

Nguyễn Ngọc Hoàng

Chuyên viên phân tích

 Email: hoangnn@fpts.com.vn

Điện thoại: (84) - 86290 8686 - Ext : 7592

Giá tham chiếu

28.800

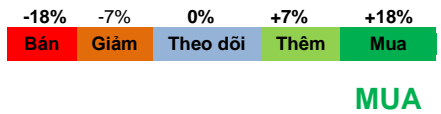
Giá mục tiêu

35.000

Tăng/giảm

21,5%

Tỷ suất cổ tức

7,6%


TÓM TẮT

9 tháng đầu năm 2014 thời tiết diễn biến thuận lợi, doanh thu thuần đạt 316,2 tỷ đồng (+21,6% so với cùng kỳ năm 2013). LNST đạt 146,3 tỷ đồng (+7,2% so với cùng kỳ). Chúng tôi dự phóng cả năm 2014, SJD đạt 380 tỷ đồng doanh thu thuần (tương đương 112% kế hoạch doanh thu) và đạt 169 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương ứng với mức EPS(2014) là 4.122 đồng/cp, so với mức P/E trung bình của các công ty cùng ngành là 8,49 lần, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với SJD với giá mục tiêu **35.000 đồng/cp**

Kết quả kinh doanh 10T – 2014 tích cực. Trong 10 tháng đầu năm 2014, tổng sản lượng điện thương phẩm của nhà máy Cần Đơn đạt 356 triệu kWh, hoàn thành 111% kế hoạch sản lượng cả năm. Năm nay mùa mưa kéo dài, sản lượng điện quý 4 dự báo đạt 111,2 triệu kWh. Ước cả năm đạt 405 triệu kWh, tăng 12% so với năm 2013. Sản lượng của nhà máy RyNinh II cũng được dự báo sẽ tăng nhẹ 2% lên 55 triệu kWh trong năm 2014.

Giá bán điện cao và được cố định trong những hợp đồng 20-25 năm. Cả 3 nhà máy của SJD đều được hưởng mức giá bán cố định trên 4,1cent/kWh (~877VND/kWh) đến năm 2023 (2029 đối với nhà máy thủy điện Cần Đơn), nhờ đó đầu ra được luôn đảm bảo.

Cơ cấu nguồn vốn an toàn do đã đi vào hoạt động được hơn 10 năm, hầu hết các khoản vay đều đã được thanh toán hết, chỉ còn khoản vay 5 triệu USD với ADB có lãi suất Libor 12 tháng (chỉ xấp xỉ 1%/năm)

Hiệu quả kinh doanh cùng khả năng thanh toán thuộc nhóm cao nhất trong ngành nhờ cả ba nhà máy Cần Đơn, RyNinh II, Nà Lơi đều đã hoạt động được hơn 10 năm và bước vào giai đoạn hoạt động hiệu quả của các doanh nghiệp thủy điện.

Quy mô của SJD sẽ tăng lên nhiều lần trong những năm tới do sáp nhập thêm các CTCP thủy điện thuộc Tổng Công ty Sông Đà theo đề án “Tái cấu trúc Tổng Công ty Sông Đà giai đoạn 2012-2015”, dự kiến tổng công suất có thể lên đến hơn 500MW. Tuy nhiên trong các doanh nghiệp thủy điện của Tổng Sông Đà dự kiến sáp nhập, hầu hết chỉ mới hoạt động được 3-7 năm, hiệu quả chưa cao, do đó EPS của SJD có thể bị giảm khi sáp nhập các doanh nghiệp này.

Thông tin giao dịch
19/12/2014

Giá hiện tại	28.800
Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)	32.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP)	19.900
Số lượng CP niêm yết (CP)	45.999.150
Số lượng CP lưu hành (CP)	45.999.150
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	33.990
% sở hữu nước ngoài	37,58%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	460
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.334

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Thủy điện Cần Đơn
Địa chỉ	Huyện Phước Long, Bình Phước
Doanh thu chính	Thủy điện
Chi phí chính	CP Khấu hao TSCĐ
Lợi thế cạnh tranh	Máy móc thiết bị hiện đại; Đầu ra được đảm bảo.
Rủi ro chính	Rủi ro thời tiết; Rủi ro thanh khoản; Rủi ro tỷ giá.

Danh sách cổ đông
Tỷ lệ (%)

Tổng Công ty Sông Đà	45,42%
Vietnam Infrastructure Holdings Limited	11,29%
Mutual Fund Elite (Non-Ucits)	7,00%
Vietnam Investments Fund I, L. P	4,83%
Halley Sicav-Halley Asian Property	4,48%
Cổ đông khác	26,98%

ĐỊNH GIÁ P/E

CTCP Thủy điện Cần Đơn (SJD) hoạt động về lĩnh vực sản xuất điện năng. Công ty có vị thế lớn về máy móc thiết bị hiện đại, đầu ra được đảm bảo trong một thời gian dài lên đến 25 năm. Chúng tôi dự phóng trong năm 2014, công ty đạt 380 tỷ đồng doanh thu thuần và đạt 169 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương ứng với mức **EPS(2014) là 4.122 VNĐ/cp** so với mức P/E trung bình của các công ty Thủy điện đang niêm yết trên HSX và HNX là 8,49 lần, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với SJD với giá mục tiêu **35.000 đồng/cp**.

Công ty khu vực	Quốc Gia	Doanh thu (tr.USD)	ROE	P/E
CTCP Thủy điện Thác Mơ	Vietnam	28,9	20,3	9,48
CTCP Đầu tư và phát triển Điện Miền Trung	Vietnam	5,0	20,7	8,38
CTCP Thủy điện Thác Bà	Vietnam	14,2	14,8	11,8
CTCP Thủy điện Sông Ba	Vietnam	12,2	16,4	6,41
CTCP Thủy điện – Điện lực 3	Vietnam	4,0	25,8	9,27
CTCP Thủy điện Gia Lai	Vietnam	6,3	-	5,59
Bình quân				8,49
SJD	Việt Nam	14,7	19,8	

Nguồn: Bloomberg và FPTTS tổng hợp

Đánh giá rủi ro khi đầu tư

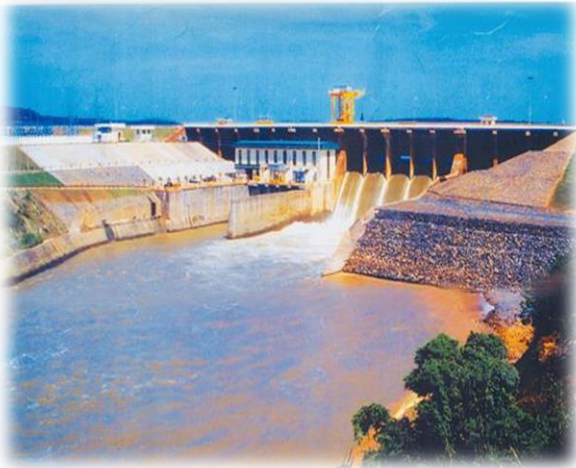
Rủi ro đặc thù: SJD chịu ảnh hưởng của điều kiện thủy văn. Đặc biệt là vào mùa khô khi lượng nước về ít, nhà máy thủy điện Cần Đơn còn phải phụ thuộc vào điều tiết nước về từ thủy điện Thác Mơ.

Rủi ro thanh khoản: Hiện tại, đến 73% cổ phần của SJD được nắm giữ bởi các cổ đông tổ chức. Chưa đến 30% còn lại có thể giao dịch được ngoài thị trường – tương ứng với 12 triệu cổ phiếu; Khối lượng giao dịch bình quân 3 tháng chỉ khoảng 33.000 CP/ngày. Do đó rủi ro thanh khoản cần được xem xét khi đầu tư mã cổ phiếu này.

Rủi ro pha loãng giá cổ phiếu: Tổng Công ty Sông Đà có kế hoạch sáp nhập tất cả các công ty thủy điện trực thuộc vào SJD. 2 CTCP thủy điện là RHC và NLC đã được sáp nhập vào SJD bằng hình thức phát hành cổ phiếu để hoán đổi. Do đó, rủi ro pha loãng giá cổ phiếu trong tương lai khi các thương vụ khác được thực hiện là hoàn toàn có thể xảy ra.

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

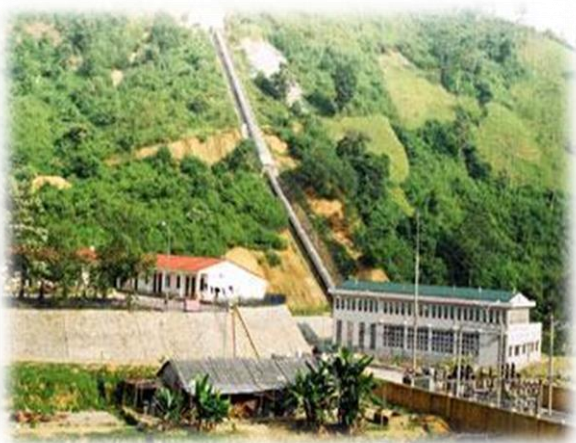
Lịch sử hình thành và phát triển



Thủy điện Cần Đơn



Thủy điện RyNinh II



Thủy điện Nà Lôi

Công ty Cổ phần Thủy điện Cần Đơn tiền thân là Công ty B.O.T Cần Đơn được thành lập theo quyết định số 569/TCT/TCLĐ ngày 15/4/1998 của Tổng Công ty Sông Đà nhằm mục đích thực hiện vai trò chủ đầu tư dự án Thủy điện Cần Đơn với công suất thiết kế 77,6 MW tại huyện Bù Đốp, tỉnh Bình Phước.

Cuối năm 2013 và 2014, SJD lần lượt sáp nhập với 2 CTCP Thủy điện cùng thuộc Tổng Công ty Sông Đà là RyNinh II (RHC) và Nà Lôi (NLC). Nhà máy thủy điện RyNinh II và Nà Lôi trở thành 2 chi nhánh sau khi sáp nhập, nâng tổng công suất của SJD lên 95MW. Bên cạnh đó, SJD cũng sở hữu 1 công ty con và 1 công ty liên kết thừa hưởng từ thương vụ sáp nhập với RHC.

2000 Khởi công chính thức Công trình thủy điện Cần Đơn



2003 Hoàn thành dự án và bắt đầu hòa vào lưới điện quốc gia.



2004 Thành lập Công ty Cổ phần Thủy điện Cần Đơn với vốn điều lệ 200 tỷ đồng



2006 Niêm yết trên sàn HOSE



2007 Tăng vốn điều lệ lên 260 tỷ đồng



2008 Tăng vốn điều lệ lên 299 tỷ đồng



2010 Tăng vốn điều lệ lên 359 tỷ đồng



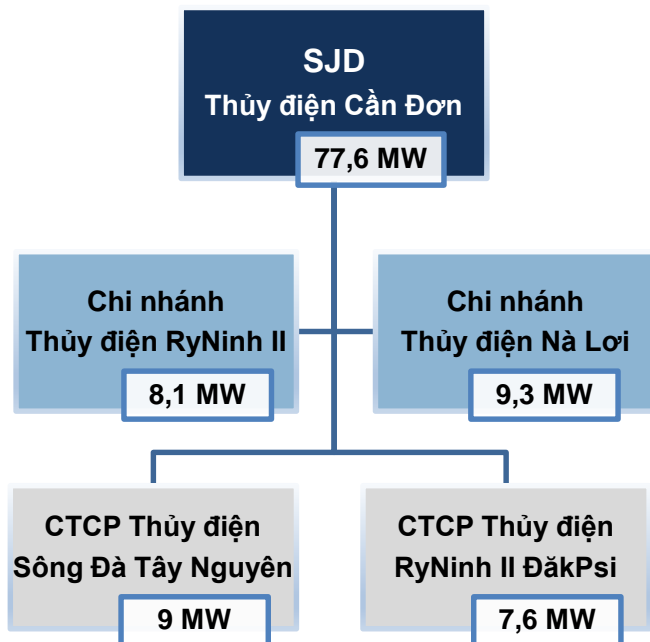
2013 Sáp nhập với RHC, tăng vốn điều lệ lên 410 tỷ đồng



2014 Sáp nhập với NLC, tăng vốn điều lệ lên 460 tỷ đồng

Đặc điểm các nhà máy thủy điện của SJD

Sơ đồ tổ chức của SJD sau sáp nhập NLC.



So sánh quy mô một số nhà máy thủy điện lớn

Tên nhà máy thủy điện	Địa bàn	Công suất (MW)
Sơn La	Sơn La	2400
Hòa Bình	Hòa Bình	1920
Sê San 3, 3A & 4	Gia Lai	728
Ialy	Gia Lai	720
Trị An	Đồng Nai	400
Tuyên Quang	T. Quang	342
Đồng Nai 4	Đồng Nai	340
Bản Vẽ	Nghệ An	320
Đại Ninh	Lâm Đồng	300
Thác Mơ	Bình Phước	150
Cần Đơn	Bình Phước	77,6
Dam'Bri	Lâm Đồng	75
Vĩnh Sơn	Bình Định	66

Nguồn: FPT S tổng hợp

Nhà máy thủy điện Cần Đơn xây dựng trên hồ Cần Đơn, nằm trên lưu vực sông Bé thuộc địa phận huyện Phước Long, tỉnh Bình Phước. Khu vực này có hai mùa rõ rệt là mùa mưa và mùa khô. Sản lượng điện được nhà máy sản xuất tập trung vào mùa mưa (từ tháng 7 đến tháng 10) khi nguồn nước về đủ để vận hành liên tục cả 2 tổ máy. Lượng nước lớn nhất thường rơi vào tháng 8, tháng 9 tùy vào mùa mưa đến sớm hay trễ.

Thủy điện Cần Đơn nằm ở bậc thang thứ hai khai thác năng lượng điện trên dòng sông Bé. Do vị trí hồ nằm khá gần với hồ Thác Mơ (nơi sông Bé bắt nguồn) và hồ Srok Phu Miêng (về hướng hạ nguồn) nên hoạt động sản xuất của Thủy điện Cần Đơn cũng chịu ảnh hưởng ít nhiều bởi Thủy điện Thác Mơ và Thủy điện Srok Phu Miêng. Đặc biệt là vào các tháng mùa khô, nhà máy phải phụ thuộc hoàn toàn vào lưu lượng nước về từ nhà máy Thủy điện Thác Mơ; Đây cũng là lý do SJD luôn chủ động lên kế hoạch bảo dưỡng, tu sửa máy móc vào mùa này.

Nhà máy thủy điện RyNinh II nằm trên địa bàn huyện Chư Păh, tỉnh Gia Lai. Công trình sử dụng thủy năng của sông Sê San (một nhánh chính của sông Mê Kông) là một trong 3 con sông có tiềm năng thủy điện lớn nhất Việt Nam. Đây là khu vực có thời tiết đặc trưng của Tây Nguyên, phân thành mùa mưa và mùa khô rõ rệt và lượng mưa hàng năm rất ổn định. Đó là lý do trong suốt 13 năm hoạt động, nhà máy RyNinh II đều đạt sản lượng điện thương phẩm ổn định xấp xỉ 50 triệu kWh (chỉ trừ năm 2010) và tới nay toàn bộ nhà máy cũng đã khấu hao hết.

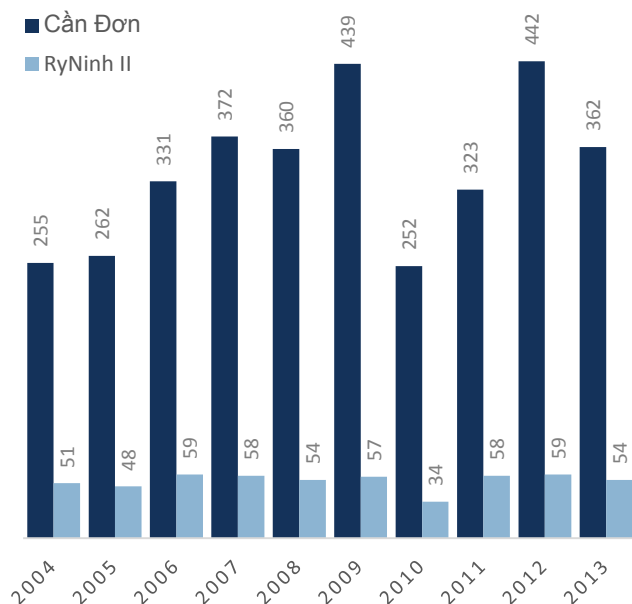
Nhà máy thủy điện RyNinh II trở thành một chi nhánh của SJD sau khi sáp nhập năm 2013. Với tổng công suất 85,7 MW, SJD chiếm thị phần tương đối nhỏ trong hệ thống lưới điện Quốc gia (chưa tới 2% tổng công suất lắp đặt của thủy điện trên toàn quốc). Sản lượng điện thương phẩm chỉ chiếm khoảng 0,36% tổng sản lượng điện thương phẩm cả nước năm 2013.

Nhà máy thủy điện Nà Lơi là công trình thủy điện có công suất lớn nhất tại Điện Biên, được xây dựng trên sông Nậm Rốm, tại địa bàn 2 xã Nà Tấu và Xã Thanh Minh, TP Điện Biên. Công trình sử dụng thủy năng của sông Nậm Rốm, là con sông bắt nguồn từ dãy núi Pa Thoong cao đến 1.873m so với mực nước biển. Lượng mưa trung bình hàng năm là 280.160 m3 và cũng phân bổ thành hai mùa: mùa mưa 80-85% lượng nước, mùa khô chiếm 20-25%. Thương vụ sáp nhập với thủy điện Nà Lơi hoàn thành cuối quý IV năm 2014, SJD sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ nhà máy này từ ngày 1/1/2015.

Các nhà máy điện trực thuộc SJD

Tên nhà máy	ĐVT	Cần Đơn	Ry Ninh II	Nà Lơi	Hà Tây	ĐăkPsi
Địa điểm		Bình Phước	Gia Lai	Điện Biên	Gia Lai	Kon Tum
Đặc điểm		Nhà máy chính	Chi nhánh	Chi nhánh	Cty con (81,25%)	Cty liên kết (40%)
Công suất thiết kế (Tổng: 111,5 MW)	MW	77,6	8,1	9,3	9	7,5
Điện lượng trung bình	Triệu kWh	292	53,4	46,29	37,95	-
Tổng vốn đầu tư	Tỷ đồng	1.117	139	179	75	-
Hình thức đầu tư		BOT	BOO	BOO	BOO	BOO
Ngày phát điện		01/01/2004	26/04/2002	05/2003	06/2015	-
Hợp đồng bán điện	USD/kWh	• 0,045 • 0,0225*	25 năm • 0,041 • 20 năm	• 0,042 • 25 năm	-	-

*Đối với sản lượng trên bao tiêu (292 triệu kWh)

SẢN LƯỢNG ĐIỆN SẢN XUẤT CÁC NHÀ MÁY CỦA SJD


Nguồn: SJD

Biểu giá chi phí tránh được vào giờ cao điểm năm 2013, 2014 (VND/kWh)

	Mùa khô	Mùa mưa
Miền Bắc	647	624
Miền Trung	617	566
Miền Nam	666	611

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH
Đặc điểm hoạt động kinh doanh chính

Hoạt động sản xuất kinh doanh của CTCP Thủy điện Cần Đơn mang tính tập trung cao. Hoạt động kinh doanh chính duy nhất là hoạt động sản xuất điện, chiếm đến 97% tổng doanh thu của SJD.

Sản lượng điện sản xuất biến động mạnh do ảnh hưởng của yếu tố thời tiết. Những năm gần đây, do ảnh hưởng của biến đổi khí hậu khiến điều kiện thời tiết ở khu vực Đông Nam Bộ và Tây Nguyên diễn biến không thuận lợi. Đặc biệt vào các năm 2010 và 2013, mùa mưa kết thúc sớm trong khi mùa khô lại ít có những cơn mưa trái mùa, hạn hán kéo dài, ảnh hưởng trầm trọng đến hoạt động sản xuất kinh doanh của cả nhà máy thủy điện Cần Đơn và Ry Ninh II.

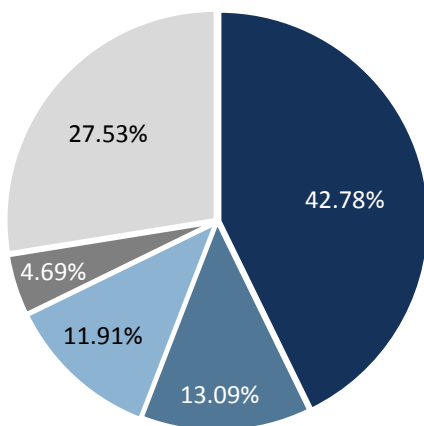
Tuy nhiên, điện lượng trung bình qua các năm hầu hết đều vượt công suất thiết kế. 10 năm kể từ khi cả hai tổ máy được hòa vào lưới điện Quốc gia vào ngày 1/1/2004, nhà máy thủy điện Cần Đơn đạt sản lượng điện bình quân lên đến 339,8 triệu kWh/năm, vượt xa công suất thiết kế 292 triệu kWh. Dù chỉ có công suất nhỏ 8,1MW nhưng sản lượng điện hằng năm của nhà máy RyNinh II cũng luôn ở mức cao, xấp xỉ 55 triệu kWh/năm.

Hợp đồng bán điện cả 3 nhà máy của SJD đều được ký cố định từ 20-25 năm và giá bán tương đối cao. Cụ thể, đối với hai nhà máy thủy điện nhỏ là RyNinh II và Nà Lơi, giá bán cố định đến năm 2023 lần lượt là 0,041 và 0,042 USD/kWh. Đối với thủy điện Cần Đơn, hợp đồng có thời hạn 25 năm (2004 - 2029), giá bán đối

So sánh giá bán điện bình quân năm 2013

	DT thuần (Tỷ đồng)	Sản lượng (triệu kWh)	Giá bán bình quân (VND/kWh)
SBA	222	198	1121
SJD	367	415	884
NLC	50	57	877
CHP	537	615	873
DRL	59	76	776
TBC	299	386	774
SHP	194	262	740
TMP	487	743	655

Nguồn: Báo cáo thường niên các công ty

Cơ cấu chi phí SJD năm 2013


- Chi phí khấu hao TSCĐ
- Chi phí nhân công
- Chi phí khác bằng tiền
- Chi phí lãi vay
- Chi phí nguyên vật liệu

Sản lượng sản xuất 2014


với sản lượng trong bao tiêu (292 triệu kWh) lên đến 0,045 USD/kWh; Tuy nhiên với sản lượng trên bao tiêu, mức giá bán điện chỉ còn một nửa (2,25 cent/kWh). Điều này làm ảnh hưởng không nhỏ đến doanh thu, đặc biệt đối với nhà máy luôn chạy vượt xa sản lượng thiết kế như Cần Đơn.

Tuy nhiên, trong khi các doanh nghiệp thủy điện khác thường rất khó khăn trong việc đàm phán về giá hợp đồng hằng năm với EVN (người mua duy nhất) hoặc phải chấp nhận bán theo biểu giá chi phí tránh được (áp dụng đối với nhà máy điện nhỏ),... thì việc hưởng mức giá cao nhất nhì trong ngành cùng đầu ra được đảm bảo trong hơn 20 năm là một lợi thế vô cùng lớn của SJD.

Cơ cấu chi phí

Chi phí khấu hao luôn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu chi phí của SJD (khoảng 40%). Điểm đặc biệt đối với nhà máy Cần Đơn là SJD thực hiện khấu hao theo sản lượng điện sản xuất thực tế trên sản lượng thiết kế trong thời gian hoạt động của nhà máy là 25 năm. Theo ước tính đến hết năm 2013, nhà máy Cần Đơn đã phát lên lưới điện quốc gia hơn 3.400 triệu kWh so với tổng sản lượng thiết kế 7.300 triệu kWh (292 triệu kWh/năm trong 25 năm). Như vậy nhà máy này đã ghi nhận khấu hao rất nhanh, lũy kế chỉ sau 10 năm đã lên đến gần 50% nguyên giá.

Cũng mang đặc trưng riêng của một nhà máy thủy điện, chi phí nguyên vật liệu chỉ chiếm một phần rất nhỏ. Chi phí cố định chiếm tỷ trọng khá lớn giúp SJD có thể chủ động hơn trong hoạt động sản xuất.

Là dự án BOT đầu tiên của ngành thủy điện, SJD còn được hưởng rất nhiều chính sách ưu đãi về thuế theo Quyết định số 04/GPĐC-ĐTĐTN ngày 28/05/2001 và Công văn số 11996/BTC-CST ngày 05/09/2012 của Bộ Tài chính. Theo đó SJD sẽ chỉ chịu mức thuế TNDN 5% trong giai đoạn 2010-2016, 10% trong 2 năm 2017, 2018 và 20% trong 10 năm tiếp theo.

Cập nhật kết quả kinh doanh năm 2014

Năm 2014, thời tiết diễn biến thuận lợi hơn so với năm 2013, nhờ đó sản lượng điện sản xuất của SJD được cải thiện đáng kể so với cùng kỳ năm trước. Cụ thể, trong 10 tháng đầu năm 2014, tổng sản lượng điện thương phẩm của nhà máy Cần Đơn đạt 356 triệu kWh, hoàn thành 111% kế hoạch sản lượng cả năm. Đặc biệt năm nay mùa mưa kéo dài, sản lượng điện sản xuất tháng 10 và 11 cao đột biến, đạt hơn 95 triệu kWh, vượt đến 59% so với kế hoạch của tháng.

Tháng 12 bắt đầu bước vào mùa khô, lượng nước về sẽ giảm, tuy nhiên chúng tôi dự báo điện lượng sản xuất trong tháng của

Kết quả kinh doanh đầu năm 2014

Chỉ tiêu	9T2014	9T2013	+/-
DT thuần	316,2	260	21,6%
Lợi nhuận gộp	193,2	174,1	11%
LNTT	154	143,7	7,2%
LNST	146,3	136,5	7,2%

Nguồn: SJD

Chỉ tiêu	2014E	KH2014	%KH
SL Cần Đơn	405	320	127%
SL RyNinh II	55	55	100%
DT thuần	380	338	112%
LNST	169	134,4	126%
*SL Nà Lôi	54	48,7	111%

Nguồn: SJD và FPTS tổng hợp

nhà máy này vẫn sẽ vượt kế hoạch (15 triệu kWh), đạt khoảng 16 triệu kWh. Tương ứng sản lượng quý 4 là 111,2 triệu kWh.

Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh thu thuần đạt 316,2 tỷ đồng, tăng 21,6% so với mức 260 tỷ đồng ở cùng kỳ. Tốc độ tăng chi phí giá vốn cao (43,1%) cùng việc không có khoản lãi tiền gửi 7 tỷ đồng như ở năm 2013, làm lợi nhuận sau thuế chỉ tăng nhẹ 7,2% lên mức 146,3 tỷ đồng, hoàn thành vượt 15% kế hoạch cả năm 2014.

Theo chúng tôi ước tính, cả năm nhà máy Cần Đơn sẽ phát lên lưới điện quốc gia khoảng 405 triệu kWh, tăng 12% so với năm 2013. Sản lượng của nhà máy RyNinh II cũng được dự báo sẽ tăng nhẹ 2% lên 55 triệu kWh trong năm 2014. Như vậy tổng sản lượng của SJD sẽ lên đến 460 triệu kWh, là mức kỷ lục của SJD kể từ khi đi vào hoạt động. Ước tính doanh thu cả năm 2014 đạt 380 tỷ đồng, LNST đạt 169 tỷ đồng tương đương EPS khoảng 4.122 đ/CP.

Năm 2014, nhà máy Nà Lôi dự báo cũng sẽ hoàn thành đến 111% kế hoạch khi phát lên lưới điện quốc gia 54 triệu kWh. Từ năm 2015 chính thức ghi nhận NLC cùng với việc công trình thủy điện Hà Tây hoàn thành và bắt đầu đi vào hoạt động, quy mô và lợi nhuận của SJD dự kiến sẽ được cải thiện đáng kể.

Liên tục những năm gần đây, SJD chia cổ tức ở mức rất cao trên 1.500đ/CP. Cuối tháng 11/2014, công ty đã chính thức quyết định chi trả cổ tức năm 2013 bằng tiền là 2.200đ/CP. Trong năm 2014, công ty sẽ thanh toán hết khoản trái phiếu mệnh giá 100 tỷ đồng, do đó lượng tiền mặt dự kiến sẽ tiếp tục tăng từ năm 2015 giúp SJD có thể hoàn toàn đảm bảo mức cổ tức này trong thời gian tới.

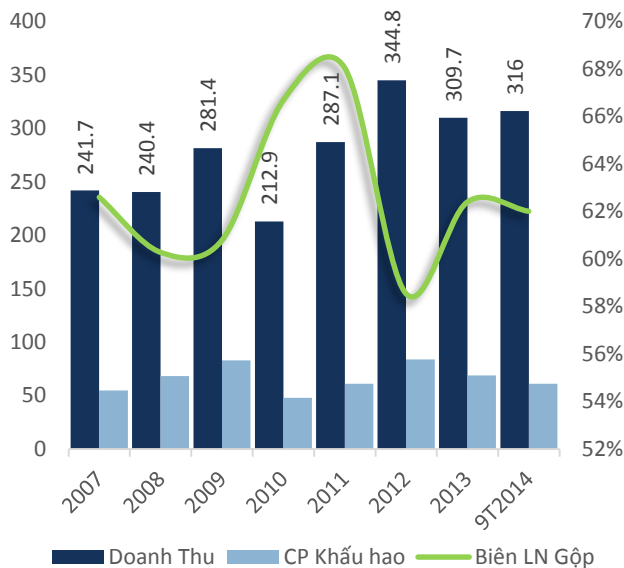
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Hiệu quả hoạt động kinh doanh

Kể từ năm 2007, nhà máy thủy điện Cần Đơn luôn chạy vượt công suất thiết kế (chỉ trừ năm 2010 do hạn hán kéo dài trên cả nước), tuy nhiên mức giá bán đối với sản lượng điện trên bao tiêu chỉ còn 2,25 cent/kWh. Bên cạnh đó, khác với đặc điểm chung của các nhà máy thủy điện khác là biến phí rất thấp thì việc khấu hao nhà máy theo sản lượng thực tế làm cho **biên lợi nhuận gộp của SJD diễn biến ngược chiều với sản lượng sản xuất**.

Tuy nhiên, như đã đề cập, giá bán điện cao nhất nhì trong ngành, sản lượng điện thương phẩm cao cùng rất nhiều ưu đãi về thuế cũng như lãi vay, SJD luôn duy trì được **biên lợi nhuận ròng rất cao với các doanh nghiệp thủy điện niêm yết khác**. Năm 2013, biên lãi ròng đạt 47,91%, vượt trội so với CHP (23,84%), TMP (32,37%), SBA (29,96%),...

Doanh thu SJD

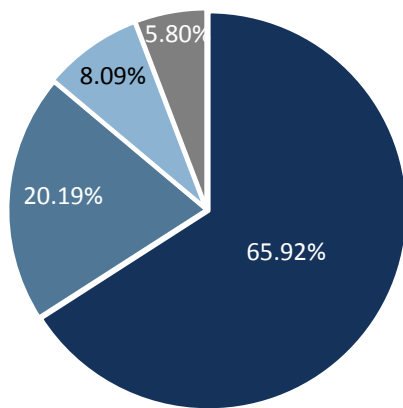


Nguồn: SJD

So sánh tỷ suất sinh lời 2013

	ROA (%)	ROE (%)
SEB	7,7	22,5
SJD	13,8	20,2
TMP	10,7	17,1
TBC	14,1	14,6
NLC	13,5	14,4
SBA	4,5	10,9
CHP	3,8	10,3
SHP	3,8	9,8

Nguồn: BCTC và FPTS tổng hợp

Cơ cấu Tài sản SJD


Cơ Cấu Tài sản

Tài sản cố định chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu tài sản. Tỷ trọng này giảm qua từng năm do khấu hao và dòng tiền tạo ra ngày càng ổn định khi máy móc được đưa vào vận hành một thời gian. Giá trị các khoản mục khác hầu như không đáng kể, chủ yếu là khoản phải thu từ EVN. Trong gần 10 năm đầu hoạt động, công ty hầu như không có khoản đầu tư tài chính nào. Mãi đến năm 2013, SJD mới sáp nhập với thủy điện RyNinh II và thừa hưởng một vài khoản đầu tư tài chính từ thương vụ này.

Cơ Cấu Nguồn Vốn

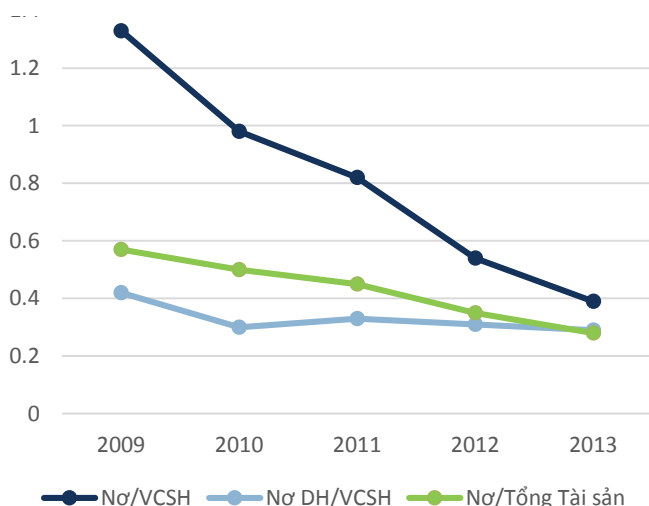
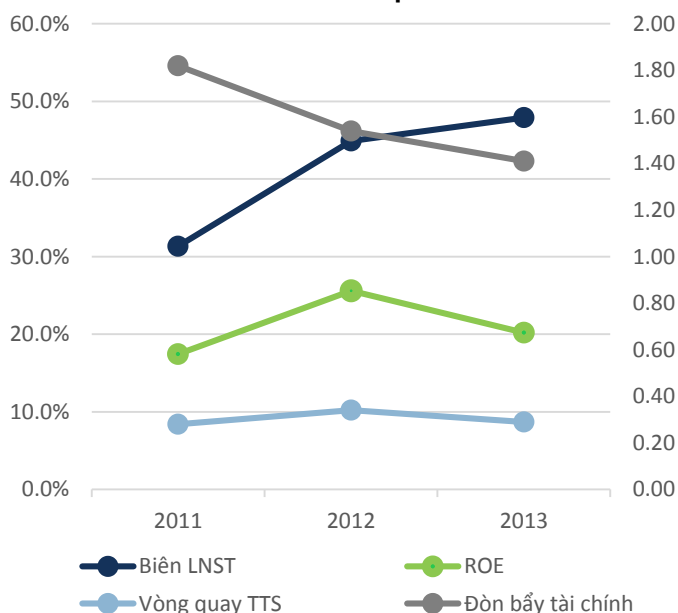
Các khoản vay luôn gây áp lực cho các doanh nghiệp thủy điện trong những năm đầu hoạt động. SJD cũng không phải là ngoại lệ, vốn chủ sở hữu chỉ là 359 tỷ đồng trong tổng vốn đầu tư ban đầu lên 1.117 tỷ đồng. Tuy nhiên, với dòng tiền mạnh và tương đối ổn định, chỉ trong vòng 10 năm, tỷ số D/E đã giảm mạnh từ 5,39 lần năm 2005 xuống chỉ còn 0,39 lần vào năm 2013. Bản chất là một nhà máy thủy điện BOT đã giúp SJD rất nhiều trong việc vay vốn với lãi suất ưu đãi, giảm bớt áp lực trả lãi và gốc vay cho công ty.

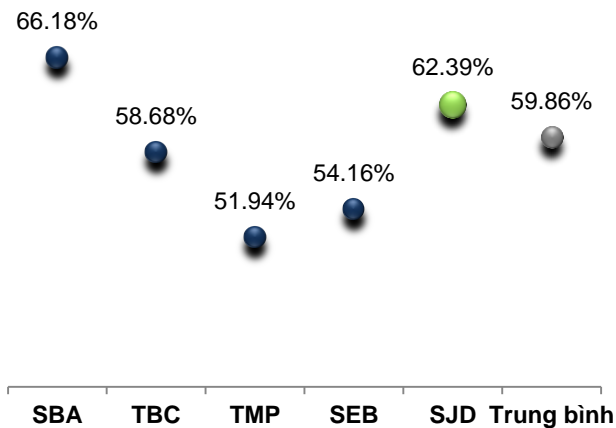
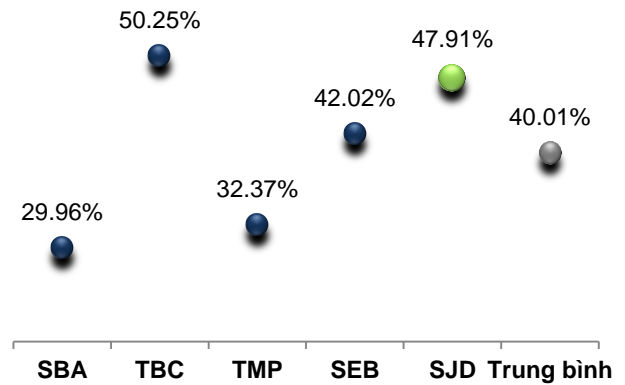
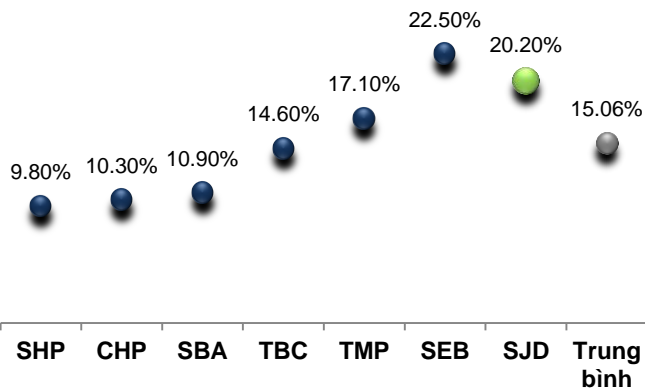
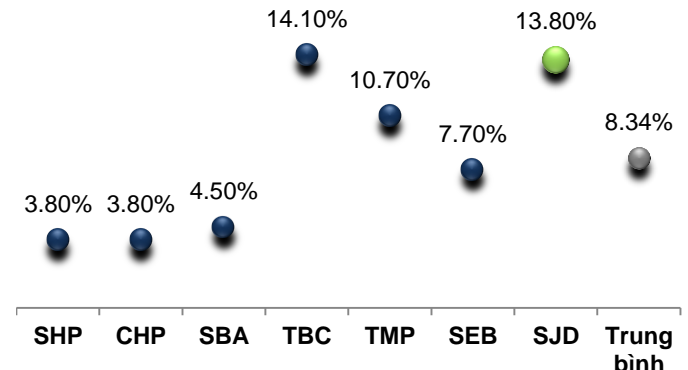
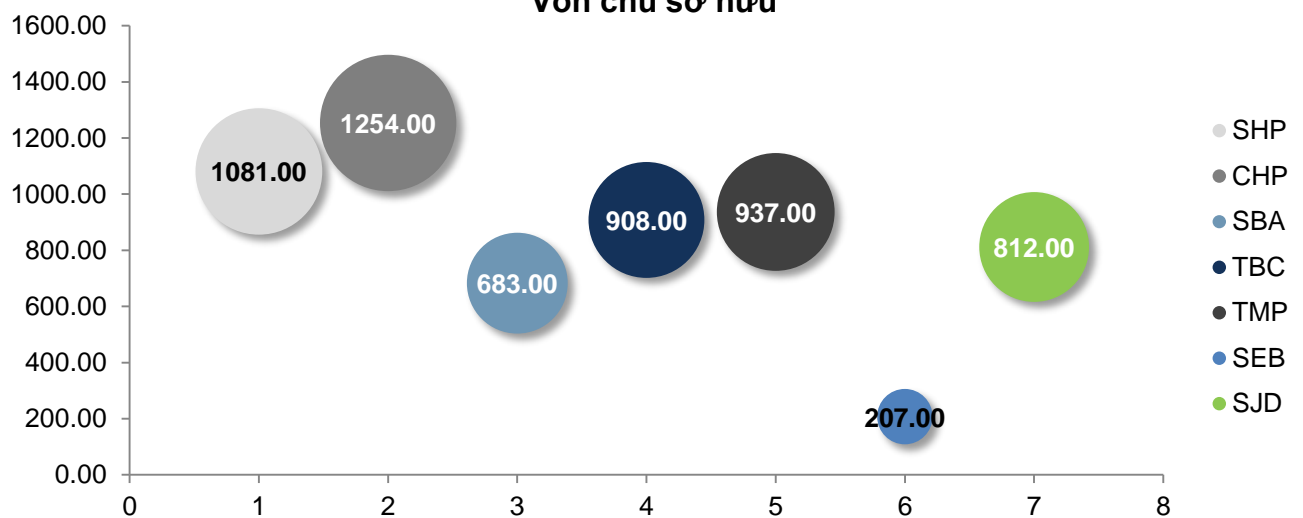
Các khoản vay đã giảm mạnh. Hiện tại, SJD còn khoản vay 5 triệu USD với ADB thông qua Tổng Công ty Sông Đà có lãi suất Libor 12 tháng + chênh lệch từng thời điểm. SJD có thể chịu rủi ro lãi suất tuy nhiên mức lãi suất này rất thấp (1,25% năm 2013) là một lợi thế không hề nhỏ của SJD.

Phân tích Dupont

Phân tích Dupont cho thấy tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của SJD có biến động đáng kể trong giai đoạn 2011-2013 chủ yếu do đòn bẩy tài chính và biên lợi nhuận sau thuế. Hiệu quả sử dụng tài sản của SJD khá ổn định trong giai đoạn này. Giai đoạn 2011-2012, SJD đạt đỉnh về sản lượng năm 2012 (442 triệu kWh), nhờ đó biên LNST tăng vọt đã làm ROE tăng mạnh trong giai đoạn này từ 17,4% lên 25,6%. Tuy nhiên, năm 2013, sản lượng giảm khiến biên LNST không còn tăng mạnh như giai đoạn trước, kèm theo đòn bẩy tài chính của SJD giảm do thương vụ sáp nhập RHC đã làm ROE giảm xuống chỉ còn 20,2% năm 2013.

Từ năm 2015, khi SJD chính thức sáp nhập NLC (NLC có biên LNST, đòn bẩy tài chính thấp hơn nhiều so với SJD), khả năng sẽ gây chuyển biến tiêu cực đến ROE của SJD.

TS Cổ định Phải thu ngắn hạn Tiền TS Khác

Phân tích Dupont


So sánh hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp ngành thủy điện năm 2013
Tỷ suất gộp

Tỷ suất LNST

ROE

ROA

Vốn chủ sở hữu


Nguồn: Báo cáo tài chính và FPTTS tổng hợp

DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

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

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

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

Tuyên bố miễn trách nhiệm

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

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

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

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu SJD nào.

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

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Trụ sở chính

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 37737070 / 2717171
Fax: (84.4) 37739058

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

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,
Q1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 62908686
Fax: (84.8) 62910607

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

100 Quang Trung, P. Thạch Thang, Quận
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553666
Fax: (84.511) 3553888