

CÔNG TY CỔ PHẦN THỦY ĐIỆN MIỀN NAM (SHP)

Ngày 4 tháng 8, 2014

BÁO CÁO NHANH



Giá hiện tại (04/08/2014):	14.200 đồng		
Giá mục tiêu:	14.100 đồng		
Mã Bloomberg: SHP VN	Sàn niêm yết: HSX		
Ngành:	Năng lượng		
Số cổ phiếu đang lưu hành	93,700,000		
Vốn hóa thị trường	1.303 tỷ đồng		
Sở hữu nước ngoài (%)	0,05%		
Năm	Cổ tức (%)	EPS (đồng)	
2014 (kế hoạch)	8%	832	
2013	8%	1.122	
2012	7%	1.033	
2011	5%	740	
Chỉ số	SHP	Cùng ngành	VNIndex
P/E	9,13	8,8	14,0
P/B	1,1	1,4	2,0
ROE	9,8%	17,1%	14,6%
ROA	3,8%	11,7%	2,9%

Công ty cổ phần Thủy điện miền Nam được thành lập vào năm 2004 và sau đó được niêm yết trên sàn Upcom từ năm 2010. Ngày 21/7/2014, Công ty chính thức chuyển sang niêm yết tại sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX).

Lĩnh vực hoạt động của SHP là sản xuất và bán điện năng cho Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN). Với việc hoàn thành nhà máy thứ ba Đa M'brì trong năm nay, SHP ước đạt sản lượng 550 triệu kWh mỗi năm và trở thành một công ty phát điện ngày càng tăng trưởng trong ngành.

- ❖ **SHP chính thức chuyển sang niêm yết trên sàn HSX.** Ngày 21/7/2014, Công ty cổ phần Thủy điện miền Nam (SHP) đã chính thức chuyển niêm yết toàn bộ cổ phiếu sang sàn HSX với giá ban đầu là 12.800 đồng/cp.
- ❖ **Sabeco đang tìm kiếm đối tác để chuyển nhượng cổ phần tại SHP.** Hiện tại, hai cổ đông lớn nhất của SHP là Tổng Công ty Điện lực miền Nam với tổng sở hữu 48,9% và CTCP Bia-Rượu-Nước giải khát Sài Gòn (Sabeco) với 20,2%. Sabeco có dự định sẽ thoái vốn khỏi SHP. Việc toàn bộ số cổ phiếu của SHP chuyển sang niêm yết trên sàn HSX đã cho phép SHP thu hút được thêm nhiều nhà đầu tư tiềm năng.
- ❖ **Công suất khá cao với ba nhà máy thủy điện.** SHP hoạt động trong lĩnh vực phát và bán điện cho Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN). SHP là một trong những công ty khá lớn của ngành trên phương diện công suất và sản lượng. Công ty hiện đang điều hành ba nhà máy thủy điện Đa Siat, Đa Dâng 2 và Đa M'brì với tổng công suất thiết kế 122,5 MW và sản lượng hàng năm đạt 550 triệu kWh.
- ❖ **Tăng trưởng mạnh mẽ.** Trong nửa đầu năm 2014, SHP đã ghi nhận doanh thu 200 tỷ đồng (9,4 triệu đô) và LNST 61 tỷ đồng (2,9 triệu đô), tăng lần lượt 159% và 59% so với cùng kỳ năm 2013. Sự tăng trưởng này có được là nhờ vào việc nhà máy Đa M'brì đi vào hoạt động, thúc đẩy sản lượng sản xuất của SHP. Trong năm 2014, SHP lên kế hoạch doanh thu 498 tỷ đồng (23,7 triệu đô) và LSNT đạt 78 tỷ đồng (3,7 triệu đô). Tuy nhiên, VPBS cho rằng LNST theo kế hoạch của SHP khá thận trọng và chúng tôi ước tính mức LNST có thể đạt 126 tỷ đồng (6 triệu đô), tương ứng với lãi cơ bản trên cổ phiếu là 1.346 đồng/cp, tăng 21% so với năm 2013.
- ❖ **Giá cổ phiếu SHP tăng mạnh.** Giá cổ phiếu của SHP đã đáng kể từ đầu năm 2013 với mức 6.400 đồng/cp lên 10.000 đồng /cp vào ngày 31/12/2013. Sau ngày niêm yết đầu tiên trên sàn HSX, giá cổ phiếu của SHP đã tăng lên 7,8% (13,800 đồng) với tổng khối lượng giao dịch đạt 507.680 cổ phiếu.
- ❖ **Giá mục tiêu gần bằng với giá thị trường.** Chúng tôi đưa ra những chỉ số P/E và P/B tương đối của những công ty thủy điện trong nước nhằm xác định giá trị tương đối của cổ phiếu SHP. Dựa theo hai phương pháp này, chúng tôi có được mức giá mục tiêu là 14.100 đồng/cp, gần bằng với giá hiện tại. Chúng tôi nhận định SHP mức giá hiện tại của SHP là hợp lý.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo này

PHỤ LỤC

TỔNG QUAN NGÀNH THỦY ĐIỆN	3
CÔNG TY CỔ PHẦN THỦY ĐIỆN MIỀN NAM – ĐƠN VỊ ĐANG PHÁT TRIỂN CỦA NGÀNH THỦY ĐIỆN.....	4
Cơ cấu tổ chức và cổ đông.....	4
Ba nhà máy thủy điện của SHP.....	5
SHP – Một trong 4 công ty thủy điện niêm yết lớn nhất.....	6
TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH.....	8
Doanh thu tăng trưởng nhờ sản lượng gia tăng.....	8
Biên lợi nhuận giảm do chi phí khấu hao và chi phí lãi vay.	8
Cơ cấu vốn.....	9
Chỉ số thanh khoản đang được cải thiện dần.....	10
ĐỊNH GIÁ.....	12

TỔNG QUAN NGÀNH THỦY ĐIỆN

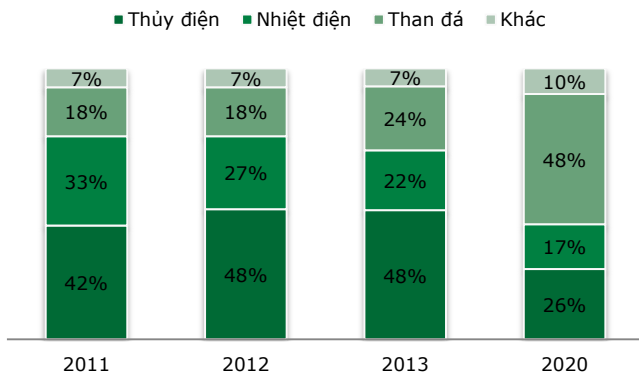
Thủy điện là một dạng năng lượng có thể tái tạo, sử dụng sức nước để làm quay tua bin nước và tạo ra điện. Năng lượng thủy điện không chỉ phụ thuộc vào khối lượng nước mà còn bị ảnh hưởng bởi vị trí của thượng nguồn và hạ nguồn của dòng chảy.

Lợi thế lớn nhất của việc khai thác thủy điện so với các nguồn năng lượng khác là không tốn chi phí nhiên liệu, từ đó giúp giảm chi phí sản xuất cũng như giá bán điện. Hơn nữa, thời gian khởi động của các nhà máy thủy điện chỉ trong vài phút, thấp hơn nhiều so với những nhà máy nhiệt điện.

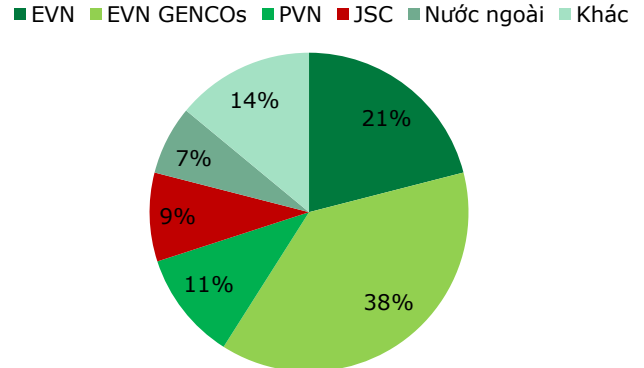
Thủy điện hiện là nguồn năng lượng chủ yếu ở Việt Nam, nhưng sẽ giảm dần trong tương lai dài hạn.

Trong những năm gần đây, thủy điện đã đóng góp lớn nhất trong tổng sản lượng điện toàn quốc. Năm 2013, tổng công suất đặt của các nhà máy thủy điện ở Việt Nam đạt gần 14.475 MW (chiếm 48% tổng công suất đặt cả nước) với sản lượng tiêu thụ khoảng 53,9 tỷ kWh, chiếm 40% tổng sản lượng tiêu thụ điện trong năm. Đến năm 2015, EVN dự định đưa vào hoạt động thêm chín dự án thủy điện mới với tổng công suất xấp xỉ 4.946 MW. Trong bối cảnh năng lực sản xuất điện từ nguồn thủy điện đang suy giảm, Quy hoạch phát triển điện VII đã đặt kế hoạch giảm tỷ trọng của thủy điện về mức 26% trong năm 2020, tương đương với công suất đặt 19.125 MW.

Cơ cấu công suất điện theo nguồn phát (%)



Cơ cấu công suất thủy điện (%)



Nguồn: EVN, Vietnamplus

CÔNG TY CỔ PHẦN THỦY ĐIỆN MIỀN NAM – ĐƠN VỊ ĐANG PHÁT TRIỂN CỦA NGÀNH THỦY ĐIỆN.

Công ty cổ phần thủy điện Miền Nam được thành lập từ năm 2004 và hiện đang vận hành ba nhà máy thủy điện ở tỉnh Lâm Đồng với công suất 122,5 MW

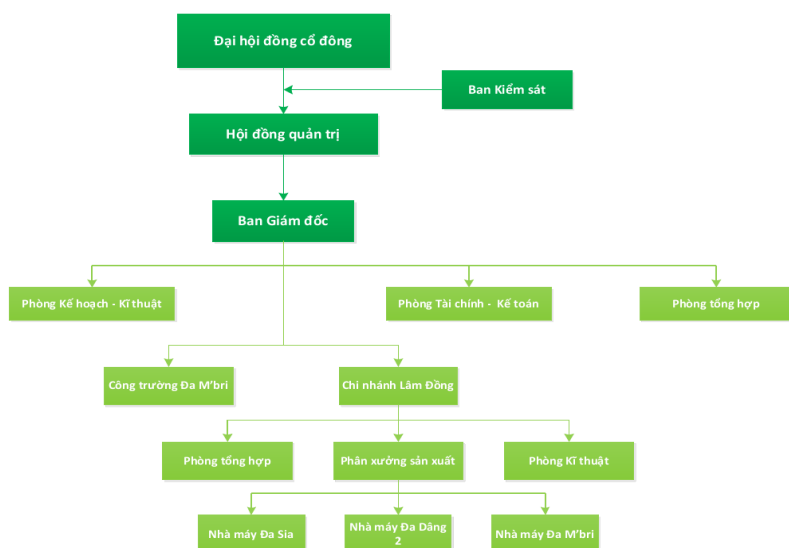
Công ty Cổ phần Thủy điện Miền Nam (SHP) được thành lập vào giữa năm 2004 với vốn điều lệ ban đầu là 250 tỷ đồng. Năm 2010, Công ty được niêm yết trên sàn Upcom. Sau 10 năm với 4 lần tăng vốn, vốn điều lệ của SHP đã đạt 937 tỷ đồng (44 triệu đô). SHP hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và bán điện cho Tập Đoàn Điện lực Việt Nam (EVN). Hiện nay, SHP đang vận hành ba nhà máy thủy điện: Đa Siat, Đa Dâng 2 và Đa M'bri với tổng công suất thiết kế 122,5 MW và sản lượng điện ước tính hàng năm đạt 550 triệu kWh.

SHP chính thức rời sàn Upcom vào ngày 11/7/2014 và chuyển sang niêm yết trên sàn chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh từ ngày 21/7/2014, nơi Công ty kỳ vọng có thể thu hút thêm nhiều nhà đầu tư tiềm năng và nâng cao tính thanh khoản của cổ phiếu, với giá khởi điểm là 12.800 đồng/cổ phiếu.

Cơ cấu tổ chức và cổ đông

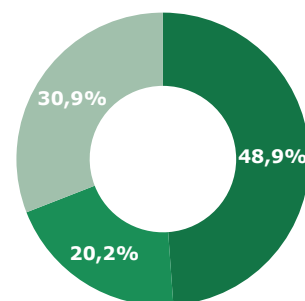
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành của SHP hiện nay là 93.710.200 cổ phiếu. Tổng công ty Điện lực Miền Nam (SPC), đơn vị trực thuộc EVN, là đại diện nắm giữ số cổ phần của Nhà nước tại SHP. Hiện nay, SPC là cổ đông lớn nhất nắm giữ 48,9% tổng vốn điều lệ của SHP, theo sau là Tổng Công ty Bia-Rượu-Nước giải khát Sài Gòn (Sabeco) với 20,2%. Trong buổi giới thiệu về cổ phiếu SHP được tổ chức ngày 16/7 vừa qua, nội dung đã đề cập đến việc Sabeco sẽ tiến hành thoái vốn ra khỏi SHP theo lộ trình tái cơ cấu công ty để tập trung vào ngành nghề kinh doanh chính. Vì vậy, Sabeco đang tìm kiếm những đối tác chiến lược để chuyển nhượng số cổ phần sở hữu tại SHP trong năm nay và chúng tôi sẽ sớm cập nhật về việc chuyển nhượng này đến quý nhà đầu tư ngay khi nhận được những thông tin mới nhất. Bên cạnh đó, một số nhà đầu tư nước ngoài đang nắm giữ 0,05% tổng số cổ phiếu đang lưu hành của SHP.

Cơ cấu hoạt động của SHP



Cơ cấu cổ đông của SHP

■ Tổng Công ty Điện lực miền Nam ■ Sabeco ■ Khác



Nguồn: SHP, VPBS

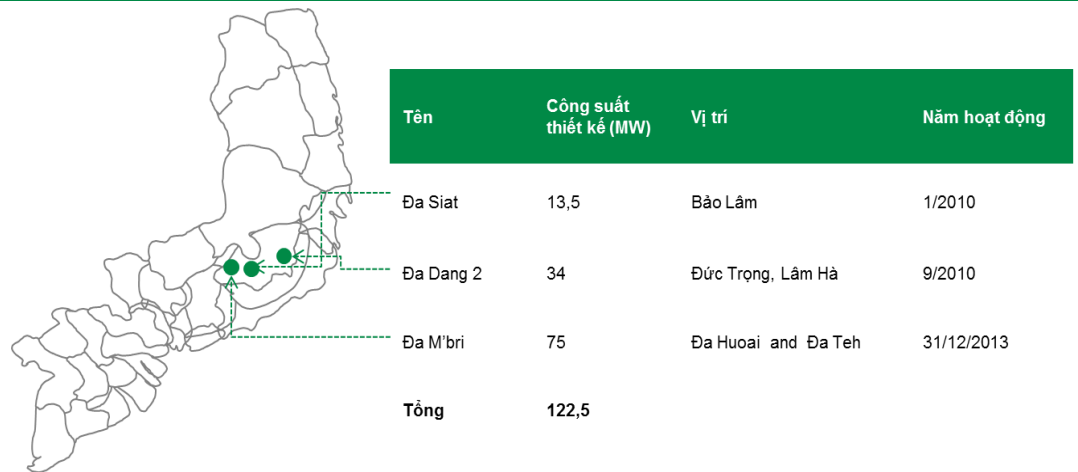
Ba nhà máy thủy điện của SHP

SHP đang vận hành ba nhà máy thủy điện, bao gồm Đa Siat, Đa Dâng 2, Đa M'bri. Ba nhà máy này nằm ở tỉnh Lâm Đồng nơi thường có mùa mưa kéo dài từ tháng 4 đến tháng 10, thuận lợi cho SHP trong việc tích trữ nước cho sản xuất.

Nhà máy Đa Siat, Bảo Lâm, tỉnh Lâm Đồng: nhà máy Đa Siat được xây dựng trên dòng chảy chính của suối Đa Siat, một nhánh bờ bên trái của sông Đồng Nai. Đây là nhà máy nhỏ nhất với công suất đặt đạt 13,5 MW (2 tổ máy) và sản lượng điện khoảng 60 triệu kWh mỗi năm. Do có công suất nhỏ hơn 30 MW, Đa Siat bán điện cho EVN theo biểu phí tránh được.

Nhà máy Đa Dâng 2, Đức Trọng – Lâm Hà, tỉnh Lâm Đồng: Nhà máy được vận hành trên con sông Đa Dâng, một nhánh của sông Đồng Nai. Nhà máy Đa Dâng 2 có công suất đặt khoảng 34MW (hai tổ máy) và sản lượng gần 152 triệu kWh mỗi năm. Cả 2 nhà máy Đa Siat và Đa Dâng 2 đều đã gia nhập vào thị trường phát điện cạnh tranh Việt Nam (VCGM) từ năm 2012 nhưng công suất của cả hai đều còn khá nhỏ, điều này đã tạo nên thách thức trong việc cạnh tranh với cái nhà máy khác. Tuy nhiên, các tỉnh phía Nam luôn rơi vào tình trạng thiếu điện kéo dài và chính điều này đảm bảo cho sự tăng trưởng dài hạn của SHP.

Vị trí 3 nhà máy thủy điện của SHP



Nguồn: VPBS

Nhà máy Đa M'bri, Đa Huoi – Đa Teh, tỉnh Lâm Đồng: Nhà máy được xây dựng trên dòng chảy chính của sông Đa M'bri. Đây là nhà máy lớn nhất của SHP với tổng công suất đặt lên đến 75MW (gồm hai tổ máy) và sản lượng hàng năm đạt 338 triệu kWh, cao hơn 1,6 lần tổng sản lượng của 2 nhà máy còn lại. SHP đang chuẩn bị cho nhà máy Đa M'bri gia nhập vào VCGM vào năm 2015. Tổ máy đầu tiên của nhà máy Đa M'bri đã được đưa vào vận hành từ cuối tháng 12/2013 và tổ máy thứ 2 cũng đã chính thức hòa vào lưới điện quốc gia từ tháng 5 vừa qua. Nhà máy Đa M'bri ký hợp đồng bán điện cho EVN với mức giá 996 đồng/kWh (4,7 cent/kWh). Giá bán này sẽ được duy trì trong vòng 10 năm và sẽ được điều chỉnh định kì hàng năm với EVN nếu có sự thay đổi trong chi phí sản xuất. Chúng tôi nhận định đây là một trong những giá bán cao nhất trong số những công ty thủy điện đang niêm yết. Mặc khác, Đa M'bri sẽ gặp khó khăn để đưa ra giá bán cạnh tranh với những công ty cùng ngành khác

trong thị trường phát điện cạnh tranh, đặc biệt là trong mùa mưa, do chi phí sản xuất giai đoạn đầu hoạt động vẫn còn cao. Tuy nhiên, nhờ vào kinh nghiệm lâu năm của ban lãnh đạo cũng như đặc điểm của vùng hoạt động, SHP vẫn có thể hoạt động hiệu quả và duy trì mức giá cao ngay cả trong mùa khô. Ngay khi đưa vào hoạt động tổ máy 1 vào cuối năm 2013 và tổ máy 2 vào quý 2/2014, nhà máy Đa M'bri đã và đang đóng góp vào tổng sản lượng sản xuất của SHP. Nói cách khác, Đa M'bri được kì vọng sẽ là nhân tố tăng trưởng của SHP trong trung hạn.

Về kế hoạch phát triển dài hạn, SHP dự tính sẽ đầu tư xây dựng thêm một số nhà máy với công suất vừa và nhỏ ở khu vực Tây Nguyên. Hơn nữa, công ty đã có tầm nhìn dài hạn khi đầu tư vào các nguồn năng lượng sạch như năng lượng mặt trời, năng lượng gió...

SHP – Một trong 4 công ty thủy điện niêm yết lớn nhất.

Tên Công ty	Mã CK	Công suất thiết kế (MW)	Sản lượng 2013 (triệu kWh)	Giá bán bình quân (đồng/kWh)	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	ROE (%)	Doanh thu thuần 2013 (tỷ đồng)	Lợi nhuận ròng 2013 (tỷ đồng)
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP	170	615	873	1.200	10,3%	528	126
CTCP Thủy điện Thác Mơ	TMP	150	743	667	700	18,4%	497	161
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh	VS H	136	669	351	2.062	8,2%	284	197
CTCP Thủy điện Thác Bà	TBC	120	386	594	635	17,4%	299	150
CTCP Thủy điện Cần Đơn	SJD	78	415	856	410	20,2%	310	148
CTCP Sông Ba	SBA	73	113	1.119	605	15,6%	222	67
Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Điện miền Trung	SEB	29	98	1.061	125	21,9%	104	44
Công ty Cổ phần Thủy điện – Điện lực 3	DRL	16	76	758	95	35,1%	58	32
CTCP Thủy điện Nậm Mu	HJS	12	N/a	N/a	150	9,5%	125	21
CTCP Thủy điện Nà Lơi	NLC	9	57	868	50	14,6%	50	16
Giá trị trung bình		79	353	794	603	17,1%	248	96
CTCP Thủy điện Miền Nam	SHP	122,5	262	741	937	9,8%	202	104

Nguồn: Bloomberg

Hiện có 11 công ty thủy điện đang được niêm yết trên 2 sàn chứng khoán Hồ Chí Minh và Hà Nội. Trong đó, CTCP Thủy điện Miền Trung là công ty có công suất thiết kế lớn nhất với 170MW and theo sau là TMP và VSH với công suất thiết kế lần lượt là 150MW và 136MW. SHP xếp thứ 4 với tổng công suất 122,5 MW (bao gồm công suất của nhà máy Đa M'bri). Sản lượng của SHP trong năm 2013 đạt gần 262 triệu kWh, thấp hơn trung bình của các công ty cùng ngành, nhưng trong những năm tới, mức sản lượng này có thể được nâng lên 550 triệu kWh nhờ việc đưa vào vận hành nhà máy Đa M'bri. Kết thúc 6 tháng đầu năm

2014, sản lượng của SHP đã đạt 212 triệu kWh, tương đương 80% sản lượng năm 2013.

Xét về phương diện lợi nhuận, CTCP Thủy điện – Điện lực 3 có chỉ số ROE cao nhất trong năm 2013 trong khi SHP chỉ dừng lại ở mức 9,8%, thấp hơn trung bình toàn ngành. Nguyên nhân chính không phải do sự tuột dốc trong lợi nhuận của SHP mà xuất phát từ nguồn vốn chủ sở hữu của SHP cao hơn đáng kể so với các công ty niêm yết khác, trừ VSH và CHP. Với tiềm năng của nhà máy Đa M'brì, chỉ số ROE của SHP có thể sẽ được cải thiện trong những năm tới.

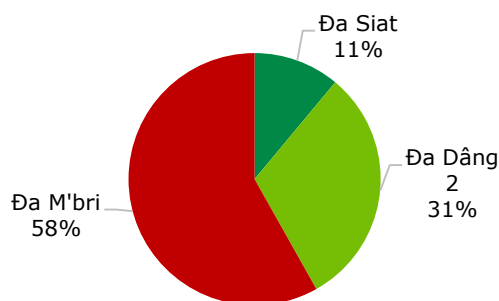
TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Doanh thu tăng trưởng nhờ sản lượng gia tăng

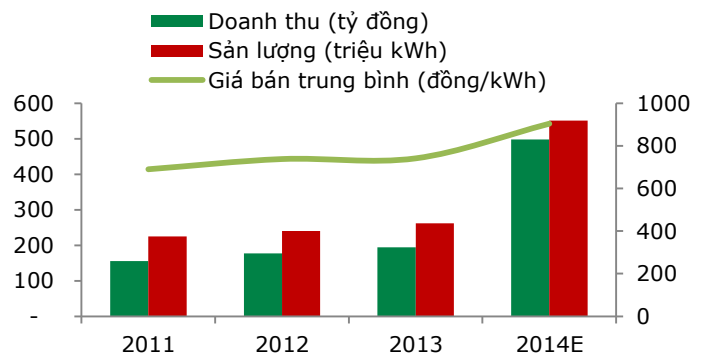
Doanh thu của SHP phụ thuộc vào sản lượng sản xuất hàng năm và giá bán cho EVN. Sau khi niêm yết trên sàn Upcom vào năm 2010, doanh thu của SHP đã tăng trưởng 136% từ 66 tỷ đồng (3,1 triệu đô) năm 2010 lên 194 tỷ đồng (9,2 triệu đô) năm 2011. Sau đó, trong giai đoạn 2011 – 2013, SHP tăng trưởng chậm hơn với tỉ lệ bình quân hàng năm khoảng 12%. Cuối năm 2013, công ty đã ghi nhận doanh thu thuần hơn 194 tỷ đồng (cao hơn 10% so với cùng kì năm 2012) nhờ vào mức tăng trưởng 9% trong sản lượng của SHP từ 240 triệu kWh lên 262 triệu kWh.

Kể từ năm 2014, doanh thu của SHP sẽ được củng cố với nhà máy thứ ba, Đa M'بری. Theo kế hoạch, nhà máy này sẽ đóng góp 64% vào tổng doanh thu của SHP năm 2014. Trong năm nay, Công ty đặt ra mục tiêu sản lượng 551 triệu kWh và doanh thu ước đạt 497,9 tỷ đồng (23,3 triệu đô), cao hơn 2,6 lần doanh thu năm 2013. Sau 6 tháng đầu năm 2014, SHP đã ghi nhận doanh thu gần 200 tỷ đồng (9,4 triệu đô), hoàn thành 40% doanh thu theo kế hoạch.

Cơ cấu sản lượng của SHP năm 2014



Doanh thu, lợi nhuận và giá bán điện của SHP

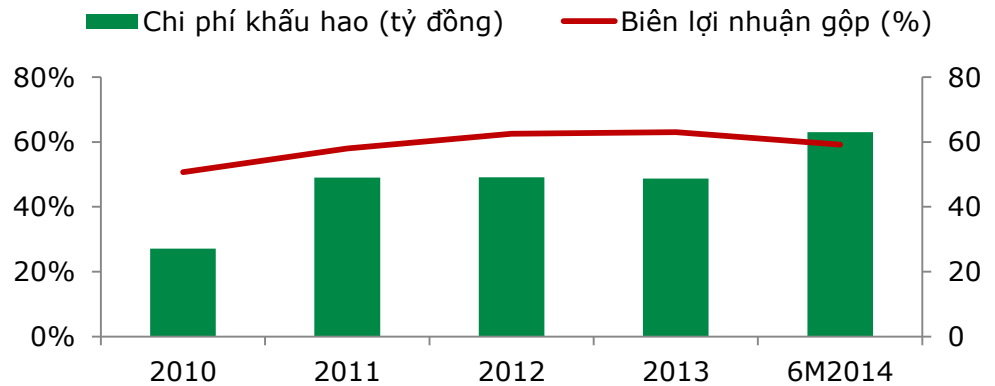


Nguồn: SHP, VPBS

Biên lợi nhuận giảm do chi phí khấu hao và chi phí lãi vay.

Với đặc điểm chung của ngành thủy điện là biến phí rất thấp, biên lợi nhuận gộp của SHP luôn được duy trì ở mức cao. Biên lợi nhuận gộp của SHP tăng trưởng đáng kể từ 51% năm 2010 lên 63% năm 2013, cao hơn bình quân các công ty cùng ngành ở mức 57%. Tuy nhiên, trong 6 tháng đầu năm 2014, chỉ số này giảm xuống còn 59% do sự vận hành của nhà máy Đa M'بری làm cho chi phí khấu hao tăng cao. Nói cách khác, do chi phí khấu hao được ghi nhận trong giá vốn bán hàng nên khi chi phí này tăng sẽ làm giảm biên lợi nhuận gộp của công ty. Chi phí khấu hao được ước tính sẽ tăng lên từ 48 tỷ đồng (2,3 triệu đô) lên 158 tỷ đồng (7,4 triệu đô) năm 2014 và 173 tỷ đồng (8,1 triệu đô) trong những năm sau đó.

Biên lợi nhuận gộp và chi phí khấu hao của SHP

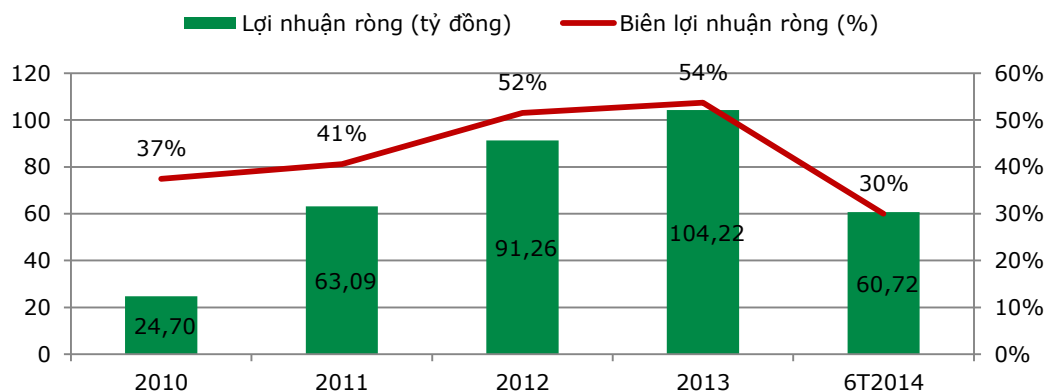


Nguồn: VPBS

Lợi nhuận ròng của SHP cũng tăng 155% từ 25 tỷ đồng (1,2 triệu đô) năm 2010 lên 63 tỷ đồng (3 triệu đô) vào năm 2011 nhờ vào điều kiện thủy văn thuận lợi. Trong những năm sau đó, lợi nhuận ròng vẫn tăng nhưng mức tăng chỉ khoảng 14,2%/năm từ 91,21 tỷ đồng (4,3 triệu đô) năm 2012 lên 104 tỷ đồng (4,9 triệu đô) thời điểm cuối năm 2013. Theo đó, biên lợi nhuận ròng của công ty tăng dần từ 37,5% trong năm 2010 lên 53,7% năm 2013. Chúng tôi nhận thấy sự biến động trong chi phí lãi vay có ảnh hưởng đáng kể tới lợi nhuận ròng của SHP do công ty đang gánh những khoản nợ vay lớn trong cơ cấu vốn.

Với lợi nhuận ròng nửa đầu năm 2014 đạt 61 tỷ đồng (2,9 triệu đô) hoàn thành 78.2% kế hoạch năm, VPBS kỳ vọng đến cuối năm nay, SHP sẽ đạt LNST ở mức 126 tỷ đồng (6 triệu đô), cao hơn 61,5% so với kế hoạch 78 tỷ đồng của SHP và tương ứng với mức lãi cơ bản trên mỗi cổ phiếu là 1.346 đồng. Biên lợi nhuận ròng của SHP trong nửa đầu năm giảm xuống còn 30% do chi phí lãi vay tăng mạnh. Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận ròng của SHP sẽ dao động trong khoảng 25% trong năm 2014.

Lợi Nhuận sau thuế và biên lợi nhuận ròng của SHP (10 – 13)



Nguồn: SHP, VPBS

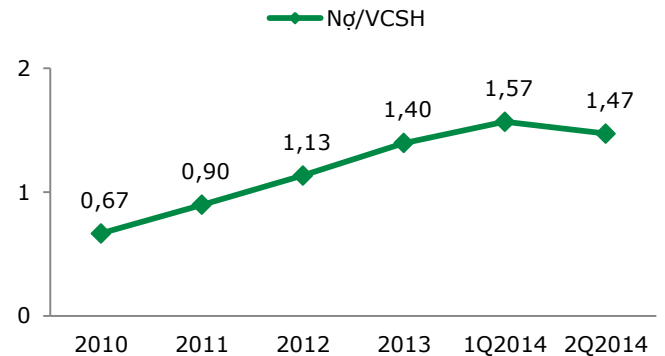
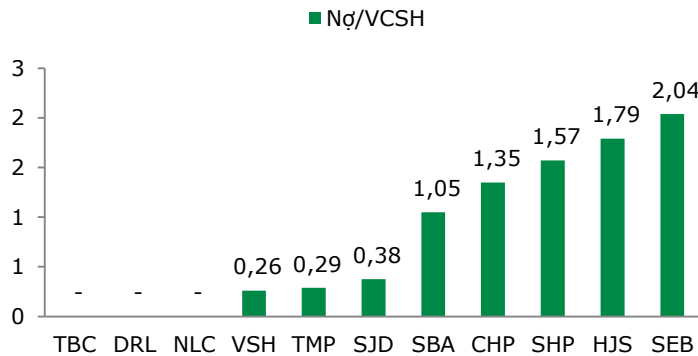
Cơ cấu vốn

Trong giai đoạn 2010 - 2013, SHP đã tăng cường huy động nguồn vốn đầu tư cho nhà máy Đa M'brì bằng các khoản nợ ngắn và dài hạn. Hệ số Nợ/VCSH tăng

mạnh lên 1,47 trong quý 2/2014 so với 0,67 vào năm 2010, cao hơn so với giá trị trung bình 0,79 của các công ty cùng ngành đang được niêm yết khác. Tuy nhiên, sau khi dự án nhà máy Đa M'bri được hoàn thành, SHP sẽ cắt giảm và trả dần các khoản nợ đang có. Vì vậy, hệ số Nợ/VCSH sẽ được cải thiện.

Nợ/VCSH của các công ty cùng ngành (quý 1/2014)

Nợ/VCSH của SHP (10 – 13)



Nguồn: SHP và VPBS thu thập

Tính đến ngày 30/6/2014, các khoản dư nợ ngắn hạn và dài hạn lần lượt là 106 tỷ đồng (5 triệu đô) và 1.458 tỷ đồng (69 triệu đô), với lãi suất trung bình khoảng 6.3%/ năm. Chi tiết về các khoản nợ của SHP được trình bày bên dưới:

Dự án	Hạn mức tín dụng (tỷ đồng)	Thời hạn vay (năm)	Thời gian ân hạn (năm)	Lãi suất (%)	Năm bắt đầu vay	Dư nợ cuối kỳ (T6/2014)(tỷ đồng)	Thời gian dự kiến trả xong khoản nợ
Nhà máy Đa Siat	169	12	2	LSCB + 2,5%	2005	8,48	11/2014
Nhà máy Đa Dâng 2	276	8	1,5	N/a	2008	63,82	12/2015
Nhà máy Đa M'bri	1.250	13	3,5	N/a	2008	1.491	N/a

Nguồn: SHP

SHP đang thực hiện tái cơ cấu các khoản nợ vay trong bối cảnh lãi suất cho vay đang giảm. Cụ thể, trong năm 2014, công ty sẽ thu xếp một gói tín dụng 630 tỷ đồng (30 triệu đô) với lãi suất thấp hơn và thời hạn vay dài hạn để trả trước khoản vay Ngân Hàng Phát Triển Việt Nam giai đoạn giải ngân 2010-2011 cho dự án nhà máy Đa M'bri. Từ năm 2015, công ty sẽ có nguồn để tiếp tục đầu tư phát triển.

Chỉ số thanh khoản đang được cải thiện dần

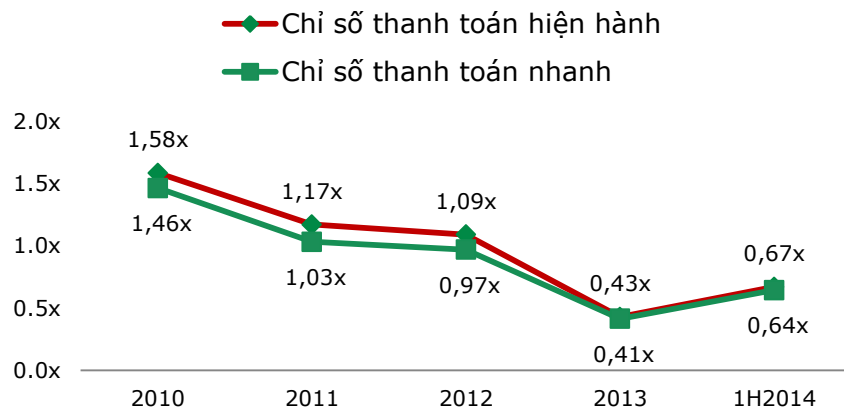
Năm 2013, SHP chứng kiến sự suy giảm trong cả hai chỉ số thanh toán hiện hành và chỉ số thanh toán nhanh xuống còn 0,43 và 0,41. Sự sụt giảm mạnh trong khả năng thanh khoản xuất phát từ hai nguyên nhân chính: (1) tài sản ngắn hạn giảm và (2) nợ ngắn hạn tăng cao.

Giá trị tài sản ngắn hạn của SHP trong năm 2013 giảm 41,6% do tiền và các khoản tương đương tiền chỉ còn lại ở mức 23 tỷ đồng (-87.2% so với năm 2012) vì trong năm này, SHP gặp khó khăn trong việc huy động nguồn vốn từ bên ngoài và phải sử dụng nguồn tiền tự có để chi trả cho dự án nhà máy Đa

M'abri. Hơn nữa, nợ ngắn hạn của SHP cùng năm cũng tăng 49% lên 592 tỷ đồng.

Nửa đầu năm 2014, chúng tôi nhận thấy hai chỉ số thanh toán này đã có một sự phục hồi khiêm tốn. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kì vọng rằng, các chỉ số này sẽ trở về mức ổn định sau khi đưa vào vận hành nhà máy Đa M'abri cũng như hoàn tất chi trả các khoản nợ cho nhà máy Đa Dâng 2 và Đa Siat.

Chỉ số thanh toán hiện hành và thanh toán nhanh của SHP



Nguồn: SHP, VPBS

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá P/E và P/B với tỷ trọng 50% - 50% để đưa nhận định nhanh về giá trị của cổ phiếu SHP. Các công ty thủy điện đang niêm yết trên hai sàn chứng khoán của Việt Nam đã được chọn để tính ra giá trị tương đối của cổ phiếu SHP. Tỷ suất sinh lời trên VCSH (ROE) của SHP thấp hơn so với giá trị trung vị của toàn ngành, nhưng điều này chủ yếu phát sinh từ việc nguồn VCSH của SHP cao hơn những công ty cùng ngành trong khi lợi nhuận vẫn chưa cao. Tuy vậy, với việc đưa vào hoạt động nhà máy Đa M'brì trong năm nay, chúng tôi kì vọng lợi nhuận của SHP sẽ tăng trưởng ở mức 21% cho năm 2014 và ROE do đó sẽ được cải thiện. Vì vậy, chúng tôi lấy giá trị trung vị của P/E và P/B để đưa ra mức giá tương đối cho SHP là 14.100 đồng/cổ phiếu, bằng với giá hiện tại.

Tên Công ty	Mã CK	ROE (%)	EPS (đồng)	P/E	P/B
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP	10,3%	1.050	10,76	1,08
CTCP Thủy điện Thác Mơ	TMP	18,4%	2.443	8,96	1,60
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh	VSH	8,2%	1.211	12,72	1,20
CTCP Thủy điện Thác Bà	TBC	17,4%	2.499	8,64	1,47
CTCP Thủy điện Cần Đơn	SJD	20,2%	4.272	5,76	1,13
CTCP Sông Ba	SBA	15,6%	1.784	5,55	0,87
Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Điện miền Trung	SEB	21,9%	3.686	9,50	1,97
Công ty Cổ phần Thủy điện – Điện lực 3	DRL	35,1%	4.194	7,63	2,59
CTCP Thủy điện Nậm Mu	HJS	9,5%	1.169	9,50	0,89
CTCP Thủy điện Nà Lơi	NLC	14,6%	3.409	9,30	1,26
Giá trị trung vị		16,5%	2.471	9,13	1,41
CTCP Thủy điện Miền Nam			(đồng/CP)		
EPS dự phóng 2014			1.346		
Giá trị sổ sách dự phóng 2014			11.337		
Giá kì vọng theo phương pháp định giá P/E			12.292		
Tỷ trọng P/E			50%		
Giá kì vọng theo phương pháp định giá P/B			15.934		
Tỷ trọng P/B			50%		
Giá kì vọng (đồng/CP)			14.113		

Nguồn: VPBS

Báo cáo KQKD (Tỷ đồng)	2010	2011	2012	2013	2014F
Doanh thu thuần	66	155	177	194	498
<i>Tăng trưởng</i>		136%	14%	25%	157%
Giá vốn trong báo cáo tài chính	33	65	66	72	204
Trừ: chi phí khấu hao trong giá vốn	27	49	49	49	158
Giá vốn bán hàng	5	16	17	23	46
Lợi nhuận gộp	60	139	160	171	452
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	92%	89%	90%	88%	91%
Chi phí bán hàng	-	-	-	-	
Chi phí quản lý	6	11	14	14	23
EBITDA	55	128	146	157	429
<i>Biên EBITDA</i>	83%	83%	83%	81%	86%
Chi phí khấu hao	27	49	49	49	158
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	28	79	97	108	271
Doanh thu tài chính	20	8	14	6	0
Chi phí tài chính					
Chi phí lãi vay	18	22	18	11	141
Lỗ do chênh lệch tỷ giá (Lãi)	-	-	-	-	
Chi phí tài chính khác	-	-	-	-	
Lợi nhuận ròng từ hoạt động tài chính	2	(14)	(4)	(5)	(141)
Doanh thu khác	0	0	2	1	-
Chi phí khác	0	0	0	0	-
Lợi nhuận ròng khác	(0)	0	2	1	-
Lợi nhuận trước thuế	30	65	95	104	130
Thuế thu nhập doanh nghiệp	5	2	4	0	4
<i>Thuế suất</i>	16%	3%	4%	0%	3%
Lợi nhuận sau thuế	25	63	91	104	126
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	37%	41%	52%	54%	25%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)**Tài sản ngắn hạn**

Tiền và các khoản tương đương tiền

Đầu tư ngắn hạn

Các khoản phải thu ngắn hạn

Số ngày phải thu

Hàng tồn kho

Số ngày luân chuyển hàng tồn kho

Tài sản ngắn hạn khác

Tổng tài sản ngắn hạn**Tài sản dài hạn**

Nguyên giá TSCĐ

Khấu hao lũy kế

Giá trị thuần TSCĐ

Đầu tư dài hạn

Tài sản dài hạn khác

Tổng tài sản dài hạn**TỔNG TÀI SẢN****Nợ ngắn hạn**

Phải trả người bán

Số ngày phải trả

Chi phí phải trả

Vay nợ ngắn hạn

Nợ ngắn hạn khác

Tổng nợ ngắn hạn**Nợ dài hạn**

Vay nợ dài hạn

Nợ dài hạn khác

Tổng nợ dài hạn**Tổng nợ**

Nợ/Nguồn vốn

Vốn Chủ sở hữu

Vốn điều lệ

Lợi nhuận chưa phân phối

Các quỹ khác

Tổng Vốn chủ sở hữu

Lợi ích cổ đông thiểu số

TỔNG NỢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU**2010 2011 2012 2013 2014F**

115 145 183 23 18

29 4 4 4 4

108 139 198 218 519

599 326 407 409 381

0 1 1 1 2

13 12 12 19 14

20 38 48 7 10

273 326 433 253 553

1.191 1.696 2.225 2.848 2.928

29 78 127 175 333

1.163 1.619 2.099 2.672 2.595

- - - -

1 1 1 1 1

1.163 1.620 2.100 2.674 2.596**1.436 1.946 2.532 2.927 3.149**

42 91 92 106 238

2.821 2.019 1.942 1.675 1.879

57 14 10 10 17

60 71 96 254 106

13 103 199 221 310

172 279 397 592 671

469 751 1.090 1.254 1.346

- 1 - -

469 752 1.090 1.254 1.346**641 1.030 1.487 1.846 2.017**

40% 47% 53% 58% 56%

770 853 937 937 937

24 63 109 144 195

- - - -

795 916 1.046 1.081 1.132

- - - -

1.436 1.946 2.533 2.927 3.149

Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ đồng)	2010	2011	2012	2013	2014F
Lợi nhuận sau thuế	25	63	91	104	126
Khấu hao và hao mòn	27	49	49	49	158
Thay đổi trong vốn lưu động	37	18	(58)	(64)	(177)
Chênh lệch các khoản khác	(114)	21	66	108	93
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	(25)	151	149	197	200
Giảm các khoản đầu tư	91	25	-	-	-
Chi phí mua TSCĐ	(365)	(505)	(529)	(622)	(81)
Chi phí thanh lý TSCĐ	-	0	0	(0)	-
(Tăng trong các khoản đầu tư)	(45)	-	-	-	(0)
Cổ tức được chia	20	7	13	7	7
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(300)	(472)	(517)	(615)	(74)
Cổ tức đã trả	(21)	(24)	(42)	(63)	(75)
Tiền vay ngắn hạn nhận được	33	11	25	158	(148)
Tiền vay dài hạn nhận được	107	282	338	165	92
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu, nhận vốn góp của chủ sở hữu	83	83	84	-	-
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	203	352	406	259	(131)
<i>Số dư tiền mặt đầu kì</i>	237	115	145	183	23
<i>Lưu chuyển tiền thuần trong kì</i>	(122)	30	38	(159)	(5)
<i>Số dư tiền mặt cuối kì</i>	115	145	183	23	18

Phân tích chỉ số	2010	2011	2012	2013	2014F
Chỉ số sinh lợi					
Biên lợi nhuận gộp (không bao gồm khấu hao)	91,7%	89,5%	90,2%	88,1%	90,7%
Biên EBITDA	83,3%	82,6%	82,6%	80,7%	86,1%
Biên lợi nhuận thuần	42,2%	51,1%	54,9%	55,6%	54,3%
Biên lợi nhuận ròng	37,5%	40,6%	51,5%	53,7%	25,3%
ROA	1,9%	3,7%	4,1%	3,8%	4,2%
ROE	3,3%	7,4%	9,3%	9,8%	11,4%
Chỉ số nợ vay					
EBIT/I	1,58	3,58	5,51	9,77	1,92
Tổng nợ/nguồn vốn	40%	47%	53%	58%	0.56
Tổng nợ/VCSH	0,67	0,90	1,13	1,40	1,28
Chỉ số thanh khoản					
Vòng quay tổng tài sản	0,05	0,09	0,08	0,07	0,16
Vòng quay các khoản phải thu	0,57	1,26	1,05	0,93	1,35
Vòng quay các khoản phải trả	1,08	0,98	0,73	0,73	1,19
Vòng quay hàng tồn kho	325,42	181,79	122,65	81,25	136,34
Chỉ số thanh toán hiện hành	1,58	1,17	1,09	0,43	0,82
Chỉ số thanh toán nhanh	1,46	1,03	0,97	0,41	0,81

**Barry David Weisblatt**

Giám đốc Khối Phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Lê Mai Thùy Linh

Giám đốc – Phân tích cơ bản
linhlm@vpbs.com.vn

Ngô Thu Ba

Chuyên viên phân tích
bant@vpbs.com.vn

Phạm Duy Mẫn

Thực tập sinh phân tích
manpd@vpbs.com.vn

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
T - +84 (0) 4 3974 3655
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,
Quận Hải Châu, Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418

Hướng dẫn khuyến nghị

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

Mua: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tối lớn hơn +15%

Giữ: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tối dao động từ -10% đến +15%

Bán: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tối thấp hơn -10%

Khuyến cáo

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.