Fpt Securities

BÁO CÁO CẬP NHẬT

Ngành: Điện **Ngày 15 tháng 07 năm 2014**

CÔNG TY CỔ PHẦN THỦY ĐIỆN MIỀN NAM (HOSE: SHP)

Cao Thị Tĩnh
Chuyên viên phân tích
Email: tinhct@fpts.com.vn
Điện thoại: (84) – 4 3773 7070 Ext : 4305

Giá niêm yết	12.000
Giá mục tiêu	17.800
Tăng/giảm	+48,2%
Tỷ suất cổ tức	6,25%

-18%	-7%	0%	+7%	+18%
Bán	Giảm	Theo dõi	Thêm	Mua

MUA

Diễn biến giá cổ phiếu SHP



Thông tin giao dịch tại UpCom	
Giá hiện tại	12.800
Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)	13.000
Giá thấp nhấp 52 tuần (đ/CP)	6.950
Số lượng CP niêm yết (CP)	85.311.344
Số lượng CP lưu hành (CP)	93.710.200
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	20.146
% sở hữu nước ngoài	0%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	937
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.194

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Thủy điện Miền Nam
Địa chỉ	93B, Nguyễn Văn Thủ, Đao Ka, Quận 1, TPHCM
Doanh thu chính	Thủy điện
Chi phí chính	Chi phí khấu hao tài sản cố định
Lợi thế cạnh tranh	Có hồ chứa điều hòa; địa hình thuận lợi.
Rủi ro chính	Biến động thời tiết, rủi ro thanh khoản

Danh sách cổ đông	Tỷ lệ (%)
EVN	48,86%
SABECO	20,22%
Cổ đông khác	30,92%

Tóm tắt nội dung

- **Thuận lợi về điều kiện thủy văn và địa hình.** Ba nhà máy của SHP đặt ở thượng nguồn sông Đồng Nai, tại tỉnh Lâm Đồng với nhiều sông suối và thác ghềnh, rất phù hợp sản xuất thủy điện. Mặc dù có sự phân biệt mùa mưa và mùa khô rõ rệt, nhưng địa hình cao tại thượng nguồn giúp các nhà máy vận hành khá ổn định trong mùa khô.
- **Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận nhờ đi vào hoạt động nhà máy mới.** Nhà máy thủy điện Đa M'bri có công suất gấp rưỡi tổng công suất của 2 nhà máy còn lại gộp vào và có hồ chứa điều hòa. Việc nhà máy đi vào hoạt động sẽ giúp SHP tăng trưởng mạnh cả về doanh thu và lợi nhuận. Trong 6 tháng đầu năm, doanh thu và sản lượng tăng tương ứng khoảng 160% và 63% so với cùng kỳ năm trước. LNST ước đạt 60 tỷ, đạt được 76% kế hoạch cả năm.
- **Dự báo kết quả kinh doanh năm 2014:** Ước tính năm 2014, sản lượng sẽ gấp hơn 2 lần năm trước, doanh thu và lợi nhuận gấp khoảng 2,67 và 2 lần so với năm trước, mặc dù chi phí lãi vay kỳ vọng tăng cao. LNST ước khoảng hơn 200 tỷ đồng tương đương với EPS khoảng 2.289 VND.
- **Đòn bẩy tài chính cao, dòng tiền dự kiến sẽ thấp trong thời gian tới do áp lực phải trả nợ:** Dư nợ dài hạn hiện tại của SHP lên tới gần 1,400 tỷ VND, gấp rưỡi vốn điều lệ của doanh nghiệp. SHP phải trả nợ định kỳ trong vòng 10 năm tới, do đó phần lớn lợi nhuận giữ lại dùng để hoàn trả các khoản vay ngắn và dài hạn này. Tính thanh khoản của doanh nghiệp rất thấp, ở mức thấp nhất trong ngành.
- **SHP đang trong quá trình thực hiện chuyển sàn, và sẽ giao dịch trên sàn HOSE từ ngày 21/7/2014.**
- **Khuyến nghị:** Tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao trong năm nay là một điểm nhấn đầu tư cho SHP. Ngoài ra, với thế mạnh về địa hình và điều kiện thủy văn, chúng tôi kỳ vọng mức ổn định về sản lượng và doanh thu trong các năm sau đó. Chi phí lãi vay sẽ giảm dần theo từng năm sẽ giúp tăng dần lợi nhuận của SHP trong các năm tiếp theo. EPS ước tính khoảng 2.289 VND trong năm 2014 được kỳ vọng được giữ ở mức này và sẽ tăng chậm đều trong các năm tiếp theo. Sử dụng phương pháp so sánh P/E, chúng tôi kỳ vọng mức giá khoảng 17.800VND (sau khi đã chiết khấu rủi ro thanh khoản) và đưa ra khuyến nghị MUA dài hạn cho mã cổ phiếu này.

Định giá theo phương pháp P/E

So sánh với các công ty thủy điện niêm yết trên sàn, SHP có quy mô hoạt động tương đối lớn và đặc điểm sản xuất kinh doanh gần giống với các doanh nghiệp thủy điện khác. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá P/E, dùng giá trị so sánh bình quân trong ngành để ước tính giá trị của SHP. Tuy nhiên, mức giá này vẫn chưa chiết khấu mức rủi ro thanh khoản khi doanh nghiệp này vẫn chưa niêm yết chính thức trên sàn giao dịch.

Dựa trên bảng tổng hợp dưới đây, chúng tôi đưa ra mức giá kỳ vọng của doanh nghiệp ở mức 25.400 VND. Mức giá này sử dụng so sánh với các doanh nghiệp đã niêm yết, chưa chiết khấu các rủi ro về thanh khoản do chưa niêm yết trên sàn giao dịch của SHP. Chúng tôi kỳ vọng mức giá khoảng **17.800 VND** khi chiết khấu đi 30% về rủi ro thanh khoản.

Tổng hợp phương pháp định giá P/E

Tên doanh nghiệp	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	Biên LNG	P/E
China Yangtze Power Co. Ltd.	Trung Quốc	16.722,5	57,6%	11,3x
Sichuan Chuantou Energy Co.,Ltd.	Trung Quốc	4.111,7	47,7%	15,2x
Meridian Energy Limited (NZSE:MEL CA)	New Zealand	2.808,5	31,7%	13,0x
CTCP Vĩnh Sơn Sông Hinh	Việt Nam	152	54,85	15,2x
CTCP Thủy điện Thác Mơ	Việt Nam	66,8	39,12%	8,6x
CTCP Thủy điện Thác Bà	Việt Nam	62,1	48,19%	8,6x
CTCP Thủy điện Sông Ba	Việt Nam	27,1	61,40%	5,8x
Trung bình P/E ngành				11,1x
Median				**11,3x**
EPS của SHP 2014 (dự báo)				2.289
Giá trị cổ phiếu SHP				**25.400**

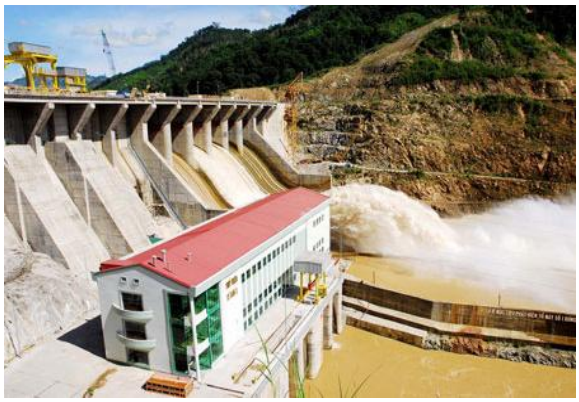
Nguồn: Capital IQ

Đánh giá rủi ro khi đầu tư

Rủi ro thời tiết: Hai nhà máy Đa siat và Đa Dâng 2 của SHP đều không có năng lực tích nước trong thời gian dài vì vậy sản lượng điện phụ thuộc hoàn toàn vào điều kiện thủy văn theo mùa. Đặc biệt là trong mùa khô (từ tháng 1-3) có khả năng không có mưa trong thời gian dài sẽ tác động không nhỏ tới sản lượng cũng như lợi nhuận của doanh nghiệp.

Rủi ro thanh khoản: Hiện tại, trên 70% cổ phần của SHP được nắm giữ với các cổ đông tổ chức, chỉ còn lại 30% cổ phần có thể giao dịch được ngoài thị trường – tương đương với 28 triệu cổ phiếu. Do đó, rủi ro thanh khoản đối với mã cổ phiếu này cao và cần được xem xét khi đầu tư.

Thủy điện Đa M'bri



Thủy điện Đa siat



Thủy điện Đa Dâng 2



TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành và phát triển

CTCP Thủy điện Miền Trung được thành lập ngày 13/07/2004 với vốn điều lệ ban đầu 250 tỷ đồng. Vốn điều lệ của doanh nghiệp hiện thời là 937 tỷ đồng sau 3 lần tăng vốn. Công suất thiết kế của 3 nhà máy là 122,5MW, tương đương với 550 triệu kWh/năm. Lịch trình xây dựng, vận hành của các nhà máy và các mốc phát triển chính của công ty như dưới đây:

2004
- Công ty đi vào hoạt động, với vốn điều lệ ban đầu 250 tỷ đồng.

2006
- Thông qua kế hoạch đầu tư xây dựng nhà máy Thủy điện Đa M'bri.
- Nâng vốn điều lệ lên 687 tỷ đồng.

2010
- Hai nhà máy thủy điện Đasiat và Đa Dâng 2 đi vào hoạt động và bắt đầu ghi nhận doanh thu và lợi nhuận.
- Niêm yết trên sàn UPCOM

2011
- Tăng vốn điều lệ lên 853 tỷ đồng

2012
- Tăng vốn điều lệ lên 937 tỷ đồng

2013
- Tổ máy 1 của Nhà máy Thủy điện Đa M'bri đi vào hoạt động.

Điều kiện thủy văn và vị thế, vai trò trong ngành

Tên	Đặc điểm
Thủy điện Đa siat	Công suất: **13,5MW** (60 triệu kWh) Vốn đầu tư: 340 tỷ VND Gồm 2 tổ máy, hoạt động từ tháng 1/2010
Thủy điện Đa Dâng 2	Công suất: **34MW** (152 triệu kWh) Vốn đầu tư: 500 tỷ VND Gồm 2 tổ máy, hoạt động từ T9/2010
Thủy điện Đa M'bri	Công suất**: 75MW** (338 triệu kWh) Vốn đầu tư: 2.200 tỷ VND Gồm 2 tổ máy, tổ máy 1 hòa vào lưới điện quốc gia từ 31/12/2013, tổ máy 2 đi vào hoạt động từ 20/5/2014.

Lưu vực sông Đồng Nai



Danh sách một số nhà máy Thủy điện

STT	Tên nhà máy	Địa bàn	Công suất(MW)
1	Thủy điện Sơn La	Sơn La	2.400
2	Thủy điện Hòa Bình	Hòa Bình	1.920
3	Thủy điện Ialy	Bình Định	720
4	Thủy điện Trị An	Đồng Nai	400
5	Bản Vẽ	Nghệ An	320
6	Thủy điện Miền Nam	Lâm Đồng	225
7	Thủy điện Hủa Na	Hà Nội	180
8	Thủy điện Miền Trung	Đà Nẵng	170
9	Thủy điện Đa Nhim	Lâm Đồng	168
10	Thác Mơ	Bình Phước	150
11	Thủy điện Vĩnh Sơn- Sông Hinh	Bình Định	136
12	Thủy điện Miền Nam	Lâm Đồng	122,5
13	Thủy điện Thác Bà	Yên Bái	120
14	Thủy điện Cần Đơn	Bình Phước	77,6

Điều kiện thủy văn: Các nhà máy thủy điện của SHP nằm trên địa phận thượng nguồn của sông Đồng Nai – Sông Đa Dâng (thuộc tỉnh Lâm Đồng –thuộc phía Nam Tây Nguyên), với nhiều sông suối và thác ghềnh. Khu vực này có hai mùa rõ rệt: mùa mưa và mùa khô. Mùa mưa bắt đầu từ tháng 5 đến tháng 10 hàng năm – với lượng nước chiếm 80-85% lượng nước cả năm - lượng nước lớn nhất trong năm rơi vào tháng 9 (có nơi tháng 10) – có thể đạt 25-30%. Mùa khô bắt đầu từ tháng 11 đến tháng 6, tháng 1 đến tháng 3 hầu như không có mưa.

Nhà máy thủy điện Đasiat nằm trên lưu vực suối Đasiat, một nhánh bờ trái sông Đồng Nai, thuộc tỉnh Lâm Đồng. Do quy mô nhà máy nhỏ nên nhà máy không có hồ chứa nước. Sản lượng điện phụ thuộc trực tiếp vào mực nước trên suối, vì vậy sản lượng nhà máy vào mùa mưa thường gấp đôi sản lượng bình quân vào mùa khô.

Thủy điện ĐaDâng 2: Nằm trên vị trí ngã ba sông Đồng Nai- Đa Dâng- Đa Nhim, Lâm Đồng. Hồ chứa của nhà máy này tương đối nhỏ, với khả năng điều tiết nước dưới 2 ngày, vì vậy sản lượng cũng phụ biến động khá thất thường theo mùa.

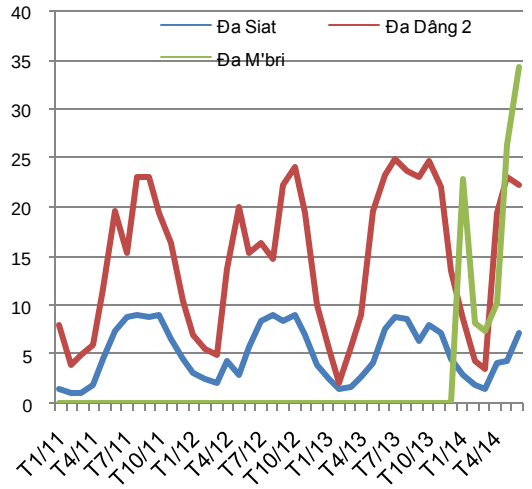
Thủy điện Đam'bri: Xây dựng trên suối Đam'bri - là một trong số ít các công trình thủy điện kiểu hầm áp lực, với đường hầm dẫn dòng dài nhất -8,3km. Công trình này có hồ chứa điều tiết theo năm nên sản lượng sẽ giữ ở mức tương đối ổn định theo các mùa. Đây là một lợi thế cho doanh nghiệp khi giữ được mức sản lượng cao trong mùa khô, khi chào bán trên thị trường cạnh tranh.

Vị thế trong ngành và vai trò nhà máy trong khu vực

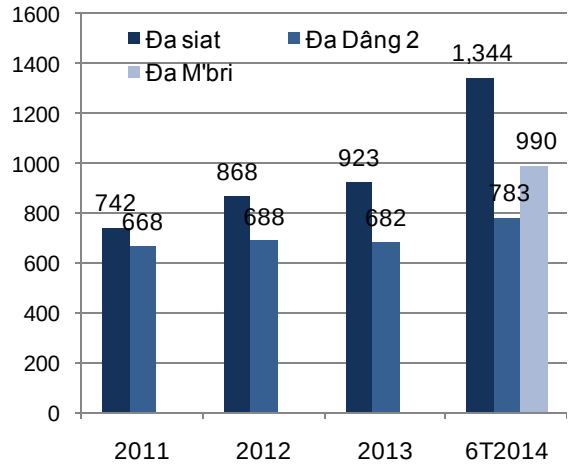
Với tổng công suất 3 nhà máy là 122,5 MW, quy mô của doanh nghiệp ở mức trung bình so với quy mô của các nhà máy thủy điện lân cận (Đồng Nai 3, 4, Đa Nhim, Thác Mơ) và tương đối nhỏ so với quy mô các nhà máy trong cả nước (Sơn La, Hòa Bình, Tuyên Quang, Trị An..).

Vai trò của SHP tại khu vực miền Nam Trung Bộ: Khu vực sông Đồng Nai là vùng tập trung phát triển công nghiệp, thương mại, dịch vụ và đô thị hóa nhanh nhất trong các vùng kinh tế của Việt Nam và là vùng kinh tế trọng điểm của phía Nam (bao gồm Thành phố HCM, Đông Nai, Bình Dương và Bà Rịa –Vũng Tàu). Theo Bộ Công thương, tình hình cấp điện ở miền Nam vẫn rất căng thẳng do nhiều dự án điện chưa kịp đi vào hoạt động, trong khi hệ thống lưới điện tải 500-220kV không đủ khả năng truyền tải hết nguồn điện miền Bắc và miền Trung khu vực miền Nam. Việc đi vào hoạt động nhà máy thủy điện ĐaM'bri sẽ phần nào giải quyết nguồn cung thiếu hụt này. Đây là dự án năm trong Tổng sơ đồ phát triển điện lực giai đoạn VII và là dự án lớn nhất của SHP.

Sản lượng theo mùa của ba nhà máy, 2011-14



Giá điện bình quân của các nhà máy,2011-6T14



HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

Đặc điểm hoạt động kinh doanh chính

Sản lượng điện tương đối ổn định trong 3 năm qua: Hai nhà máy Đi siat và Đa Dâng 2 bắt đầu chạy hết công suất thiết kế từ năm 2011, tuy nhiên sản lượng các năm tương đối đồng đều và ít bị ảnh hưởng xấu bởi rủi ro thời tiết. Đặc biệt đối với thủy điện Đa siat không có hồ chứa, trong khi hầu như không có mưa từ tháng 1 đến tháng 3.

Tổ máy 1 nhà máy ĐaM'bri mới đi vào hoạt động từ 1/1/2014 trong khi tổ máy 2 đi vào hoạt động từ cuối tháng 5 đúng vào thời điểm mùa mưa với lượng nước đã được tích đủ, hiện đã chạy hết công suất giúp sản lượng của Đa M'bri tăng lên đột biến từ tháng 6.

Sản lượng	Công suất thiết kế (triệu kWh)	2011	2012	2013	6T2014	KH 2014
Đa siat	57,74	64,66	67,05	64,26	21,83	**61**
Đa Dâng 2	150,83	160,86	173,00	197,55	80,96	**170**
Đa M'bri	319	-	-	-	109,28	**321**

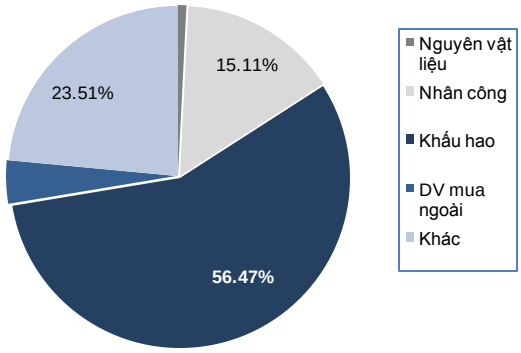
Đàm phán giá bán điện: Giá điện SHP bán cho EVN được đàm phán với các cơ chế giá khác nhau và các mức giá khác nhau cho từng nhà máy.

Nhà máy Đa siat: Với công suất nhỏ hơn 30MW, nhà máy bán giá điện bán theo cơ chế tính chi phí đánh được, và giá được bán theo mức tính toán của Bộ Công Thương hàng năm, được phân ra 2 mức ra trong 2 mùa khô và mùa mưa. Hợp đồng mua bán điện với EVN có hiệu lực từ tháng 8/09, có hiệu lực trong 20 năm. Trong năm 2014, giá bán điện bình quân 6 tháng khoảng 1.344 đồng/kWh (đã tính phí tài nguyênvà thuế môi trường), mức cao nhất so với 2 nhà máy còn lại. Tuy nhiên, mức giá cho mùa mưa (chưa bao gồm thuế môi trường) ở mức bình quân là 579 đồng/kWh, tương đương với 659 đồng/kWh sau khi đã tính thuế.

Nhà máy Đa Dâng 2: Trực tiếp chào bán giá với công ty mua bán điện và đã tham gia thị trường điện cạnh tranh. Gía bán điện trong hợp đồng được ký kết theo vòng đời của dự án (25 năm kể từ tháng 5/12), mức tính giá trong năm 2014 khoảng 686,7 đồng/kWh trong mùa khô và 547,7 đồng/kWh vào mùa mưa.

Nhà máy ĐaM'bri: Giá điện được đàm phán với mức giá hợp đồng cố định cho 2 hai mùa mưa và mùa khô, với giá chưa tính phí và thuế môi trường khoảng 916,13 đồng/kWh. Hợp đồng mua bán điện được ký kết trong 10 năm, kể từ tháng 10/2013.

Cơ cấu giá thành sản xuất điện SHP, 2013



Cơ cấu chi phí sản xuất: Đặc điểm của ngành thủy điện là tỷ trọng của nguyên vật liệu không đáng kể trong giá thành sản xuất điện. Chi phí sản xuất chính trong giá thành điện là chi phí khấu hao tài sản cố định; tùy thuộc vào từng tuổi đời của nhà máy khác nhau sẽ quyết định giá thành sản xuất điện từng nhà máy điện cũng như tỷ trọng khấu hao.

Ba nhà máy của SHP đều là các nhà máy mới đi vào hoạt động nên chi phí khấu hao hàng năm cao; do đó giá thành sản xuất cũng sẽ tương đối cao hơn so với các nhà máy thủy điện lâu năm khác như Thủy điện Thác Bà, Thác Mơ, Vĩnh Sơn – Sông Hinh. Tỷ trọng bình quân chiếm khoảng trên dưới 60% tổng giá thành sản xuất của doanh nghiệp.

Cập nhật sản xuất kinh doanh 6 tháng đầu năm

Tình hình sản xuất kinh doanh 6T14

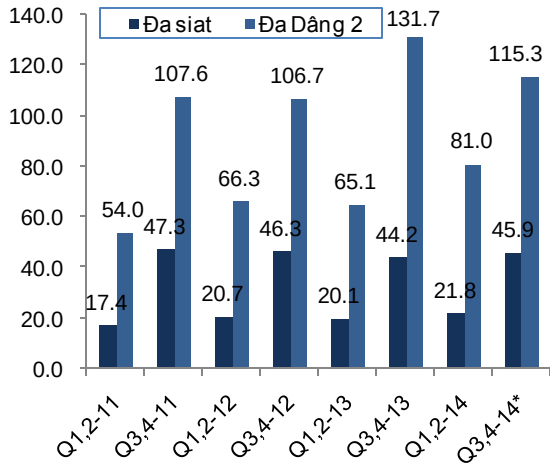
	6T13	6T14	Tăng trưởng
Doanh thu	77,37	200,94	160%
Giá vốn	32,90	81,68	148%
LNG	44,46	119,26	168%
DT tài chính	4,76	N/A	
Lãi vay	6,46	48,9	657%
CP quản lý DN	5,13	7,15	39%
LNTT	38,71	63,21	63%
LNST	38,44	59,8	56%

Đơn vị: tỷ VND *Nguồn: SHP*

Tăng công suất và biên lợi nhuận nhờ đi vào hoạt động tổ máy mới: Với công suất gấp rưỡi tổng công suất của hai nhà máy còn lại, sự đi vào hoạt động của hai tổ máy 1, 2 của nhà máy ĐaM'bri lần lượt trong tháng 1 và cuối tháng 5/2014 khiến sản lượng điện gấp hơn 2,5 lần so với cùng kỳ năm trước. Sản lượng điện 6 tháng 2014 ước đạt 212 triệu kWh, so với 85 triệu kWh cùng kỳ năm ngoái và hoàn thành 66% kế hoạch của cả năm.

Doanh thu 6 tháng đạt 200,94 tỷ đồng, đạt trên 40% kế hoạch của cả năm, gấp 3 lần so với cùng kỳ năm trước. LNTT đạt 63 tỷ đồng, tăng 63% so với năm ngoái và đã hoàn thành 63% kế hoạch cả năm. LNTT của doanh nghiệp không tăng tương ứng với mức tăng của doanh thu, phần lớn là do phần lãi vay tăng lên gấp hơn 7 lần so với cùng kỳ năm trước.

Dự báo sản lượng 6 tháng cuối năm 2014, triệukWh



(*): FPTS dự báo *Nguồn: SHP &FPTS*

Đánh giá kết quả kinh doanh cả năm 2014

Sản lượng 6 tháng cuối năm: Sản lượng của 2 nhà máy Đa siat và Đa Dâng 2 đều ở mức cao hơn cùng kỳ các năm trước. Chúng tôi ước tính sản lượng 6 tháng còn lại bằng mức tối thiểu cùng kỳ các năm trước. Đối với thủy điện Đa M'bri, sản lượng 6 tháng đầu năm nay đã đạt 34% kế hoạch, mặc dù không có số liệu theo dõi lịch sử nhưng do điều kiện thủy văn tại khu vực, thông thường sản lượng 6 tháng cuối năm (tức vào mùa mưa) sẽ chiếm khoảng 70% tổng sản lượng cả năm. Sản lượng cả năm của Đa M'bri được chúng tôi ước tính bằng với kế hoạch năm - 321 triệu kWh.

Giá thành sản xuất điện: Thông thường với quy mô sản xuất lớn hơn, giá thành sản xuất điện giảm trong 6 tháng đầu năm nhờ hiệu quả quy mô. Chúng tôi theo quan điểm thận trọng, vẫn giữ nguyên mức bình quân giá thành năm nay bằng với cùng kỳ các năm trước – 221,06 VND/kWh.

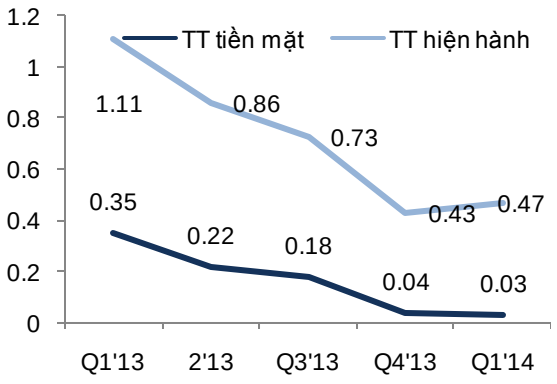
Lãi vay: Việc đi vào vận hành nhà máy Đa M'bri khiến phần hạch toán lãi vay từ khoản vay dài hạn (để xây dựng nhà máy) được hạch

toán vào chi phí lãi vay từ tháng 5/2014. Với khoản dư nợ dài hạn trên 1.400 tỷ, trong 6 tháng cuối năm còn lại, khoản nợ vay ước tính khoảng 75 tỷ đồng.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Khả thanh khoản

Khả năng thanh khoản SHP, Q1'13-14



Khả năng thanh khoản thấp: SHP mới đi vào hoạt động nên lợi nhuận giữ lại lũy kế thấp trong khi nhu cầu vốn đầu tư cho dự án Đa M'bri cao, khiến lượng tiền mặt của SHP suy giảm và tạo ra sự mất cân đối trong cơ cấu tài sản và nguồn vốn doanh nghiệp. Cuối kỳ kế toán 2 quý gần đây, SHP gần như không có tiền mặt có sẵn và 89% tài sản ngắn hạn của SHP thuộc về khoản mục các khoản phải thu, là tiền đặt cọc cho nhà thầu và mua máy móc, không có kỳ vọng được hoàn trả. Do đó, tính thanh khoản hiện thời đặc biệt là tỷ lệ thanh toán tiền mặt của SHP xấp xỉ bằng 0x. Tuy nhiên, do các dự án của SHP đã đi vào hoạt động nên nhu cầu vốn đầu tư cho dự án sẽ giảm dần; trong khi đó dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh sẽ tăng lên từ các dự án này. Chúng tôi kỳ vọng tính thanh khoản sẽ được cải thiện nhanh vào cuối kỳ kế toán cuối năm nay.

Cơ cấu tài sản

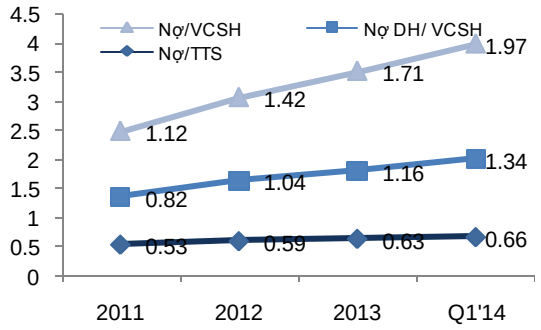
Cơ cấu tài sản SHP, 31/3/2014

	Giá trị (tỷ VND)	% TTS
TS ngắn hạn	296	9,9%
Khoản phải thu NH	*263*	*8,8%*
TS Dài hạn	2.701	90,1%
TS cố định	*2.700*	*90,1%*
Tổng TS	**2.997**	**100,0%**

Tài sản cố định chiếm phần lớn tổng tài sản: Giá trị sổ sách chính của SHP thuộc về giá trị tài sản của ba nhà máy (hiện thời vẫn đang tạm tính). Giá trị các khoản mục khác hầu như không đáng kể, chủ yếu là khoản đặt cọc từ nhà thầu (được hạch toán vào khoản phải thu ngắn hạn) và khoản này kỳ vọng sẽ hạch toán vào giá trị tài sản cố định, khi tất toán các dự án với nhà thầu. Do bị giới hạn bởi năng lực nguồn vốn nên SHP hầu như không có khoản đầu tư tài chính ngắn và dài hạn nào.

Cơ cấu nguồn vốn

Đòn bẩy tài chính SHP, 2011-Q1'14



Đòn bẩy tài chính cao gây áp lực cao cho SHP về dòng tiền trả nợ trong vòng 10 năm tới: Tính tới hết kỳ tài chính Q1'14, dư nợ dài hạn của SHP còn lại 1.365 tỷ đồng, gấp rưỡi vốn điều lệ của doanh nghiệp chưa kể tới nợ ngắn hạn 220 tỷ đồng. Các khoản nợ dài hạn này chủ yếu là phục vụ cho dự án Đa M'bri, có thời hạn khoảng 12-13 năm, và đã hết kỳ ân hạn. Vì vậy, SHP hiện phải tập trung để trả nợ dần các khoản này trong khi đó chi phí lãi cho hoạt động sản xuất kinh doanh sẽ tăng lên, ước bình quân SHP sẽ phải trả khoảng 150 tỷ lãi vay trong hoạt động sản xuất trong các năm đầu sau khi nhà máy đi vào hoạt động.

Khoản vay lãi dài hạn xây dựng dự án Đa siat và Đa Dâng: SHP đã trả gần hết các khoản này và ghi nhận còn lại khoảng 100 tỷ trong khoản vay dài hạn đến hạn trả: Dự án Đa siat còn dư nợ 17,2 tỷ đồng, tới hạn thanh toán 11/2014; dự án Đa Dâng 2 còn 85 tỷ, đáo hạn tháng 12/2015.

Khoản vay dài hạn cho dự án Đa M'bri: Tổng vốn đầu tư ước tính cho dự án trên 2.000 tỷ, với cơ cấu vốn 7-3 (70% đi vốn vay ngân hàng, tương đương với 1.400 tỷ vốn vay). Khoản vay dài hạn này được cung cấp bởi 3 ngân hàng chính: Ngân hàng Phát triển Việt Nam (VDB), Vietcombank và ngân hàng Việt Nam Thịnh Vượng (VPBank).

Chi tiết khoản vay dài hạn từ VDB

VDB	dư nợ	lãi suất	Lãi vay trả
	607,5	6,90%	38,57
	177,23	14,40%	25,52
	381,45	12%	45,77
Nợ đầu kỳ	1.166,18		109,87
Nợ cuối kỳ	1.043,18		

Chi tiết khoản vay dự án Đa M'bri:

Khoản vay VDB: được ân hạn đến tháng 1/2014, thời hạn vay trong 12 năm; trả nợ 5 tỷ/tháng trong 3 tháng đầu và 12 tỷ/tháng sau đó. Chi tiết về lãi suất, đợt vay và giá trị khoản vay ở hình bên.

Khoản vay VPBank: Khoản vay từ năm 2013, ân hạn trong 12 tháng, vay tối đa trong 36 tháng, lãi suất được cập nhật thay đổi 3 tháng 1 lần; giá trị của khoản vay khoảng 100 tỷ, và lãi suất hiện hành cho khoản vay này là 10% và 10,5%.

Khoản vay Vietcombank: Giá trị khoản vay 260 tỷ đồng, được giải ngân trong năm 2014, ân hạn 18 tháng, vay trong 11,5 năm với lãi suất 11%.

PHÂN TÍCH SWOT

ĐIỂM MẠNH	ĐIỂM YẾU
- Điều kiện thủy văn tương đối ổn định, địa hình cao thuận lợi cho thủy điện. - Nhà máy ĐaM'bri có công suất lớn, với hồ chưa cao, sẽ giúp SHP ổn định sản lượng trong mùa khô và tăng hiệu quả sản xuất về quy mô. - Được hưởng thuế suất thấp trong 15 năm đầu. (từ 0-5%)	- Tính thanh khoản rất thấp, cơ cấu nợ vay và vốn tự có đang mất cân bằng. - Đòn bẩy tài chính cao khiến lợi nhuận của cổ đông ít được đảm bảo trong các năm đầu do SHP phải tập trung trả nợ.
CƠ HỘI	**THÁCH THỨC**
- Tăng trưởng cao về quy mô, doanh thu và lợi nhuận nhờ việc đi vào hoạt động Đa M'bri với năng lực sản xuất lớn.	- Biên lợi nhuận sẽ bị ảnh hưởng do chi phí lãi vay tăng lên khi nhà máy mới đi vào hoạt động.

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 FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS 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 FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS 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 kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTS nắm giữ 0 cổ phiếu SHP và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu SHP 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