máy nhiệt điện sử dụng than (năm 2020 khoảng 20.000MW). Bên cạnh đó, đa dạng hóa nguồn sản xuất điện từ các nguồn mới (năng lượng tái tạo và điện nguyên tử).

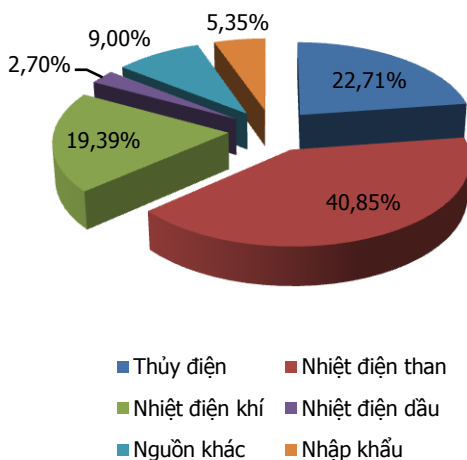
Năm 2014, EVN dự kiến sẽ đưa vào vận hành phát điện 5 tổ máy với tổng công suất 1.656 MW và khởi công 5 dự án xây dựng mới, giúp giảm bớt áp lực cho nguồn cung điện quốc gia và giảm căng thẳng điện trong mùa khô.

Tiềm năng thủy điện lớn

Theo thống kê, Việt Nam có hơn 3.450 hệ thống sông, suối lớn nhỏ, tiềm năng thủy điện khá lớn, với tổng công suất khoảng 35.000 MW và điện lượng khoảng 300 tỷ kWh/năm. Trong đó, miền Bắc chiếm khoảng 60%, miền Trung chiếm khoảng 27%, và miền Nam chiếm khoảng 13%. Với hệ thống các nhà máy lớn nhỏ trong cả nước hiện nay khoảng 1000 nhà máy, tổng dung tích hồ chứa lên gần 55 tỷ mét khối, trong đó khoảng 85% là thuộc EVN.

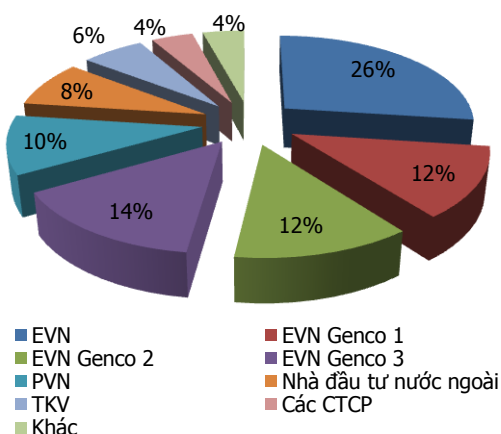
Điều kiện thời tiết, tự nhiên: Đặc trưng của thủy điện là phụ thuộc

Cơ cấu nguồn điện 2020



(Nguồn: Kế hoạch phát triển EVN)

Tỷ trọng cơ cấu nguồn điện từ các đơn vị



(Nguồn: Trung tâm điều độ hệ thống điện quốc gia)

Giá điện các năm tới vẫn trong chiều hướng gia tăng, năm 2014, giá bán điện bình quân năm dự kiến sẽ tăng lên 1.533,09 đồng/kWh, tăng thêm ít nhất 34 đồng/kWh. Theo khung giá được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt tại Quyết định 2165/2013/QĐ-TTg cho phép khung giá bán lẻ điện năm 2013-2015 tăng lên mức 1.835 đồng/kWh.

nhieu vào yếu tố tự nhiên (lượng nước và hồ chứa). Bước vào mùa khô, các yếu tố thời tiết, mực nước lại được quan tâm hơn, năm nay, thủy điện được đánh giá là có nhiều thuận lợi hơn khi lưu lượng nước về các hồ ở khu vực phía Bắc và phía Nam đều tăng so với năm ngoái.

Giảm tỷ trọng thủy điện trong tổng cung: Theo Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia giai đoạn 2011-2020, có xét tới năm 2030, Việt Nam vẫn sẽ tiếp tục phát triển các nguồn thủy điện nhưng theo cơ cấu giảm dần tỷ trọng trong tổng nguồn cung điện, từ 40% hiện nay xuống khoảng 36% và 25% vào các năm 2015 và 2020.

Độc quyền ngành điện: Mặc dù ngành điện đã có hơn 10 năm nghiên cứu và thực hiện thị trường phát điện cạnh tranh nhưng đến nay vẫn chưa có mô hình đúng theo nguyên tắc thị trường cạnh tranh: EVN vẫn là tập đoàn giữ vai trò chi phối khâu phát điện, với tỷ trọng hơn 60% tổng công suất phát điện toàn hệ thống, 90% khâu phân phối bán lẻ và độc quyền hoàn toàn trong các khâu truyền tải điện, chưa có đơn vị điều hành giao dịch thị trường điện lực. Việc độc quyền ngành điện của EVN gây ra nhiều bất cập trong chất lượng dịch vụ cung ứng điện của Việt Nam. Trong thời gian tới, Nhà nước ta có chủ trương xóa bỏ hoàn toàn độc quyền trong sản xuất và kinh doanh điện.

Theo Quyết định số 26/2006/QĐ – TTg về lộ trình xóa bỏ độc quyền trong ngành điện sẽ gồm 3 giai đoạn:

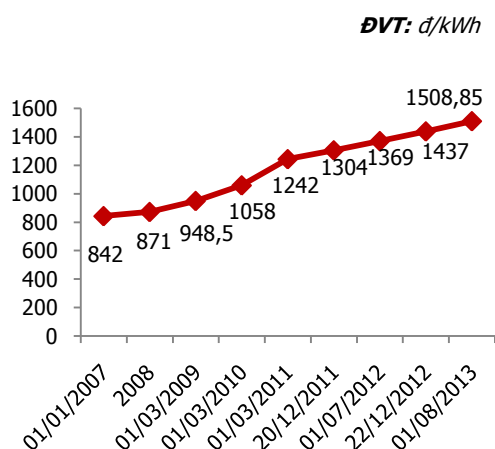
- Giai đoạn 2005 – 2014: Cho phép cạnh tranh trong lĩnh vực sản xuất điện, xu hướng này sẽ thay thế độc quyền.
- Giai đoạn 2015 – 2022: Cho phép cạnh tranh trong lĩnh vực bán buôn điện.
- Sau 2022: Cho phép cạnh tranh trong lĩnh vực bán lẻ điện, ngành điện vận động theo cơ chế thị trường.

Giá điện đang được điều chỉnh theo cơ chế thị trường: Từ năm 2011, cơ chế tính giá điện được điều chỉnh khi có các biến động của giá bán than cho điện, giá khí trung bình, giá dầu DO & FO, tỷ giá VND/USD.

Trong vòng 6 năm từ 2009-2013, giá điện bán lẻ đã tăng 7 lần liên tiếp, các năm 2009-2011, giá điện bình quân tăng trung bình mỗi năm 14,10%/năm. Từ năm 2011, khi Quyết định 24/2011/QĐ-TTg ngày 05/4/2011 về điều chỉnh giá bán điện theo cơ chế thị trường được ban hành, mỗi năm giá điện đều tăng khoảng 5%. Trong vòng 2 năm tới, giá điện sẽ được phép tăng thêm khoảng 10%/năm, và các năm tiếp theo sẽ còn tăng theo lộ trình tiệm cận thị trường cạnh tranh.

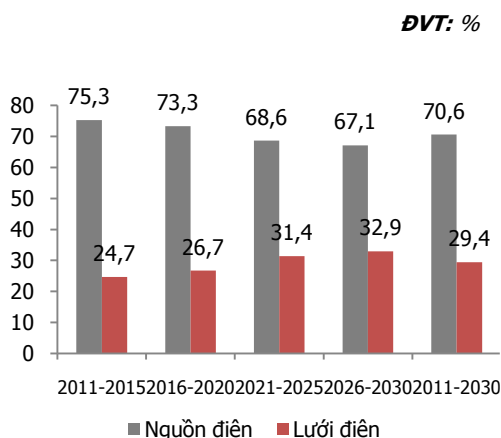
Tuy giá tăng liên tục nhiều năm nhưng so với các nước trên thế giới, giá điện tại Việt Nam vẫn được đánh giá là rẻ hơn. Việc so sánh này là lý do chính để EVN tăng giá điện, tuy nhiên nếu so với

Giá điện bình quân từ năm 2007 đến nay (chưa bao gồm VAT)



(Nguồn: Bộ Công thương)

Cơ cấu nguồn vốn phát triển điện lực theo Quy hoạch điện VII



(Nguồn: Viện Năng lượng)

thu nhập của người dân thì mức giá này không phải là rẻ.

Xây dựng thị trường điện cạnh tranh:

Các kết quả đạt được: Thị trường phát điện cạnh tranh được vận hành thí điểm từ tháng 7 năm 2012 với sự tham gia của 75 nhà máy điện (tổng công suất đặt là 23.867 MW). Trong đó, 32 nhà máy điện trực tiếp chào giá trên thị trường, với tổng công suất đặt là 9.312 MW chiếm khoảng 39% tổng công suất đặt.

Đến cuối năm 2013, có 48 nhà máy điện trực tiếp chào giá trên thị trường, với tổng công suất đặt là 11.947 MW, chiếm 44,4% tổng công suất đặt toàn hệ thống. So với thời điểm mới vận hành thị trường, số lượng nhà máy điện trực tiếp chào giá đã tăng thêm 16 nhà máy, tỷ lệ công suất đặt của các nhà máy trực tiếp chào giá tăng từ mức 39% lên 44,4% tổng công suất hệ thống.

Đã có nhiều tín hiệu tích cực nhưng vẫn khó hoàn thành thị trường điện cạnh tranh đúng kế hoạch vào năm 2022: Sau hơn một năm vận hành thực hiện phát điện cạnh tranh (chính thức khởi động từ 01/07/2012) nhìn chung đã có được một số kết quả đáng khích lệ. Tuy nhiên, để đến năm 2022 Việt Nam có thể có thị trường điện hoàn chỉnh đúng như kế hoạch theo chúng tôi là rất khó hoàn thành, ngành điện vẫn còn nhiều vấn đề còn tồn tại như cơ sở hạ tầng, trang thiết bị, cơ cấu tổ chức ngành...

Ngành điện luôn thiếu vốn: Theo Quy hoạch điện VII trong đó đề ra chỉ tiêu đến năm 2020, mỗi năm đưa vào vận hành 5.000 MW mới, xây dựng nhiều công trình trạm, đường dây với tổng vốn đầu tư tới năm 2020 là khoảng 5 tỉ đô la Mỹ/năm, từ năm 2020 đến 2030 là khoảng 60 tỉ đô la Mỹ. Vì vậy nguồn vốn cần để đầu tư là rất lớn, việc thiếu vốn sẽ ảnh hưởng tới tiến độ các dự án.

Hiện nay, tiềm năng cho nhà đầu tư nước ngoài về ngành điện là khá rõ khi giá điện đang được tăng dần để thu hút nhà đầu tư, Tuy nhiên, thách thức cũng không ít khi vấn đề đầu ra luôn là bài toán khó giải. Mặc dù mô hình thị trường phát điện cạnh tranh đã được khởi động, nhưng đến nay, EVN vẫn nắm giữ quyền lực chính trong ngành, dẫn tới tình trạng khống chế giá mua và bán điện. Vì vậy, vận hành thị trường phát điện cạnh tranh và tái cơ cấu hoạt động được xem là những nhiệm vụ lớn của ngành điện trong thời gian tới.

Năm	2005	2010	2015	2020	2025
Tổng lượng điện (MW)	11.286	25.857-27.000	60.000-70.000	112.000	181.000
Tỷ lệ thủy điện	36,5%	38-40%	28-33%	22%	17%
Thủy điện	4.198	10.211	19.874	24.148	30.548

(Nguồn: EVN)

Chỉ tiêu tài chính năm 2013 của một số công ty trong ngành thủy điện:

	Đơn vị	MW	triệu kWh	Tỷ VND				
Mã	Tên công ty	CSTK	Sản lượng	VĐL	VCSH	TTS	DTT	LNST
SHP	CTCP Thủy điện Miền Nam	122,5	550	937	1.081	2.926	194	104
CHP	CTCP TĐ Miền Trung	170	607	1.200	1.254	3.409	528	126
TMP	CTCP TĐ Thác Mơ	150	610	700	937	1.421	497	161
TBC	CTCP TĐ Thác Bà	120	400	635	908	938	299	150
SJD	CTCP TĐ Cần Đơn	77,6	321	410	812	1.131	310	148
VSH	CTCP TĐ Vĩnh Sơn Sông Hinh	66	310	2.062	2.610	3.665	284	197
SBA	CTCP TĐ Sông Ba	73	292	605	682	1.521	222	67

Nguồn: BCTC 2013 các Công ty

Phân tích SWOT Ngành Điện Việt Nam

Điểm mạnh:

- Ngành Điện là một trong số những ngành trọng điểm quốc gia, luôn nhận được sự quan tâm của không chỉ Nhà nước mà còn của chính những người tiêu dùng. Hoạt động của ngành được ưu đãi về thuế và chính sách nên ít chịu rủi ro.
- Điều kiện tự nhiên của Việt Nam có nhiều ưu đãi để phát triển thủy điện.

Điểm yếu:

- Độc quyền và sự quản lý chéo là một trong những nguyên nhân chính kìm hãm sự phát triển của ngành. Các công ty sản xuất điện không được bán điện trực tiếp đến người tiêu dùng mà phải thông qua EVN. Theo đó, EVN vừa đóng vai trò là người điều hành, vừa là tổ chức kinh doanh.
- Vốn đầu tư vào ngành còn hạn chế, trình độ nguồn nhân lực và công nghệ chưa đáp ứng được nhu cầu của ngành.
- Kinh doanh trong ngành đòi hỏi vốn đầu tư lớn và thời gian thu hồi vốn dài.
- Sản xuất điện phần lớn vẫn phụ thuộc nhiều vào điều kiện khí hậu.
- Chất lượng hệ thống cơ sở hạ tầng còn thấp, đòi hỏi nguồn đầu tư lớn để cải thiện nhằm giảm tiêu hao điện năng trong quá trình truyền phát.

Cơ hội:

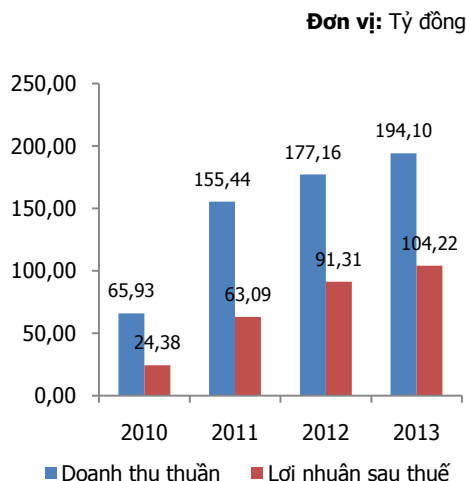
- Cầu điện luôn vượt quá cung trong khi sự cạnh tranh trong ngành điện còn yếu.
- Sự hồi phục của nền kinh tế sẽ mang lại những tác động tích cực cho các doanh nghiệp trong ngành.
- Các doanh nghiệp tư nhân đang có cơ hội lớn tham gia vào ngành điện cũng như các dự án năng lượng sạch được chính phủ khuyến khích.

Thách thức:

- Các nguồn nguyên liệu đầu vào chính cho sản xuất điện hiện nay như: than, khí, dầu ngày càng khan hiếm. Đặc biệt trong thời gian tới, nguồn than trong nước được dự báo là không đủ đáp ứng cho sản xuất điện và sẽ bắt đầu phải nhập khẩu từ năm 2015.
- Những hậu quả của biến đổi khí hậu phần nào ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành.
- Ngành điện vẫn chưa thu hút được sự đầu tư lớn từ các doanh nghiệp ngoài ngành cũng như từ khu vực nước ngoài.
- Quá trình tái cơ cấu EVN vẫn đang là một nút thắt cho tính cạnh tranh của ngành điện Việt Nam.

ĐÁNH GIÁ HOẠT ĐỘNG CỦA SHP

Tăng trưởng Doanh thu, Lợi nhuận sau thuế



Nguồn: SHP

Thông số cơ bản của các nhà máy

Thông số	Đasiat	Đa dâng 2	Đam'bri
Công suất thiết kế (MW)	13,5	34	75
Lượng mưa trung bình (mm)	2.564	1.900	2.636
Diện tích lưu vực (Km ²)	117	1.170	215
Mức nước dâng bình thường (m)	558,5	810	614
Mức nước chết (m)	556,5	809	590
Dung tích hữu ích (10 ⁶ .m ³)	0,150	0,345	45,9
Lưu lượng phát điện lớn nhất (m ³ /s)	6,46	45,4	22,5
Lưu lượng đảm bảo (m ³ /s)	1,50	5,45	5,40

Nguồn: SHP

Hoạt động sản xuất kinh doanh

Chỉ tiêu	Kế hoạch 2013	Thực hiện 2013	TH/KH 2013
Tổng sản lượng điện (MWh)	257.500.000	261.818.260	101,68%
Doanh thu thuần (VND)	188.950.000.000	194.095.070.219	102,72%
Lợi nhuận trước thuế (VND)	53.467.011.418	104.376.137.795	195,22%
Lợi nhuận sau thuế (VND)	51.842.011.418	104.218.011.499	201,03%

(Nguồn: SHP)

SHP quản lý vận hành 3 nhà máy thủy điện vừa và nhỏ trên khu vực phụ lưu sông Đồng Nai, thuộc địa bàn tỉnh Lâm Đồng. Doanh thu đến từ việc bán điện thương phẩm cho EVN với hợp đồng ký hàng năm.

- **Nhà máy thủy điện Đasiat:** Công trình Thủy điện Đa Siat được xây dựng trên dòng chính suối Đa Siat, một nhánh bờ trái sông Đồng Nai, Cửa suối Đa Siat ở hạ lưu công trình thủy điện Đồng Nai 3 & 4 và thượng lưu công trình thủy điện Đồng Nai 5, địa điểm dự án tại thôn 3 xã Lộc Bảo, huyện Bảo Lâm, tỉnh Lâm Đồng, cách thị xã Bảo Lộc 70km theo đường bộ.

Thủy điện ĐaSiat được khởi công xây dựng từ tháng 6 năm 2005 có công suất lắp đặt 13,5MW với 2 tổ máy (2x6,75MW), suất đầu tư 25,1 tỷ đồng/MW. Sản lượng điện khoảng 60 triệu kWh/năm. Nhà máy bán điện thông qua đường dây 22kV 2 mạch dài 22km được đấu vào thanh cái 22kV tại trạm 110/22KV Đắk Nông.

- **Nhà máy thủy điện Đa dâng 2:** Thủy điện Đa Dâng 2 được xây dựng trên sông Đa Dâng, một nhánh của sông Đồng Nai có đập dâng đặt tại vị trí cách cửa sông khoảng 4 km theo đường sông. Kênh dẫn nước đến nhà máy thủy điện đặt ở bờ trái sông Đa Dâng, nhà máy đặt tại khu vực ngã ba cửa sông Đa Dâng đổ vào sông Đồng Nai.

Đầu mỗi công trình thuộc xã Tân Văn huyện Lâm Hà và xã Tân Thành huyện Đức Trọng, cách thị trấn Liên Nghĩa huyện Đức Trọng khoảng 21 km theo đường quốc lộ, cách thành phố Đà Lạt khoảng 50km về phía Tây Nam.

Thủy điện Đa Dâng 2 được khởi công xây dựng từ đầu năm 2008, có công suất lắp máy 34 MW với 2 tổ máy (2x17MW), suất đầu tư 14,7 tỷ đồng/MW, đầu nối bán điện qua đường dây 110kV mạch kép dài 7,7km, sản lượng điện 152 triệu Kwh/năm.

- **Nhà máy thủy điện Đa M'Bri:** Nhà máy Thủy điện Đa M'Bri

được xây dựng trên dòng chính suối Đa M'بری nằm trên địa bàn xã Lộc Tân - huyện Bảo Lâm, xã Phước Lộc - huyện Đa Huoai và xã Triệu Hải - huyện Đa Tềh tỉnh Lâm Đồng.

Thủy điện Đa M'بری đầu nối vào lưới điện Quốc gia bằng đường dây mạch kép 110kV, công suất 75 MW suất đầu tư 29,1 tỷ đồng/MW với sản lượng 338 triệu Kwh/năm.

Năm 2013: Lợi nhuận và doanh thu tiếp tục tăng.

Doanh thu năm 2013 của SHP đạt 194 tỷ tăng 9,56% so với năm 2012 (177 tỷ). Lợi nhuận sau thuế đạt 104,2 tỷ trong năm 2013, tăng 14,13% so với năm 2012 (91,3 tỷ).

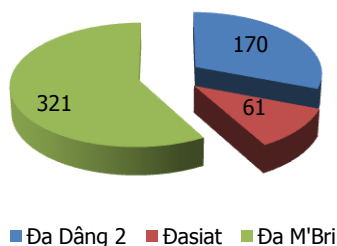
Nguyên nhân:

- Điều kiện thủy văn thuận lợi, lượng nước mưa nhiều khiến sản lượng khai thác của SHP tăng 10% so với năm 2012, đặc biệt, sản lượng của nhà máy Đa Dâng 2 đã tăng 14,19%.
- Giá bán điện của nhà máy Đa Dâng 2 giảm nhẹ (0,01%) nhưng giá bán điện của nhà máy Đasiat tăng 7% giúp SHP tăng doanh thu.

Năm 2014, nhà máy thủy điện Đa M'بری đã chính thức đi vào hoạt động sẽ giúp SHP tăng đáng kể nguồn thu.

Cơ cấu sản lượng dự kiến năm 2014

Đơn vị: triệu kWh



(Nguồn: SHP)

Doanh thu tăng nhờ sản lượng lớn từ Đa M'بری: Nhà máy Đa M'بری có công suất lớn nhất trong 3 nhà máy thủy điện của SHP. Tổ máy số 1 đã đi vào hoạt động từ cuối tháng 12/2013. Tổ máy số 2 cũng đã hòa lưới điện quốc gia vào ngày 20/5/2014. Nhà máy lớn nhất chính thức vận hành sẽ đóng góp khoảng 321 triệu kWh điện năm 2014. Với giá bán điện 996,48 đồng/kWh, nhà máy thủy điện Đa M'بری dự kiến mang lại xấp xỉ 319 tỷ đồng, chiếm khoảng 64% tổng doanh thu năm 2014 (kế hoạch doanh thu 2014 là 497,9 tỷ đồng).

SHP đặt kế hoạch lợi nhuận thận trọng do khấu hao nhà máy mới. Cùng với việc hoàn thành và vận hành nhà máy Đa M'بری, biên lợi nhuận của SHP dự kiến sẽ giảm do chi phí khấu hao tăng từ 48 tỷ lên 158 tỷ do nhà máy Đa M'بری đã đi vào hoạt động và bắt đầu tính khấu hao từ năm 2014. Số tăng thêm 110 tỷ là số khấu hao của nhà máy Đa M'بری trong năm 2014, các năm tiếp theo khấu hao của Đa M'بری là 125 tỷ đồng (có sự chênh lệch này là do trong gần 5 tháng đầu năm 2014, Đa M'بری chỉ vận hành tổ máy số 1). Lợi nhuận sau thuế năm 2014 do đó cũng được SHP đặt kế hoạch thận trọng 78 tỷ đồng (bằng 75% so với lợi nhuận thực hiện được năm 2013).

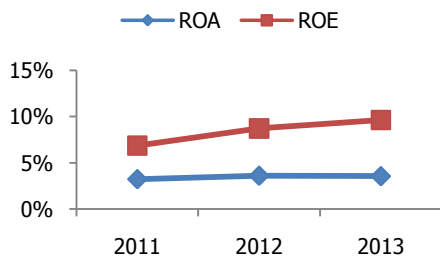
Vị trí trong ngành tăng: Với việc nhà máy Đa M'بری đi vào hoạt động, quy mô của SHP đã thay đổi từ 1 nhà máy thủy điện nhỏ sang quy mô cỡ trung bình của ngành với công suất đứng thứ 28/58 công ty thủy điện tham gia thị trường cạnh tranh.

Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm rất khả quan, kỳ vọng vượt chỉ tiêu. Đặt kế hoạch thận trọng, nhưng kết quả thu được sau 6 tháng đầu năm 2014 cho phép SHP kỳ vọng về 1 năm vượt

chỉ tiêu. Cụ thể, Doanh thu thuần đạt 200 tỷ đồng (+159% so với cùng kỳ năm 2013), Lợi nhuận sau thuế đạt gần 60 tỷ đồng (+56% so với cùng kỳ năm trước) và SHP đã hoàn thành tới hơn 76% kế hoạch lợi nhuận năm 2014.

Phân tích tài chính

Tăng trưởng ROA, ROE



(Nguồn: BCTC của SHP)

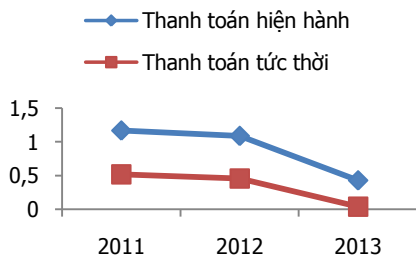
▪ Hiệu quả kinh doanh:

Chỉ tiêu lợi nhuận sau thuế/doanh thu thuần (ROE) của Công ty đều tăng trong giai đoạn 2011 – 2013, chỉ số này tăng từ 6,89% năm 2011 lên đến 9,64% năm 2013. Chỉ số này tăng do giai đoạn 2011 – 2013, các hoạt động của nhà máy Đasiat và Đadâng 2 đã đi vào hoạt động một cách ổn định. Dự kiến sau khi nhà máy Đam’bri đi vào phát điện một cách ổn định cũng sẽ giúp Công ty gia tăng được lợi nhuận.

Sự vận hành của nhà máy thủy điện Đa M’bri chắc chắn sẽ giúp SHP tăng mạnh doanh thu. Tuy nhiên, khấu hao nhà máy mới cũng sẽ làm lợi nhuận giảm trước mắt. Về dài hạn, nhà máy Đa M’bri với công suất lớn nhất sẽ giúp Công ty có triển vọng lạc quan.

Khả năng thanh khoản ngắn hạn

Đơn vị: lần



(Nguồn: BCTC của SHP)

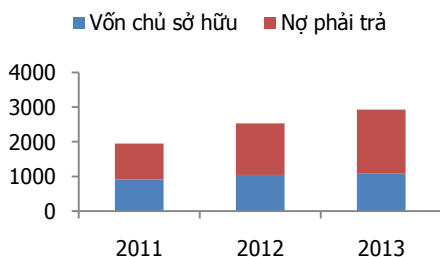
▪ Sức khỏe tài chính:

Trong năm 2013, hệ số nợ của Công ty tăng lên khá nhanh, Công ty vẫn áp dụng chính sách chiếm dụng vốn từ nguồn vay nợ, tuy nhiên, tình hình tài chính của Công ty không vì thế mà bị đánh giá thấp. Các chỉ tiêu thanh toán sẽ mang lại cái nhìn chính xác hơn về tình hình tài chính của SHP.

Trong các năm gần đây, các hệ số về khả năng thanh toán của doanh nghiệp đều ở mức 1,09 đến 1,1 lần, thể hiện tình hình tài chính lành mạnh của Công ty. Trong năm 2013, các hệ số thanh toán giảm đáng kể, nguyên nhân do Công ty tập trung xây dựng công trình thủy điện Đa M’bri, khoản phải trả tăng đồng thời tài sản lưu động giảm do phải xuất chi cho công trình. Đây chỉ là yếu tố mang tính tạm thời, khi công trình đi vào hoạt động các chỉ tiêu này chắc chắn sẽ được cải thiện.

Cơ cấu nguồn vốn

Đơn vị: Tỷ đồng



(Nguồn: BCTC của SHP)

Rủi ro khi đầu tư vào Công ty

▪ Rủi ro chính sách

Trong từng thời kỳ các chính sách của Nhà nước, địa phương sẽ có những thay đổi hoặc triển khai các chế độ chính sách khác nhau đều ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty. Khả năng phát triển của Công ty còn bị chi phối và chịu sự ảnh hưởng bởi định hướng phát triển của chiến lược phát triển điện, xây dựng công trình thủy điện và nhu cầu tiêu thụ điện của đất nước qua từng thời kỳ.

▪ Rủi ro thời tiết

Đối với các Công ty thủy điện, diễn biến thời tiết ảnh hưởng rất lớn đến hoạt động của Công ty. Việt Nam nằm ở khu vực địa lý nhiệt đới gió mùa ẩm, lượng mưa hàng năm lớn, thuận lợi để phát triển thủy điện. Tuy nhiên, trước sự biến đổi khí hậu, công việc dự báo thời tiết

và đánh giá nguồn nước của các hồ thủy điện rở nên khó khăn hơn, thời điểm hạn hán kéo dài, hoạt động sản xuất của công ty sẽ bị ảnh hưởng.

▪ **Rủi ro độc quyền**

Cũng giống như các Công ty kinh doanh điện khác trong ngành, Công ty CP Thủy điện Miền Nam cũng chịu sự ràng buộc của Tập đoàn điện lực Việt Nam (EVN). Với các chức năng sản xuất, truyền tải và phân phối điện, hầu như EVN có vị thế độc quyền hoàn toàn trong ngành, do đó có rất nhiều những bất cập trong việc phát triển nguồn cung điện như:

Chưa có cơ chế giá bán điện cho từng loại nhà máy dẫn đến việc đàm phán, ký kết các hợp đồng mua bán điện từ các nguồn điện mới ngoài EVN có khó khăn, qua nhiều khâu và thường kéo dài;

Giá bán điện chịu phụ thuộc vào kết quả đàm phán giá điện với EVN, do đó xuất hiện nguy cơ giá EVN đề xuất thấp hơn mức mong đợi;

Việc độc quyền của EVN gây cản trở việc thu hút nguồn đầu tư tư nhân, đầu tư trực tiếp từ nước ngoài, do đó, gây cản trở rất lớn cho việc phát triển ngành điện, vốn là ngành có chi phí đầu tư rất lớn.

Định giá

MSBS sử dụng 2 phương pháp định giá cổ phiếu SHP như sau:

- **Phương pháp dòng tiền:** Với đặc trưng là doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh điện, dòng tiền luân chuyển liên tục đều đặn hàng năm. Do đó, phương pháp chiết khấu dòng tiền rất thích hợp đối với SHP.

➤ Các giả định sử dụng:

- 2 nhà máy Đasiat và Đa dân đã đạt công suất phát điện ổn định, nhà máy Đa M'Bri phát 95% công suất năm 2014 và tăng lên 100% công suất vào năm sau. Sản lượng điện năm ổn định xoay quanh mức công suất thiết kế của 3 nhà máy.
- Không tính đến các yếu tố đầu tư nhà máy mới, nếu có thực hiện trong các năm sau. Định giá này dựa trên hoạt động ổn định của 3 nhà máy hiện tại mà SHP đã cơ bản hoàn thành đầu tư.
- Giá điện đảm bảo tỷ suất lợi nhuận gộp của SHP được duy trì như hiện tại. Định giá này không tính đến khả năng tăng giá điện khiến tỷ suất lợi nhuận thay đổi. Giá định này được xem xét trong điều kiện Đề án điện cạnh tranh cho phép tự do bán buôn và bán lẻ điện chưa đi vào thực thi làm thay đổi giá bán điện trên thị trường.
- Hệ số chiết khấu (required return of equity capital) là 13%
- Định giá dòng tiền FCFE: Giá trị/cổ phần là 10.850 đồng/cp

- **Phương pháp so sánh thị trường:** MSBS sử dụng 02 thông số so sánh là P/E và P/B trên cơ sở P/E và P/B trung bình của Ngành Thủy điện mà MSBS thu thập (những Công ty Thủy điện niêm yết) để đánh giá giá trị cổ phiếu có tính đến yếu tố thị trường.

Mã CP	Sàn	EPS	P/E	Giá cp (11/7/2014)
VSH	HSX	967	14.58	15.600
DRL	HSX	3,396	9.13	29.600
HJS	HNX	1,392	6.54	10.600
NLC	HNX	3,249	7.08	33.800
SJD	HSX	4,118	4.61	24.900
TBC	HSX	2,370	8.14	21.200
TMP	HSX	2,234	8.59	22.000
P/E bình quân:				12,39

Mã CP	Sàn	BV	P/B	Giá cp (11/7/2014)
VSH	HSX	12,653	1.11	15.600
DRL	HSX	11,659	2.66	29.600
HJS	HNX	12,300	0.74	10.600
NLC	HNX	24,422	0.94	33.800
SJD	HSX	19,810	0.96	24.900
TBC	HSX	14,306	1.35	21.200
TMP	HSX	13,388	1.43	22.000
P/B bình quân:				1,36

- **Kết quả định giá Cổ phiếu SHP:**

Phương pháp áp dụng	Giá định giá	Trọng số
P/E	13.775	1/3
P/B	15.713	1/3
FCFE	10.850	1/3
GIÁ TRỊ CỔ PHIẾU (VND/cổ phần)		13.446

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013
Doanh thu	65.934.194.994	155.442.150.039	177.160.181.167	194.095.070.219
Các khoản giảm trừ doanh thu	-	-	-	-
Doanh thu thuần	65.934.194.994	155.442.150.039	177.160.181.167	194.095.070.219
Giá vốn hàng bán	32.542.129.303	65.352.977.238	66.350.561.343	71.781.996.046
Lợi nhuận gộp	33.392.065.691	90.089.172.801	110.809.619.824	122.313.074.173
Doanh thu tài chính	19.663.224.826	7.840.770.544	13.660.904.777	6.441.416.917
Chi phí tài chính	17.893.260.952	22.198.432.895	17.648.940.444	11.045.801.598
Chi phí bán hàng	-	-	-	-
Chi phí quản lý doanh nghiệp	5.564.977.368	10.627.087.411	13.540.899.587	14404815968
Lợi nhuận thuần	29.597.052.197	65.104.423.039	93.280.684.570	103.303.873.524
Thu nhập khác	7.824.137	452.322.185	1.976.119.153	1.075.402.001
Chi phí khác	414.506.182	438.000.000	5.243.800	3.137.730
Lợi nhuận khác	(406.682.045)	14.322.185	1.970.875.353	1.072.264.271
Lợi nhuận trước thuế	29.190.370.152	65.118.745.224	95.251.559.923	104.376.137.795
Chi phí thuế TNDN hiện hành	4.814.135.695	2.027.259.820	3.939.843.998	158.126.296
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	24.376.234.457	63.091.485.404	91.311.715.925	104.218.011.499
Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013
Tài sản ngắn hạn	272.508.661.094	326.043.804.475	432.882.274.240	252.950.023.409
Tiền và tương đương tiền	114.739.008.022	144.882.241.653	182.894.255.652	23.466.189.713
Đầu tư tài chính ngắn hạn	28.821.364.689	3.821.364.689	3.821.364.689	3.821.364.689
Phải thu ngắn hạn	108.253.395.395	138.688.492.192	197.754.554.586	217.499.628.662
Hàng tồn kho	200.201.790	519.347.384	563.411.139	1.204.273.069
Tài sản ngắn hạn khác	20.494.691.198	38.132.358.557	47.848.688.174	6.958.567.276
Tài sản dài hạn	1.163.232.970.540	1.619.949.445.064	2.099.642.978.393	2.673.604.567.210
Tài sản cố định	1.162.632.824.476	1.618.520.112.334	2.098.647.250.721	2.672.453.740.816
Tài sản dài hạn khác	600.146.064	1.429.332.730	995.727.672	1.150.826.394
Tổng tài sản	1.435.741.631.634	1.945.993.249.539	2.532.525.252.633	2.926.554.590.619
Nợ phải trả	641.209.071.943	1.029.691.419.367	1.486.691.128.750	1.845.752.063.874
Nợ ngắn hạn	171.984.126.943	278.512.767.971	397.060.431.577	591.505.261.327
Nợ dài hạn	469.224.945.000	751.178.651.396	1.089.630.697.173	1.254.246.802.547
Vốn chủ sở hữu	794.532.559.691	916.301.830.172	1.045.834.123.883	1.080.802.526.745
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	770.113.440.000	853.113.440.000	937.102.000.000	937.102.000.000
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	24.419.119.691	63.188.390.172	108.732.123.883	143.700.526.745
Tổng nguồn vốn	1.435.741.631.634	1.945.993.249.539	2.532.525.252.633	2.926.554.590.619

CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN:

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013
Cơ cấu vốn				
Nợ/Vốn CSH	80,70%	1,12	1,42	1,71
Nợ/TTS	44,66%	0,53	0,59	0,63
Nợ NH/Tổng nợ	26,82%	0,27	0,27	0,32
Khả năng thanh toán				
Thanh toán hiện hành		1,17	1,09	0,43
Thanh toán nhanh		1,17	1,09	0,43
Thanh toán tức thời		0,52	0,46	0,04
Khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp/DTT (GPM)		57,96%	62,55%	63,02%
Tỷ suất LNST/DT thuần (NPM)		40,59%	51,54%	53,69%
Lợi nhuận sau thuế/tổng tài sản (ROA)		3,24%	3,61%	3,56%
Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu (ROE)		6,89%	8,73%	9,64%
Khả năng hoạt động				
Vòng quay khoản phải thu		3,51	5,44	5,36
Vòng quay khoản phải trả		0,19	0,14	0,12
Vòng quay hàng tồn kho		181,65	122,56	81,22
Số ngày khoản phải thu		326	407	409
Số ngày khoản phải trả		506	505	539
Số ngày hàng tồn kho		2,9	3,1	6,1

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MARITIME BANK

Trụ sở chính:

Tầng 1&3 Tòa nhà Sky City, số 88 Láng Hạ, Q.Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (04) 37765929 - Fax: (04) 37765928

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, số 115 Trần Hưng Đạo, Q.Hoàn Kiếm, Hà Nội

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 7, Maritime Bank Tower, 180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (08) 3521 4299 - Fax: (08) 3914 1969

Website: www.msbs.com.vn

Facebook: <https://www.facebook.com/MaritimeBankSecurities>

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU

Nguyễn Mai Phương – Head of Research

Email: phuongnm@msbs.com.vn

TS Lê Đức Khánh – Head of Trading Strategy/Chief Economist

Email: khanhld@msbs.com.vn

Đặng Trần Hải Đăng – Head of Equity Research

Email: dangdth@msbs.com.vn

Trịnh Thị Hồng – Analyst

Email: hongtt@msbs.com.vn

Chu Hoàng Nam – Analyst

Email: namch@msbs.com.vn

Hoàng Thị Hà Phương – Analyst

Email: phuonghth@msbs.com.vn

Khuyến cáo: Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính MSBS ("Công ty"), MSBS không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của MSBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo, MSBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin.

MSBS có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh, MSBS có thể giao dịch cho chính Công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Nhân viên của MSBS có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát, không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của MSBS. Khi sử dụng các nội dung đã được MSBS chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.