BÁO CÁO CẬP NHẬT

Ngành: Điện **Ngày 05 tháng 01 năm 2015**

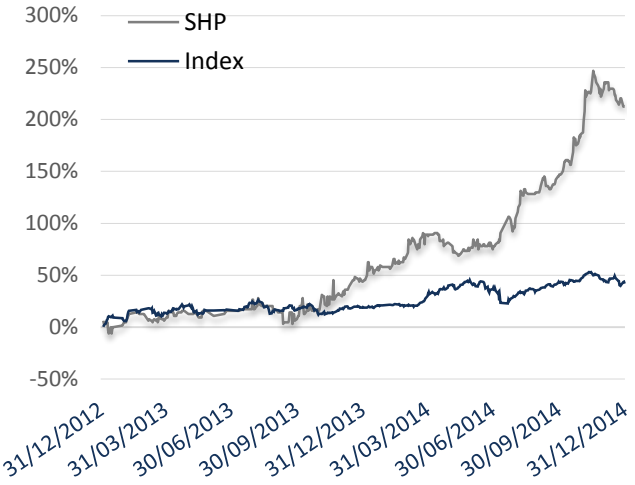
CTCP THỦY ĐIỆN MIỀN NAM (HOSE: SHP)

Nguyễn Ngọc Hoàng
Chuyên viên phân tích
Email: hoangnn@fpts.com.vn
Điện thoại: (84) - 86290 8686 - Ext : 7592

Giá tham chiếu	**20.500**
Giá mục tiêu	**20.000**
Tăng/giảm	**-2.4%**
Tỷ suất cổ tức	**4,0%**

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

THEO DÕI



Thông tin giao dịch	05/01/2015
Giá hiện tại	20.500
Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)	22.200
Giá thấp nhấp 52 tuần (đ/CP)	10.000
Số lượng CP niêm yết (CP)	93.710.200
Số lượng CP lưu hành (CP)	93.710.200
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	57.248
% sở hữu nước ngoài	0,74%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	937,102
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.874,2

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Thủy điện Miền Nam
Địa chỉ	Lầu 1, tòa nhà Citilight, 45 Võ Thị Sáu, P. ĐaKao, Q1, TPHCM
Doanh thu chính	Thủy điện
Chi phí chính	CP Khấu hao TSCĐ, CP lãi vay.
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 độc quyền.

Danh sách cổ đông	Tỷ lệ (%)
Tổng Công ty Điện lực Miền Nam	48,86%
Sabeco	20,22%
Cổ đông khác	30,92%

TÓM TẮT

SHP về đích trước hạn *với doanh thu 9 tháng đạt 419 tỷ đồng (+215% yoy), lãi ròng 162,3 tỷ đồng, gấp đôi kế hoạch lợi nhuận. Chúng tôi dự phóng cả năm 2014, SHP đạt khoảng 600 tỷ đồng doanh thu thuần (tương đương 140% kế hoạch doanh thu) và đạt 217 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương ứng với mức EPS(2014) là 2.316 đồng/cp, so với mức P/E trung bình của các công ty cùng ngành là 8,44 lần, chúng tôi đưa ra khuyến nghị* ***THEO DÕI*** *đối với SHP với giá mục tiêu* ***20.000 đồng/cp***

Nhà máy Đa M'bri _ Bước ngoặt tăng trưởng. Năm 2014 là một dấu mốc quan trọng với SHP khi nhà máy lớn nhất này chính thức đi vào vận hành và vượt công suất thiết kế ngay trong 11 tháng với sản lượng lên đến 366 triệu kWh. Điều kiện thủy văn thuận lợi, nhà máy Đa Siat và Đa Dâng 2 cũng phát lên lưới điện Quốc gia 64,95 và 199,81 triệu kWh, vượt 8,6% so với cùng kỳ. Tổng sản lượng cả năm ước đạt 670 triệu kWh.

Các tỉnh miền Nam luôn xảy ra tình trạng thiếu điện là lợi thế của SHP trong việc đảm bảo đầu ra và đàm phán giá điện với EVN. Đặc biệt vào khoảng tháng 5, tháng 6 hàng năm, khi nhu cầu điện khu vực này lên cao nhất, các nhà máy thủy điện của SHP luôn được ưu tiên thay vì phải mua điện từ miền trung, miền bắc hay từ các nhà máy nhiệt điện với giá cao hơn đến 25-50%.

Giá bán điện cao và được ấn định trong những hợp đồng 10-25 năm. Đa Siat và Đa M'bri có mức giá bán bình quân 1.213 và 916 đồng/kWh, cao hơn nhiều so với mức trung bình ngành năm 2013 chỉ vào khoảng 851 đồng/kWh. Nhà máy Đa Dâng 2 đã tham gia thị trường điện cạnh tranh nhưng không được hưởng lợi nhiều do giá hợp đồng thấp vẫn chiếm tỷ trọng lên đến 80%.

Chi phí lãi vay và khấu hao cao do cả 3 nhà máy đều mới đi vào hoạt động. SHP thực hiện tái cấu trúc nợ vay vào cuối năm 2014, ước tính từ 2015 chi phí lãi vay sẽ tiết kiệm được khoảng 17 – 18 tỷ đồng mỗi năm, giúp giảm áp lực trả nợ, cải thiện dòng tiền cho doanh nghiệp.

Biên lợi nhuận cao nhưng ROE, ROA thuộc nhóm thấp trong ngành. 2 nhà máy Đa Siat và Đa M'bri có suất đầu tư rất cao, trên 25 tỷ đồng/MW, điều này tạo áp lực lên hiệu quả sử dụng tài sản của doanh nghiệp đồng thời làm cho các chỉ số ROE,ROA rất thấp, đặc biệt trong giai đoạn 2011 – 2013 khi chưa có doanh thu từ nhà máy ĐaM'bri.

ĐỊNH GIÁ P/E

CTCP Thủy điện Miền Nam (SHP) hoạt động về lĩnh vực sản xuất điện năng. Công ty có lợi thế lớn về điều kiện thời tiết ổn định, mưa nhiều cùng máy móc thiết bị đều mới đưa vào hoạt động. Chúng tôi dự phóng trong năm 2014, công ty đạt 600 tỷ đồng doanh thu thuần và đạt 217 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương ứng với mức **EPS(2014) là 2.316 VNĐ/cp** so với mức P/E trung bình của các công ty Thủy điện đang niêm yết trên HSX và HNX là 8,44 lần, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** với SHP với giá mục tiêu **20.000 đồng/cp**

Công ty khu vực	Mã CK	Quốc Gia	Doanh thu (tr.USD)	ROE(%)	P/E
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP	Vietnam	25,2	10,3	8,44*
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh	VSH	Vietnam	14,57	5,5	9,0 *
CTCP Thủy điện Thác Mơ	TMP	Vietnam	28,9	20,2	9,48
CTCP Đầu tư và phát triển Điện Miền Trung	SEB	Vietnam	5,0	20,7	8,38
CTCP Thủy điện Thác Bà	TBC	Vietnam	14,2	14,8	12,34
CTCP Thủy điện Sông Ba	SBA	Vietnam	12,2	16,4	6,24
CTCP Thủy điện Cần Đơn	SJD	Vietnam	18,2	19,8	7,57
CTCP Thủy điện – Điện lực 3	DRL	Vietnam	4,0	25,8	8,88
CTCP Thủy điện Gia Lai	GHC	Vietnam	6,3	-	5,59
Bình quân			**14,3**		**8,44**
SHP		**Việt Nam**	**14,7**	**9,8**	

Nguồn: Bloomberg và FPTS tổng hợp

(*) P/E điều chỉnh do CHP và VSH có lợi nhuận đột biến trong quý4

Đánh giá rủi ro khi đầu tư

Rủi ro đặc thù: SHP chịu ảnh hưởng của điều kiện thủy văn. Đặc biệt là vào mùa khô khi lượng nước về ít, 2 nhà máy Đa Siat và Đa Dâng 2 lại chỉ có hồ chứa rất nhỏ, gần như phụ thuộc hoàn toàn vào lưu lượng nước về trong ngày, không có khả năng dự trữ.

Rủi ro thanh khoản: Hiện tại, đến 69,1% cổ phần của SHP được nắm giữ bởi các 2 cổ đông tổ chức lớn là Tổng Công ty điện lực Miền Nam và Sabeco. Chỉ khoảng 30% còn lại có thể giao dịch được ngoài thị trường – tương ứng với 28 triệu cổ phiếu; Khối lượng giao dịch bình quân 3 tháng chỉ khoảng 57.248 CP/ngày. Do đó rủi ro thanh khoản cần được xem xét khi đầu tư mã cổ phiếu này.

Rủi ro độc quyền: SHP cũng như rất nhiều công ty thủy điện khác chịu sự ràng buộc của EVN trong việc sản xuất, truyền tải, phân phối điện,… Do đó doanh nghiệp có thể chịu nhiều bất cập như: Giá bán điện phải phụ thuộc kết quả quá trình đàm phán với EVN với vai trò là người mua duy nhất; Việc EVN độc quyền trong nhiều khâu cũng có thể gây cản trở trong việc thu hút đầu tư từ tư nhân hay nước ngoài cho việc phát triển ngành điện với chi phí đầu tư rất lớn.

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành và phát triển



Thủy điện Đa M’bri

CTCP Thủy điện Miền Nam (SHP) được thành lập vào ngày 13/07/2004 với vốn điều lệ 250 tỷ đồng với hoạt động sản xuất kinh doanh chính là đầu tư xây dựng, vận hành khai thác, sản xuất kinh doanh điện năng. SHP sở hữu và vận hành 3 nhà máy thủy điện trên phụ lưu sông Đồng Nai là Đa Siat, Đa Dâng 2 và Đa M’bri.

Năm 2010, SHP niêm yết trên sàn UPCOM. Sau nhiều lần tăng vốn, cổ phiếu SHP chuyển sang niêm yết sàn giao dịch HOSE vào ngày 21/7/2014 với số vốn điều lệ lên đến 937 tỷ đồng.



Thủy điện Đa Dâng 2

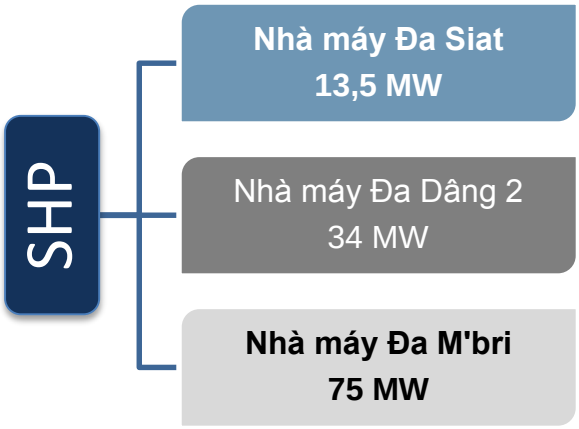


Thủy điện Đa Siat

2004	Thành lập CTCP Thủy điện Miền Nam. Vốn điều lệ ban đầu 250 tỷ đồng.
2006	Thông qua kế hoạch đầu tư nhà máy Đa M'bri Tăng vốn điều lệ lên 687 tỷ đồng.
2010	Nhà máy Đa Siat và Đa Dâng 2 bắt đầu đi vào hoạt động 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 nhà máy Đa M'bri đi vào hoạt động
2014	Nhà máy Đa M'bri chính thức phát điện. Chuyển sang niêm yết trên sàn HOSE

Nguồn: SHP





So sánh quy mô một số nhà máy thủy điện lớn và doanh nghiệp thủy điện niêm yết.

Tên	Địa bàn	Công suất (MW)
Sơn La	Sơn La	2400
Hòa Bình	Hòa Bình	1920
Ialy	Gia Lai	720
Trị An	Đồng Nai	400
Đồng Nai 4	Đồng Nai	340
CHP	Huế	170
TMP	Bình Phước	150
VSH	Bình Định	136
SHP	**Lâm Đồng**	**122,5**
TBC	Yên Bái	120
SJD	Bình Phước	111,5
SBA	Đà Nẵng	73
SEB	Khánh Hòa	29

Nguồn: FPTS tổng hợp

Đặc điểm các nhà máy thủy điện của SHP

Nhà máy thủy điện Đa Siat nằm trên lưu vực 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. Nhà máy có quy mô nhỏ 13,5 MW với tổng vốn đầu tư 339 tỷ đồng, được đi vào vận hành từ đầu năm 2010. Nhà máy bán điện cho EVN theo biểu giá chi phí tránh được thông qua đường dây 22kV.

Nhà máy thủy điện Đa Dâng 2 được xây dựng trên sông Đa Dâng, bắt nguồn từ dãy Lang Biang. Nhà máy đặt tại khu vực ngã ba cửa sông Đa Dâng đổ vào sông Đồng Nai, có công suất lắp đặt 34 MW, sản lượng điện khoảng 152 triệu kWh/năm. Công trình được khởi công năm 2008 với suất đầu tư chỉ khoảng 14,7 tỷ đồng/MW và chính thức phát điện vào tháng 10/2010.

Cả 2 nhà máy Đa Siat và Đa Dâng 2 đều có dung tích hồ chứa nhỏ và hồ điều tiết theo ngày. Chính vì vậy, hoạt động sản xuất vào mùa khô được vận này theo lưu lượng nước về theo ngày và không có tích nước dự trữ.

Nhà máy thủy điện Đa M'bri được xây dựng trên dòng chảy chính của sông Đa M'bri, là nhà máy có công suất lớn nhất của SHP với công suất lên đến 75 MW. Đây là một trong số ít các công trình thủy điện kiểu hầm áp lực, với đường hầm dẫn dòng dài đến 8,3km. Khác với 2 nhà máy còn lại, Đa M'bri có hồ chứa điều tiết theo năm lên đến 56,3 triệu m3, nhờ đó doanh nghiệp có thể dự trữ nước để phát điện vào mùa khô, khi giá bán cao trên thị trường cạnh tranh.

Với việc tổ máy số 2 được đưa vào vận hành vào tháng 5/2014, tổng công suất của SHP được nâng lên 122,5 MW, tương đối nhỏ so với các nhà máy trên cả nước. Tuy nhiên, nếu so với doanh nghiệp thủy điện đang niêm yết trên sàn chứng khoán TPHCM và Hà Nội, SHP đã vươn lên vị trí thứ 4 về quy mô. Ước tính khi đi vào hoạt động, cả 3 nhà máy này sẽ cung cấp lên lưới điện quốc gia hơn 550kWh/năm, chỉ chiếm khoảng 0,5% tổng sản lượng điện thương phẩm cả nước.

Điều kiện thủy văn: Cả 3 nhà máy của SHP đều khai thác nguồn nước từ thượng nguồn các dòng sông/ suối, do đó toàn bộ nguồn nước sẽ được cung cấp cho nhà máy và không phải chia sẻ cho các dự án, công trình thủy lợi khác. Thượng nguồn sông Đồng Nai, sông Đa Dâng thuộc tỉnh Lâm Đồng, phía Nam Tây Nguyên có thời tiết chia làm 2 mùa rõ rệt là mùa mưa (từ tháng 5 đến tháng 12) và mùa khô. Sản lượng điện cao nhất rơi vào các tháng 8, 9, 10 và giảm bớt vào mùa khô.

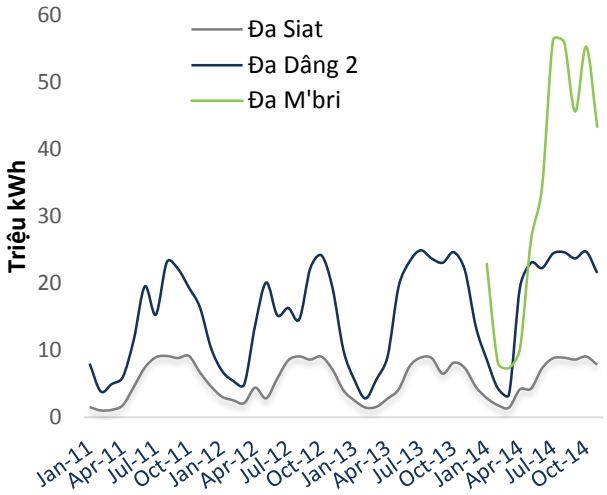
Tuy nhiên, tại khu vực lắp đặt các nhà máy có lượng mưa trung bình năm rất cao và ổn định (1.900mm tại Đa Dâng 2, trên 2.500mm đối với Đa Siat và Đa M'bri), nhờ đó mà sản lượng điện trung bình các tháng mùa khô vẫn được duy trì vào khoảng 20-30% sản lượng điện cả năm.

Các nhà máy điện trực thuộc CTCP Thủy điện Miền Nam

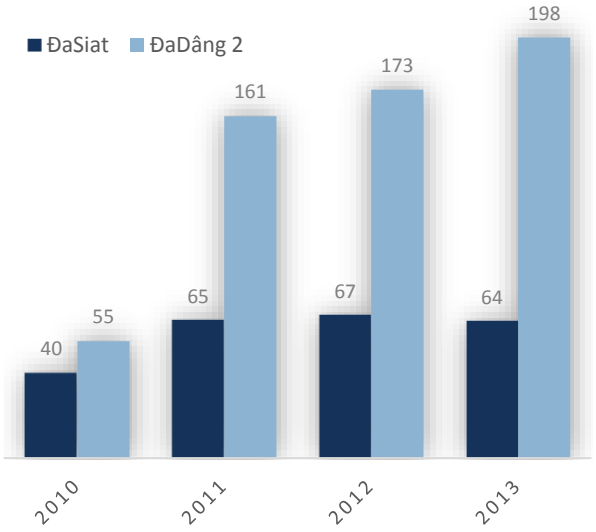
Tên nhà máy	ĐVT	Đa Siat	Đa Dâng 2	Đa M'bri
Điều kiện thủy văn		**Suối Đa Siat**	**Sông Đa Dâng**	**Suối Đa M'bri**
Lượng mưa trung bình	mm/năm	2.750	1.900	2.636
Lưu lượng trung bình	m3/s	5,2	33,5	11
Diện tích lưu vực	Km2	117	1.170	215
Chiều dài sông/suối chính	Km	17,5	87	33,2
Đặc điểm hồ chứa				
Mực nước dâng bình thường	m	558,5	810	614
Mực nước chết	m	556,5	809	590
Dung tích hồ chứa	Triệu m3	0,462	0,912	56,3
Dung tích hữu ích	Triệu m3	0,15	0,345	51,35
Lưu lượng đảm bảo	m3/s	1,505	5,45	5,4
Đặc điểm nhà máy				
Tổng mức đầu tư	Tỷ đồng	339	500	2.186
Tổng công suất	MW	13,5	34	75
Suất đầu tư	Tỷ đồng/MW	25,1	14,7	29,2
Sản lượng thiết kế	Triệu kWh	59,34	152,11	338,2
Ngày phát điện		1/2010	9/2010	5/2014
Số tổ máy	Cái	2	2	2
Loại Turbine		Francis	Francis	Francis
Hợp đồng mua bán điện				
Đối tác		Tổng Cty Điện lực Miền Trung	Tập đoàn Điện lực Việt Nam	Tập đoàn Điện lực Việt Nam
Thời gian hiệu lực		06/08/2009	08/05/2012	02/10/2013
Số năm hiệu lực	Năm	20	25	10

Nguồn: SHP

Biến động sản lượng theo mùa

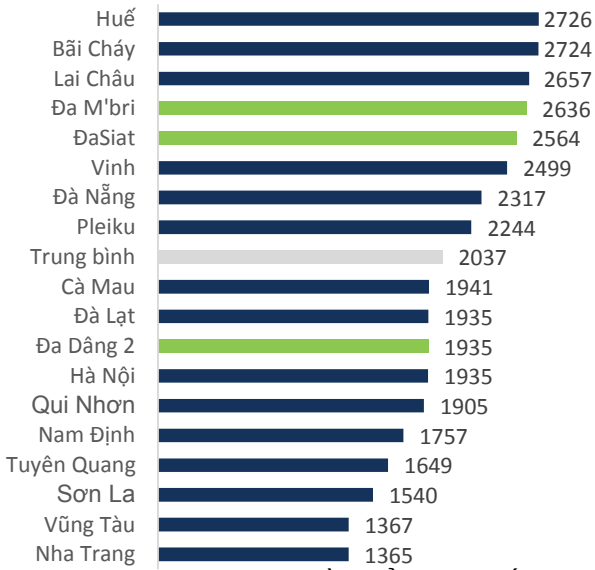


Sản lượng điện sản xuất 2010-2013



Nguồn: SHP

So sánh lượng mưa một số khu vực năm 2013



Nguồn: Tổng cục thống kê

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

Đặc điểm hoạt động kinh doanh chính

Tuy công suất nhỏ nhưng cả 2 nhà máy Đa Siat và Đa Dâng 2 hoạt động rất hiệu quả và luôn vượt công suất thiết kế trong giai đoạn 2011-2013. Trung bình 3 năm, nhà máy Đa Siat đạt khoảng 196 triệu kWh điện, cao hơn so với lắp đặt chỉ là 180 triệu kWh (60 triệu kWh/năm); trong khi đó nhà máy Đa Dâng 2 đạt 532 triệu kWh, vượt thiết kế đến 17%. Chỉ duy nhất năm 2010 không đạt sản lượng thiết kế do mới đưa vào hoạt động, không chạy đủ cả năm.

Điều kiện thủy văn những năm gần đây vô cùng thuận lợi, nhờ đó hoạt động sản xuất ổn định, ít xảy ra biến động bất thường do yếu tố thời tiết. Vị trí lắp đặt các nhà máy là những khu vực có lượng mưa lớn nhất nhì trên cả nước. Mùa mưa kéo dài trong khi mùa khô vẫn thường có những cơn mưa trái mùa (chiếm đến 20-30% sản lượng cả năm), điều này đặc biệt quan trọng khi đối với Đa Siat và Đa Dâng 2 do có hồ chứa rất nhỏ, hầu như không có dự trữ vào mùa khô, sản lượng phụ thuộc trực tiếp vào lưu lượng nước trên sông suối.

Các tỉnh miền Nam luôn xảy ra tình trạng thiếu điện là lợi thế của SHP trong việc đảm bảo đầu ra và đàm phán giá điện với EVN. Đặc biệt vào khoảng tháng 5, tháng 6 hàng năm, khi nhu cầu điện khu vực này lên cao nhất, các nhà máy thủy điện của SHP luôn được ưu tiên thay vì phải mua điện từ miền trung, miền bắc hay từ các nhà máy nhiệt điện với giá cao hơn đến 25-50%.

Máy móc thiết bị hiện đại và mới đưa vào hoạt động là yếu tố giúp cho SHP có thể tận dụng được lợi thế này. Cụ thể cả 3 nhà máy đều có số giờ chạy trên 5.000h/năm, cao hơn nhiều so với trung bình các DN thủy điện miền nam (4.000h/năm) và miền trung (3.500h/năm). 11 tháng đầu năm 2014, nhà máy Đa Dâng đã có số giờ hoạt động vượt mốc 6.000h, sản lượng chắc chắn sẽ vượt xa so với kế hoạch.

Hợp đồng mua bán điện (PPA)

Việc tiêu thụ điện đã được đảm bảo bởi hợp đồng mua bán điện dài hạn được ký giữa Công ty và Tập đoàn Điện lực Việt Nam, Tổng Công ty điện lực miền trung. Các hợp đồng này có thời hạn kéo dài từ 10 – 25 năm. Đầu ra được đảm bảo là một trong những lợi thế của Công ty trong việc tiết giảm chi phí sản xuất, nâng cao lợi nhuận hàng năm.

Nhà máy Đa Siat bán điện theo cơ chế chi phí tránh được ban hành hằng năm bởi Bộ Công Thương do đặc thù là nhà máy thủy

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
TMP	487	743	655
	Trung bình		851,4
	DaM'bri (Giá HĐ 2014)		**916**
SHP	**Đa Dâng 2**		**698**
	Đa Siat		**1213**

Nguồn: FPTS tổng hợp

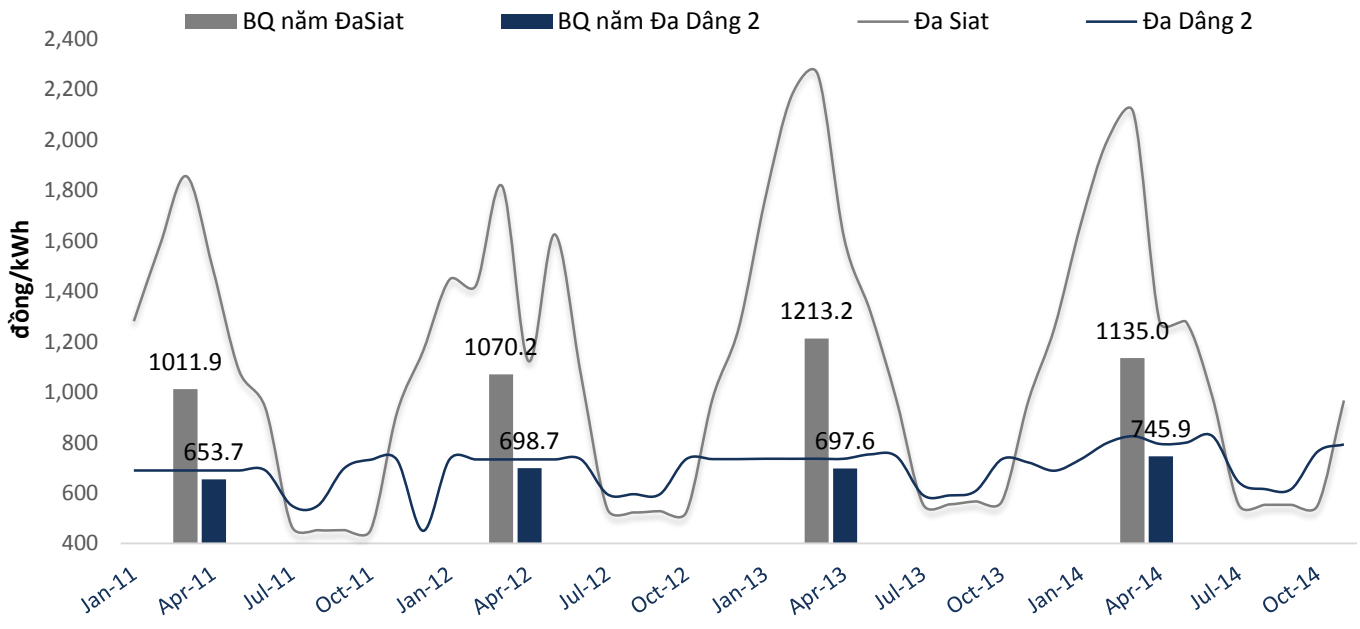
điện nhỏ (<30MW). Đa Siat kí hợp đồng bán điện thời hạn lên đến 20 năm với Tổng Công ty Điện lực Miền Trung từ năm 2009. Năm 2014, giá tránh được của nhà máy này vào khoảng 912 đồng/kWh.

Đa Dâng 2 là một trong những nhà máy thủy điện đầu tiên tham gia thị trường điện cạnh tranh (VCGM) từ năm 2012. Tuy nhiên thị trường điện chỉ mới ở giai đoạn đầu nên giá thị trường chỉ chiếm một phần trong giá bán điện. Cụ thể đối với Đa Dâng 2, giá thị trường chỉ chiếm 20%, còn lại 80% vẫn tính trên giá hợp đồng 20 năm đã ký với Tập đoàn Điện lực Việt nam năm 2012.

SHP đang chuẩn bị cho nhà máy Da M'bri tham gia thị trường điện từ năm 2015. Cuối năm 2013, Công ty cũng đã ký hợp đồng bán điện với EVN có thời hạn tới năm 2023. Giá bán điện quy định trong hợp đồng này lên đến 916 đồng/kWh, tương đối cao so với giá bình quân của các doanh nghiệp thủy điện cùng ngành khác. SHP kỳ vọng giá bán sẽ còn tăng thêm khi nhà máy chính thức tham gia VCGM vào năm sau.

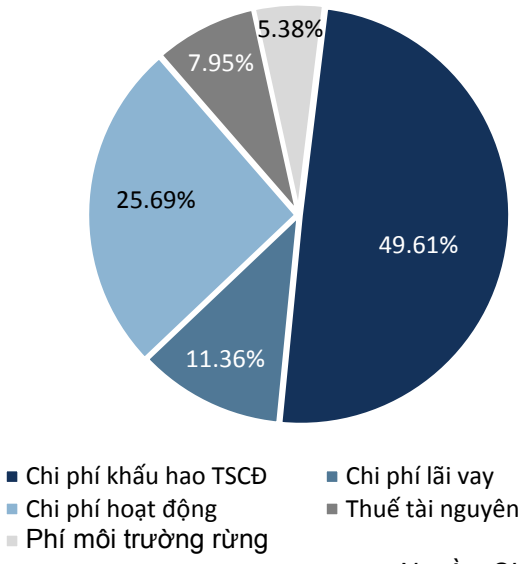
Giá bán điện cũng biến động theo mùa và nhìn chung có xu hướng tăng dần trong những năm gần đây. Vào mùa khô, khi nguồn cung từ thủy điện giảm, các nhà máy có thể chào giá rất cao, có thời điểm chênh lệch giữa giá bán vào mùa mưa và mùa khô lên đến 3 lần. Chênh lệch này nhìn thấy rõ ràng nhất ở nhà máy ĐaSiat do bán điện theo cơ chế chi phí tránh được. Đối với Đa Dâng 2 và Đa M'bri thì biến động không lớn do giá hợp đồng vẫn chiếm đến 80 – 100%.

Biến động giá bán



Nguồn: SHP và FPTS tổng hợp

Cơ cấu chi phí SHP năm 2013



Nguồn: SHP

Cơ cấu chi phí

Chi phí không bằng tiền chiếm đến 63% tổng chi phí của SHP. Cũng như hầu hết các doanh nghiệp thủy điện khác, chiếm tỷ trọng lớn nhất vẫn là chi phí khấu hao TSCĐ lên đến 48,242 tỷ đồng, (tương đương 49,6%). Việc lựa chọn khấu hao đều qua các năm giúp cho SHP duy trì được cơ cấu chi phí ổn định, ít biến động trong những năm vừa qua.

Tuy nhiên, chỉ trong 9 tháng đầu năm 2014, khoản chi phí này đã lên đến 108,5 tỷ đồng (tăng đến 224,8% so với cả năm 2013) do khấu hao từ nhà máy Đa M'bri. Chi phí khấu hao sẽ còn tăng lên trong năm 2015 và ổn định trong các năm sau đó khi nhà máy này được ghi nhận cả năm (tổ máy số 2 chỉ đi vào hoạt động từ tháng 5/2014).

Thuế tài nguyên và phí dịch vụ môi trường rừng phải đóng năm 2013 là 13 tỷ đồng, chiếm 13,3% tổng chi phí. Tuy nhiên, đây chỉ là khoản chi phí danh nghĩa, SHP được EVN hoàn lại khoản phí này.

SHP được hưởng rất nhiều ưu đãi về thuế đến năm 2028 do đầu tư tại địa bàn có điều kiện kinh tế xã hội đặc biệt khó khăn. Cụ thể doanh nghiệp được hưởng thuế suất ưu đãi 10% trong vòng 15 năm, miễn thuế trong 4 năm đầu và giảm 50% trong 9 năm tiếp theo kể từ khi dự án đi vào hoạt động.

Biểu thuế suất ưu đãi của SHP

	2010 - 2013	2014 - 2017	2018 - 2022	2023 - 2024	2025 - 2026	2027 - 2028
ĐaSiat	0%	5%	5%	10%	-	-
ĐaDâng 2	0%	5%	5%	10%	-	-
ĐaM'bri	-	0%	5%	5%	5%	10%

Nguồn: SHP

Cập nhật kết quả kinh doanh năm 2014

Đa Siat và Đa Dâng 2 vẫn hoạt động ổn định và hiệu quả. 11 tháng đầu năm 2014, cả 2 nhà máy đã hoạt động vượt mức tổng sản lượng cả năm 2013. Cụ thể, sản lượng sản xuất lần lượt là 64,95 và 199,81 triệu kWh, tăng 8,6% so với cùng kỳ.

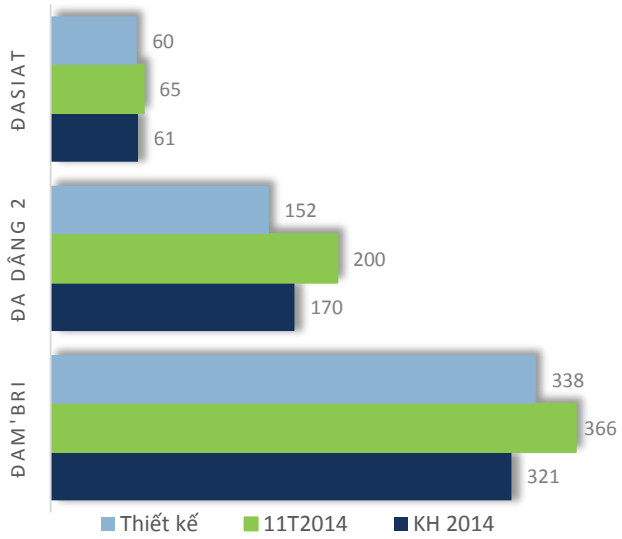
Chúng tôi đánh giá chắc chắn nhà máy Đa Dâng 2 sẽ vượt mốc sản lượng 200 triệu kWh trong năm nay; Tuy nhiên do đã vượt xa so với

Cập nhật KQKD năm 2014

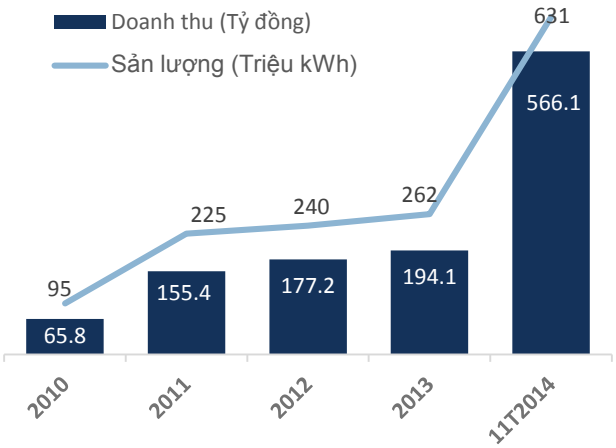
Doanh thu	11T2014	11T2013	+/-
ĐaSiat	56,41	53,62	5,2%
ĐaDâng 2	145,98	125,57	16%

Nguồn: SHP & FPTS tổng hợp
(DVT: tỷ đồng)

Sản lượng điện 11T 2014 *(Triệu kWh)*



Doanh thu và sản lượng qua các năm



Chỉ tiêu	2014E	KH2014	%KH
Sản lượng (Triệu kWh)	670		
Doanh thu	600	429	140%
LN Ròng	217	78,4	277%
EPS	2.316	-	-

thiết kế (năm 2013 vượt đến 24%) nên sản lượng 2014 khó có thể đạt được tốc độ tăng 15% như ở năm ngoái.

Năm 2014, biểu giá chi phí tránh được không thay đổi khiến giá bán bình quân của Đa Siat giảm nhẹ so với 2013. Trái ngược với Đa Siat, nhà máy Đa Dâng 2 hưởng lợi do giá điện cạnh tranh tăng trong năm nay (mức giá bình quân 11 tháng đã tăng đến 7% lên 731 đồng/kWh từ mức 682 đồng/kWh ở cùng kỳ).

Chính điều này đã làm tốc độ tăng doanh thu của 2 nhà máy có diễn biến trái chiều mặc dù tăng trưởng sản lượng cùng ở mức xấp xỉ 8,6%. Doanh thu 11 tháng của Đa Dâng 2 tăng đến 16% so với cùng kỳ, đạt 146 tỷ đồng trong khi doanh thu từ Đa Siat chỉ tăng 5% lên mức 56,4 tỷ đồng.

Quy mô tăng mạnh nhờ nhà máy ĐaM'bri đi vào hoạt động. Trong năm đầu tiên chạy thử, tổ máy số 2 bắt đầu vận hành từ tháng 5 khiến ban lãnh đạo SHP chỉ đặt mục tiêu cho ĐaM'bri ở mức 321 triệu kWh (95% công suất lắp đặt). Tuy nhiên, chỉ trong 11 tháng, nhà máy đã phát lên lưới điện quốc gia đến 366 triệu kWh, hoàn thành 114% kế hoạch cả năm, tương đương doanh thu lên đến 364 tỷ đồng (gấp 1,8 lần của cả Đa Siat và Đa Dâng2). Có thể thấy, nhà máy ĐaM'bri đi vào hoạt động đã làm thay đổi hoàn toàn vị thế của SHP trong các doanh nghiệp thủy điện niêm yết, chính là nhân tố thúc đẩy tăng trưởng của SHP trong dài hạn.

Theo chúng tôi dự đoán, lượng điện thương phẩm tháng 12 của Đa Siat, Đa Dâng 2 và Đa M'bri sẽ giảm xuống còn lần lượt là 4; 12 và 24 triệu kWh do bắt đầu bước vào mùa khô, tương đương tổng sản lượng của năm 2014 sẽ đạt khoảng 670 triệu kWh, doanh thu thuần đạt khoảng 600 tỷ đồng (hoàn thành 140% kế hoạch). LNST đạt 217 tỷ đồng (hoàn thành đến 277% kế hoạch lợi nhuận), tương đương EPS 2.316 đồng/CP.

Tình hình tái cấu trúc nợ vay và kế hoạch năm 2015

Cập nhật tình hình nợ vay của SHP đến tháng 10 năm 2014:

Khoản vay thực hiện dự án Đa Siat được đồng tài trợ bởi Vietinbank, Vietcombank, Agribank với dư nợ còn lại chỉ còn 4,12 tỷ đồng, sẽ thanh toán hết trong năm 2014.

Khoản vay thực hiện dự án Đa Dâng 2 có dư nợ còn lại 49,6 tỷ đồng với lãi suất 6,9%/năm, sẽ trả dứt điểm trong năm 2015.

Dự án ĐaM'bri được thực hiện với 70% là vốn vay *(khoảng 1.400 tỷ đồng)* được tài trợ VPBank (100 tỷ đồng), Vietcombank (235,99 tỷ đồng) và VDB. Khoản vay VDB chi nhánh Lâm Đồng có hạn mức 1.250 tỷ đồng với thời hạn lên đến 13 năm, lãi suất ban đầu được ký là 6,9%/năm sau đó Bộ Tài Chính yêu cầu thỏa thuận lại theo lãi suất từng thời điểm, theo đó lãi suất trung bình vào khoảng 12,6% (*)

SHP đã hoàn thành tái cấu trúc nợ vay vào cuối năm 2014 đối với khoản vay VDB để thực hiện dự án Đa M'bri. Cụ thể, tổng dư nợ 1.241 tỷ đồng sẽ được tái cơ cấu lại thành 2 phần, trong đó: 607,5 tỷ đồng có lãi suất 6,9%/năm, được trả cố định trong suốt thời gian thực hiện hợp đồng tín dụng; 633,5 tỷ đồng còn lại đã được đàm phán với lãi suất giảm rất mạnh từ bình quân 12,6%/năm xuống chỉ còn 9,8%/năm, thời gian trả nợ gốc cũng được kéo dài thêm đến 10 năm.

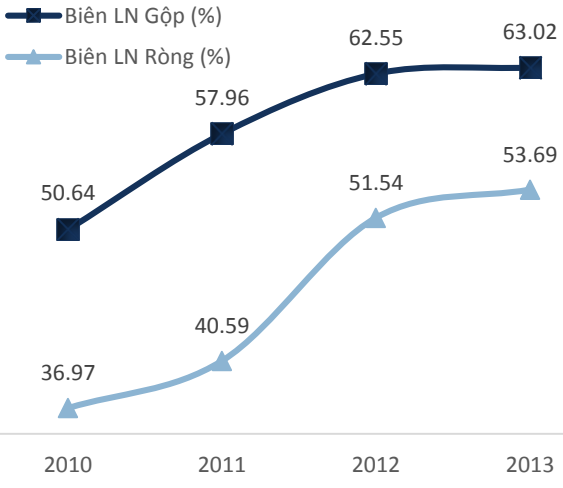
Với việc tái cấu trúc nợ vay này, dòng tiền của công ty sẽ được cải thiện đáng kể từ năm 2015. Ước tính mỗi năm chi phí lãi vay sẽ giảm được khoảng 17 – 18 tỷ đồng.

Chi tiết các khoản vay của SHP đến thời điểm tháng 10/2014

Ngân hàng tài trợ	Hạn mức	Lãi suất	Thời hạn	Dư nợ còn lại	Đặc điểm
Dự án Đa Siat					
Vietinbank (50%) Vietcombank (35%) Agribank (15%)	169 tỷ đồng	LS cơ sở + 2,5%	12 năm	4,12 tỷ đồng	Trả dứt trong năm 2014
Dự án Đa Dâng 2					
VDB (Sở GD II và Sở GD TPHCM)	276,3 tỷ đồng	6,9%/năm	8 năm	49,6 tỷ đồng	Trả dứt trong năm 2015
Dự án Đa M'bri					
VDB (CN Lâm Đồng)	1.250 tỷ đ	6,9%/năm; 12,6%/năm (*)	13 năm	1.241 tỷ đồng	Thế chấp
VPBank	100 tỷ đồng	LS 12 tháng + 2,5%	36 tháng	100 tỷ đồng	Tín chấp
Vietcombank	236 tỷ đồng	LS 12 tháng + 3,6%	138 tháng	236 tỷ đồng	Thế chấp

Nguồn:SHP

Hiệu quả HĐKD SHP 2010-2013



PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Hiệu quả hoạt động kinh doanh

Cả 3 nhà máy của SHP luôn hoạt động vượt công suất kể từ năm 2011. Sản lượng tăng cùng với việc thực hiện chính sách khấu hao đều khiến biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng liên tục tăng trong những năm gần đây.

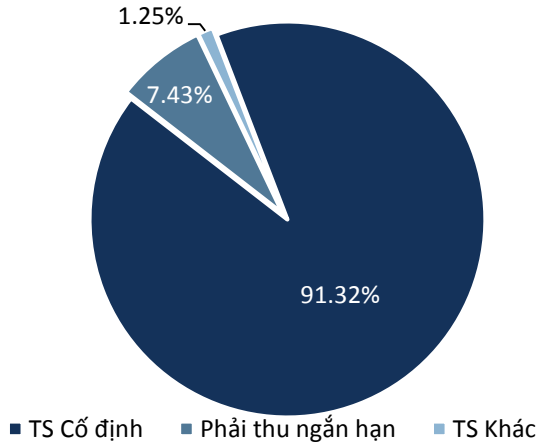
SHP là một trong những doanh nghiệp thủy điện có hoạt động kinh doanh hiệu quả nhất với biên lợi nhuận gộp năm 2013 đạt đến 63,02%, chỉ sau CTCP Thủy điện Sông Ba (66,18%), tuy nhiên biên lãi ròng của SHP trội hơn nhiều (53,69% so với 29,96% của

So sánh hiệu quả hoạt động một số DN thủy điện niêm yết

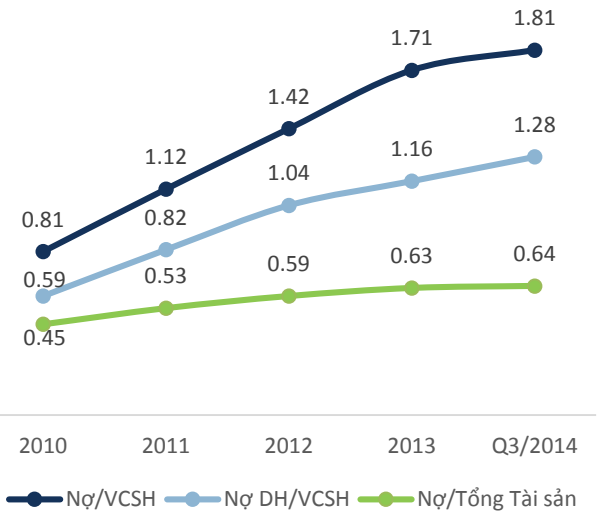
	Biên LNG (%)	Biên LNR (%)
SBA	66,2	30,0
SHP	**63,0**	**53,7**
CHP	62,6	23,8
SJD	62,4	47,9
DRL	61,6	55,9
TBC	58,7	50,3
SEB	54,1	42,0
VSH	53,7	69,6
TMP	51,9	32,4

Nguồn: BCTN các Cty và FPTS tổng hợp

Cơ cấu Tài sản SHP



Đòn bẩy tài chính



Nguồn:SHP, FPTS tổng hợp

SBA) do tỷ lệ chi phí lãi vay trên doanh thu của SHP chỉ chiếm 5,7% so với 28,9% của SBA.

Cơ cấu tài sản

Tài sản cố định chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu tài sản. Đây là đặc trưng của tất cả các doanh nghiệp thủy điện nói chung, tuy nhiên tỷ trọng tài sản này ở SHP cực kỳ lớn (đến 91,3% tổng tài sản) do các nhà máy chỉ mới đi vào hoạt động được ít năm, khấu hao chưa nhiều. Các tài sản khác chủ yếu là khoản phải thu ngắn hạn với tỷ trọng 7,43%.

Cơ Cấu Nguồn Vốn

Các khoản vay luôn gây áp lực cho các doanh nghiệp thủy điện, đặc biệt là những doanh nghiệp đang ở những năm đầu hoạt động như SHP. Tuy nhiên tỷ lệ nợ/ vốn chủ sở hữu chưa có dấu hiệu giảm mà còn có xu hướng tăng qua các năm do SHP phải huy động vốn vay rất mạnh để tài trợ cho dự án Đa M'bri (vốn vay chiếm đến 70% tổng vốn đầu tư của dự án). Chỉ trong 4 năm, tổng dư nợ dài hạn của SHP đã tăng đến 267% từ mức 469 tỷ năm 2010 lên 1.254 tỷ đồng năm 2013.

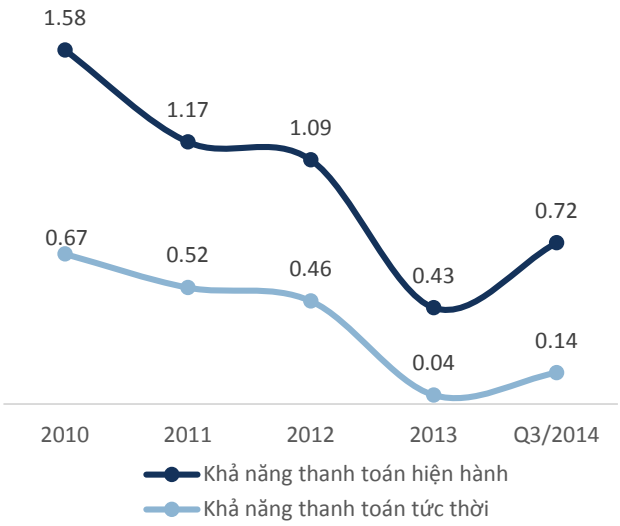
Chính việc tăng vốn vay và chủ yếu là vay dài hạn quá nhanh sẽ gây áp lực trả nợ lên công ty trong những năm tới, đặc biệt là năm 2014 khi nhà máy Đa M'bri đi vào hoạt động. 9 đầu năm 2014, chi phí lãi vay phải trả là 88,5 tỷ đồng, tăng hơn 10 lần so với cùng kỳ năm ngoái.

Khả năng thanh toán

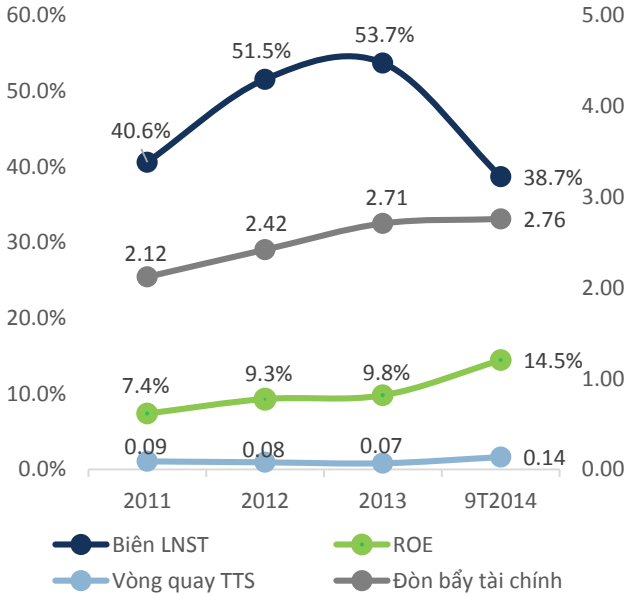
Khả năng thanh toán của SHP đang có xu hướng giảm dần trong những năm gần đây, đặc biệt là năm 2013 khi chỉ số thanh toán hiện hành sụt giảm mạnh so với 2013. Tổng giá trị tài sản ngắn hạn của SHP trong năm 2013 có sự sụt giảm mạnh, đặc biệt ở khoản mục tiền và tương đương tiền (giảm 87,2% so với 2012 xuống chỉ còn 23 tỷ đồng) do doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc huy động vốn bên ngoài, phải sử dụng nguồn tiền tự có để chi trả cho việc hoàn thành dự án Đa M'bri, bên cạnh đó cũng huy động thêm 94,4 tỷ nợ ngắn hạn (tăng 49% so với năm 2012).

Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy đây chỉ là yếu tố mang tính tạm thời. Khi tất cả công trình được đưa vào hoạt động, cùng việc tái cơ cấu lại nợ vay, các chỉ tiêu này chắc chắn sẽ được cải thiện rõ nét.

Khả năng thanh toán của SHP



Phân tích Dupont



ROE và Phân tích Dupont

Phân tích Dupont cho thấy tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu của SHP tăng nhanh từ 7,4% năm 2011 lên 9,3% năm 2012 (+25%) chủ yếu do biên lợi nhuận sau thuế cùng việc sử dụng đòn bẩy tài chính. Tuy nhiên, sự chững lại của tốc độ tăng biên lợi nhuận ròng do cả Đa Siat và Đa Dâng 2 đều đã chạy vượt công suất khá cao khiến tỷ số này bắt đầu tăng chậm lại trong giai đoạn 2012-2013.

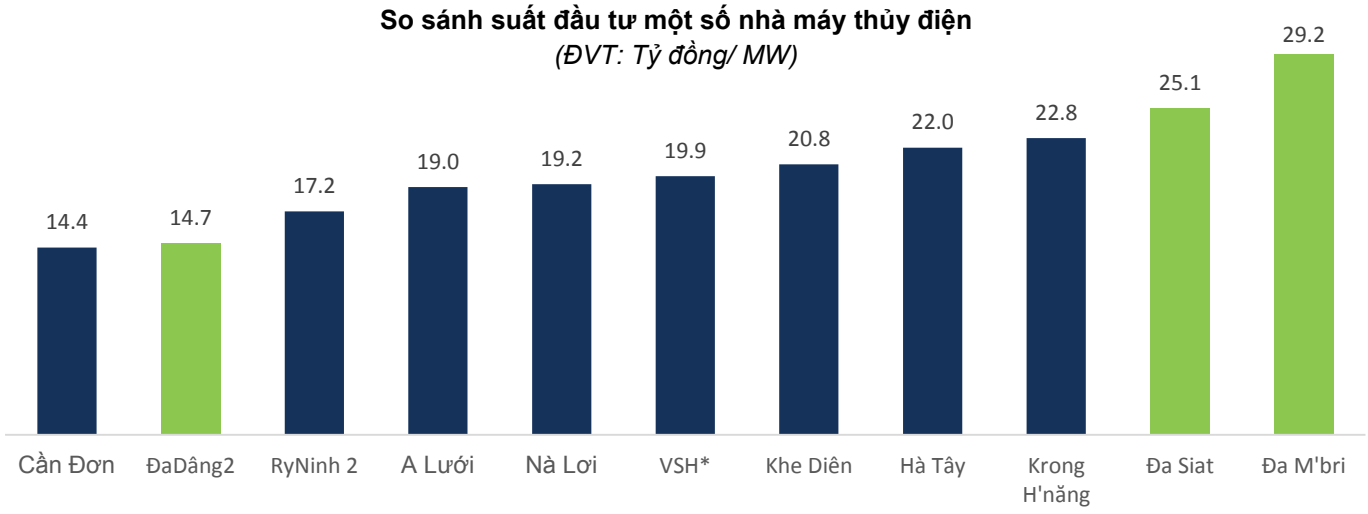
Tuy hiệu quả hoạt động kinh doanh cao trong giai đoạn 2011-2013 (thể hiện qua biên lãi gộp, lãi ròng), nhưng SHP lại có tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu và trên tổng tài sản kém nhất trong các doanh nghiệp thủy điện niêm yết. Cụ thể, 2 chỉ số này năm 2013 lần lượt chỉ là 9,8% và 3,8%. Phân tích Dupont đã chỉ ra nguyên nhân chính của vấn đề nằm ở vòng quay tổng tài sản thấp và có xu hướng giảm dần (năm 2013 giảm chỉ còn 0,07).

Chúng ta sẽ xét đến một trong những chỉ số quan trọng nhất trong đầu tư thủy điện, đó là "suất đầu tư". Trong 3 dự án của SHP, Đa Dâng 2 có suất đầu tư thấp nhất, chỉ 14,7 tỷ đồng/MW; Trong khi đó, Đa Siat và Đa M'bri lại là những nhà máy có suất đầu tư cao nhất trong ngành (trên 25 tỉ đồng/MW). Chính điều này đã tạo gánh nặng rất lớn lên hiệu quả sử dụng tài sản của doanh nghiệp, đặc biệt trong giai đoạn 2011-2013 do chưa có doanh thu từ Đa M'bri.

Chỉ trong 9 tháng từ khi nhà máy ĐaM'bri phát điện, doanh thu vượt trội từ nhà máy này đã làm vòng quay tổng tài sản của SHP tăng gấp đôi lên 0,14 lần. Nhờ đó ROE cũng được cải thiện rõ rệt, lên 14,5% từ mức 9,8% năm 2013. Chúng tôi kỳ vọng mức sản lượng cao trong quý 4 sẽ còn thúc đẩy tăng trưởng ROE cả năm cho doanh nghiệp.

So sánh suất đầu tư một số nhà máy thủy điện

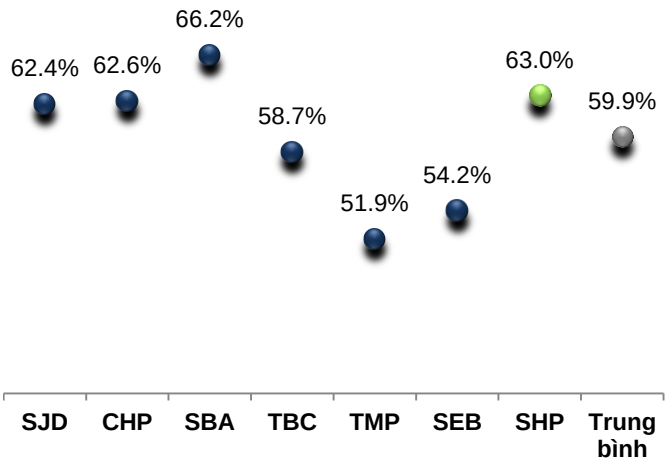
(ĐVT: Tỷ đồng/ MW)



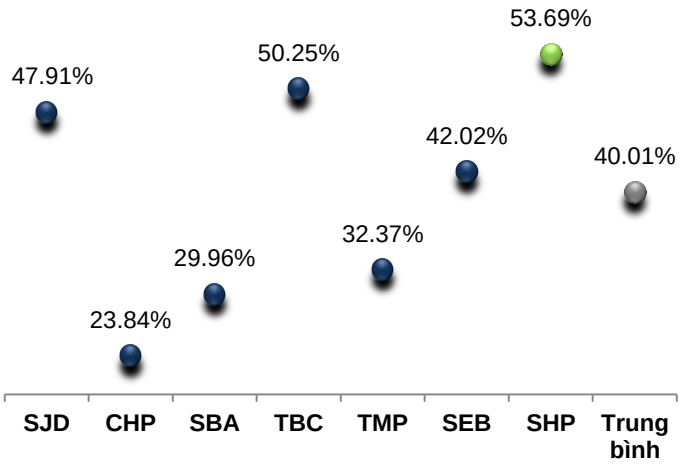
Nguồn: FPTS tổng hợp

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

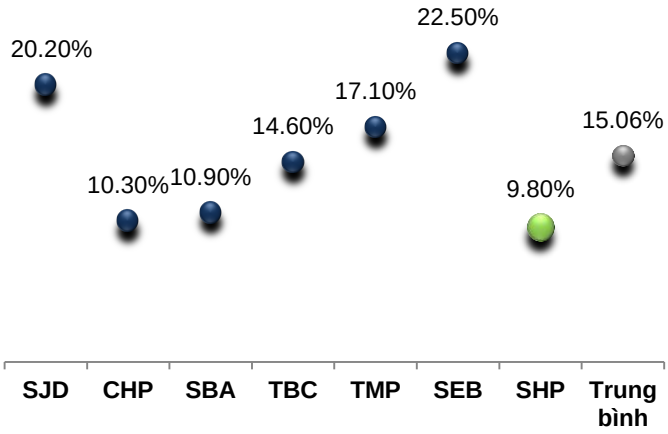
Tỷ suất gộp



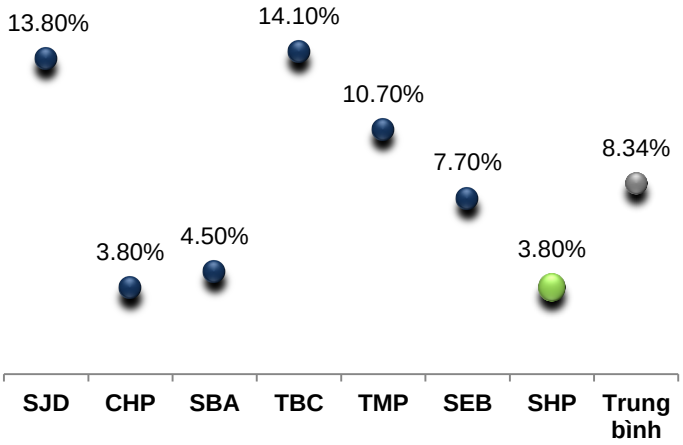
Tỷ suất LNST



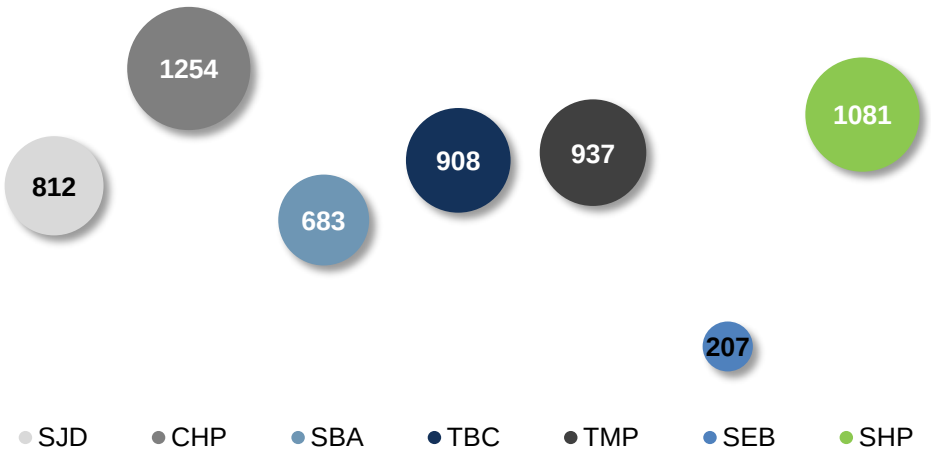
ROE



ROA



VCSH



Nguồn: Báo cáo tài chính và FPTS 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 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 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 cố 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