



ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	MUA
Giá kỳ vọng	22,100
Giá thị trường ngày 12.05.2015	19,700
Triển vọng 1 tháng	Tăng
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	93.71
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	1,780
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	1,219
Sở hữu nước ngoài (%)	0.06
KLTB 10 ngày (cp)	46,091
Giá thấp nhất 52T (đ)	11,100
Giá cao nhất 52T (đ)	22,200
+/- 7 ngày qua	+1%
+/- 1 tháng qua	+1%

Chuyên viên phân tích

Vũ Thu Hà

Email : havt@bsc.com.vn

Tel: + 84.39352722 (108)

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu SHP với giá mục tiêu 12 tháng là từ 22,100 đồng/cp (+12% so với giá thị trường ngày 12.05.2015) theo tổng hợp 3 phương pháp FCF, P/E và P/B. Chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp tiếp tục tăng trưởng nhanh trong năm 2015 nhờ việc tăng sản lượng điện sản xuất và giá bán điện.

SHP là doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh thủy điện vừa và nhỏ tại khu vực Nam Bộ. SHP quản lý và vận hành 3 nhà máy thủy điện tại khu vực tỉnh Lâm Đồng với tổng công suất đạt 122.5 MW

Tăng trưởng nhanh trong năm 2014: Năm 2014, SHP đạt 596 tỷ đồng doanh thu và 220 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng lần lượt 3.07 và 2.11 lần so với năm 2013. Việc đi vào hoạt động của nhà máy Đa Mbri từ tháng 1/2014 đối với tổ máy 1 và từ tháng 5/2014 đối với tổ máy 2 cùng với điều kiện thủy văn thuận lợi giúp sản lượng điện sản xuất của doanh nghiệp tăng đến 2.53 lần trong năm 2014.

Kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng trong năm 2015 nhờ những yếu tố sau: (1) Sản lượng điện sản xuất tăng nhẹ do tổ máy 2 nhà máy Đa Mbri được vận hành tròn năm thay vì 8 tháng như năm 2014. (2) Biểu giá chi phí tránh được năm 2015 tăng so với năm 2014. (3) Giá bán điện trên thị trường phát điện cạnh tranh được kỳ vọng tăng lên. Tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý đến việc điều kiện thủy văn có thể không thuận lợi cho các doanh nghiệp thủy điện trong năm 2015.

Dự báo kết quả kinh doanh tăng nhẹ trong năm 2015: BSC dự báo CTCP Thủy điện Miền Nam sẽ đạt 632 tỷ đồng doanh thu và 226 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng nhẹ lần lượt 6% và 3% so với năm 2014, tương đương EPS 2015 đạt 2,417 đồng/cổ phiếu.

Tỷ lệ chi trả cổ tức cao: năm 2014 doanh nghiệp đã tăng mức chi trả cổ tức từ 8% lên 15% và dự kiến sẽ duy trì tỉ lệ này cho các năm tiếp theo. Đây là mức cổ tức khá tốt so với thị giá hiện tại của cổ phiếu.

Các chỉ tiêu tài chính	2011	2012	2013	2014
Doanh thu thuần (tỷ đ)	155	177	194	596
% tăng trưởng y-o-y		14%	10%	207%
Tổng tài sản (tỷ đ)	1,946	2,533	2,927	3,206
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	916	1,046	1,081	1,222
CPLH bình quân (Triệu cp)	85	94	94	94
LN sau thuế (tỷ đ)	63	91	104	220
% tăng trưởng y-o-y		45%	14%	111%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	740	1,033	1,112	2,349
Giá trị sổ sách (đ/cp)	10,709	11,653	11,504	13,008
Lợi nhuận gộp biên	58%	63%	63%	63%
ROS	41%	52%	54%	37%
ROE	7%	9%	10%	19%
ROA	4%	4%	4%	7%

Nguồn: BCTC SHP, BSC tổng hợp

GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP

Giới thiệu chung

Tên công ty:	CTCP Thủy điện Miền Nam
Tên giao dịch:	CTCP Thủy điện Miền Nam
Tên viết tắt:	SHP JSC
Địa chỉ:	Số 93B Nguyễn Văn Thủ, Phường Đa Kao, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh
Tel:	(84-8)3911 0098
Fax:	(84-8)3911 0445
Website:	http://www.shp.vn
Vốn điều lệ:	937,102,000,000 đồng
Lĩnh vực hoạt động	Sản xuất và kinh doanh điện năng
Ngành nghề kinh doanh chính	Sản xuất và kinh doanh điện năng

Lịch sử hình thành

Thời gian	Sự kiện
13/7/2004	CTCP Thủy điện Miền Nam chính thức đi vào hoạt động
24/3/2006	Công ty thông qua kế hoạch đầu tư dự án thủy điện Đa M'brì
01/2010	Nhà máy Thủy điện Đa Siat chính thức phát điện hòa lưới quốc gia
09/2010	Nhà máy Thủy điện Đa Dâng 2 chính thức phát điện hòa lưới quốc gia
10/9/2010	Cổ phiếu của Công ty chính thức giao dịch trên sàn Upcom với mã chứng khoán SHP
01/2014	Nhà máy Thủy điện Đa M'brì chính thức hòa lưới quốc gia
21/7/2014	Cổ phiếu của Công ty chứng thực giao dịch trên sàn HOSE.

Danh sách cổ đông nắm giữ từ trên 5% VDL tính đến ngày 25.03.2014

Tên	Số CP	% Vốn	Loại cổ phần
Tổng Công ty Điện lực Miền Nam	45,784,358	48.86%	Phổ thông
TCTCP Bia- Rượu- Nước Giải Khát Sài Gòn	18,950,713	20.22%	Phổ thông

Cơ cấu cổ đông đến 25.03.2014

Danh mục	Số lượng cổ phần	Tỷ trọng (%)	Loại cổ phần
Cổ đông nhà nước	45,784,358	48.86%	
Cổ đông nội bộ	259,741	0.28%	
- Hội đồng quản trị	131,371	0.14%	Phổ thông
- Ban kiểm soát	33,600	0.04%	Phổ thông
- Ban Giám đốc	94,770	0.10%	Phổ thông
Cổ đông bên ngoài	47,666,101	50.86%	
- Trong nước	47,606,891	50.80%	Phổ thông
- Nước ngoài	59,210	0.06%	Phổ thông
Tổng cộng	93,710,200	100%	Phổ thông

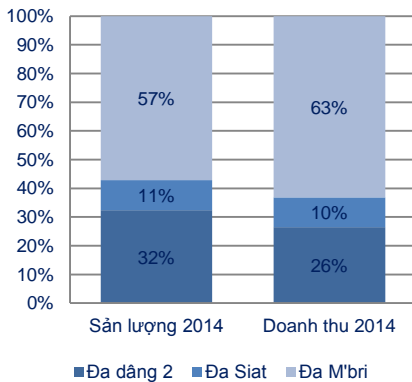
Quá trình tăng vốn

Thời gian	Vốn điều lệ	Hình thức tăng vốn
13/7/2004	250,000,000,000	Cổ phần hóa
01/12/2004	579,409,657,000	Phát hành cho cổ đông hiện hữu
15/06/2009	687,000,000,000	Phát hành cho cổ đông hiện hữu
01/03/2010	767,177,940,000	Phát hành cho cổ đông hiện hữu
15/03/2010	770,113,440,000	Phát hành cho cán bộ công nhân viên
20/10/2011	853,113,440,000	Phát hành cho cổ đông hiện hữu
05/07/2012	937,102,000,000	Phát hành cho cổ đông hiện hữu

- CTCP Thủy điện Miền Nam được thành lập các cổ đông ban đầu là: Tổng Công ty Điện Lực Miền Nam, cán bộ công nhân viên đang làm việc hoặc đã nghỉ hưu trong Tổng Công ty Điện Lực Miền Nam và một số doanh nghiệp là các đối tác trong quá trình hoạt động của Tổng Công ty Điện Lực Miền Nam.
- Cổ đông nhà nước hiện nắm giữ phần vốn lớn nhất với 48.86%, theo sau là Sabeco với 20.22%, còn lại chủ yếu là các cổ đông cá nhân bên ngoài. Ngoài ra các thành viên trong Hội đồng quản trị, Ban kiểm soát và Ban Giám Đốc đều nắm giữ cổ phiếu của công ty. Tuy nhiên, với chủ trương thoái vốn ngoài ngành, Sabeco có thể thoái vốn khỏi doanh nghiệp trong năm 2015.
- Doanh nghiệp liên tiếp tăng vốn trong giai đoạn 2009-2012 với hình thức phát hành cho các cổ đông hiện hữu để đầu tư cho các nhà máy thủy điện Đa Siat, Đa Dâng 2 và Đa M'brì.

HOẠT ĐỘNG CỐT LÕI CỦA DOANH NGHIỆP

Cơ cấu sản lượng và doanh thu các nhà máy năm 2014



SHP là doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh điện vừa và nhỏ tại khu vực Nam Bộ. SHP quản lý và vận hành 3 nhà máy thủy điện tại khu vực tỉnh Lâm Đồng với tổng công suất đạt 122.5 MW gồm có: Nhà máy thủy điện Đa Siat (13.5MW), Nhà máy thủy điện Đa Dâng 2 (34MW) và Nhà máy thủy điện Đa M'bri (75MW).

Tăng trưởng đột biến trong năm 2014: việc đi vào hoạt động của nhà máy Đa M'bri từ tháng 1/2014 đối với tổ máy 1 và từ tháng 5/2014 đối với tổ máy 2 cùng với điều kiện thủy văn thuận lợi giúp sản lượng điện sản xuất của doanh nghiệp tăng đến 2.53 lần trong năm 2014. Nhờ vậy doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng lần lượt 3.07 và 2.11. Năm 2014, SHP đạt 596 tỷ đồng doanh thu và 220 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế.

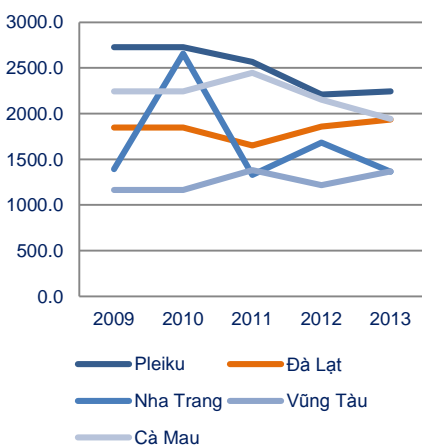
Lỗ tạm thời trong quý I/2015 do bảo dưỡng 3 nhà máy: trong quý I/2015, Thủy điện Miền Nam ghi nhận 69,9 tỷ đồng doanh thu thuần và tạm lỗ 22.7 tỷ đồng. Doanh nghiệp tạm ghi nhận lỗ trong quý I/2015 do bắt đầu ghi nhận chi phí cho tổ máy 2 nhà máy Đa M'bri trong khi lại tiến hành đại tu 2 tổ máy nhà máy Đa Dâng 2 và 1 tổ máy nhà máy Đa Siat, đồng thời ngưng sản xuất tại nhà máy Đa M'bri trong 21 ngày để kiểm tra đường hầm trong tháng 1 và 2. Tuy nhiên, sang đến tháng 3 tất cả các nhà máy đều hoạt động trở lại bình thường với sản lượng tăng so với cùng kỳ. Ước tính quý I/2015, SHP sản xuất và tiêu thụ 63.213 triệu kWh (+4%y.o.y), với giá bán điện bình quân đạt 1,106 đồng/kWh (+11% y.o.y).

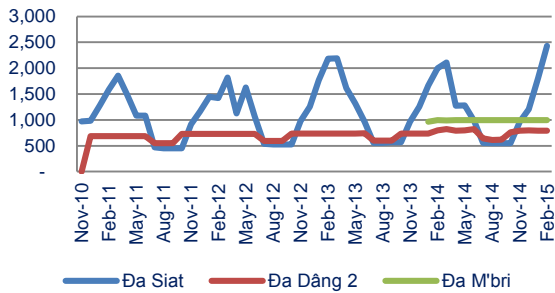
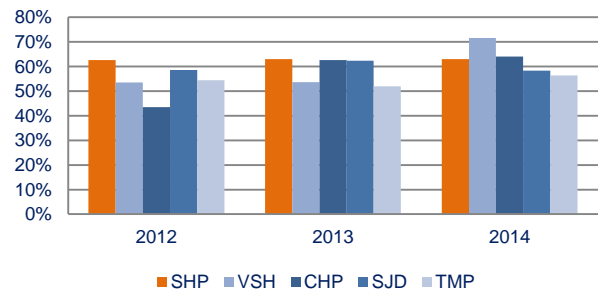
Nguồn đầu ra được đảm bảo trong dài hạn: SHP đã ký kết hợp đồng mua bán điện chính thức với EVN với thời hạn từ 10 đến 25 năm. Sản lượng điện bán theo hợp đồng chiếm khoảng 80% sản lượng điện sản xuất của doanh nghiệp hàng năm. Mọi rủi ro đầu vào đối với phần sản lượng này đều được chuyển sang cho bên mua điện là EVN.

Giá bán điện ở mức cao: do các nhà máy mới đi vào hoạt động, chi phí khấu hao lớn nên giá điện trong hợp đồng của SHP ở mức khá cao so với các nhà máy khác. Hơn nữa, tính đến năm 2014, chỉ có nhà máy Đa Dâng 2 tham gia thị trường phát điện cạnh tranh với sản lượng bán còn thấp nên giá bán điện trung bình của SHP không biến động nhiều so với giá hợp đồng.

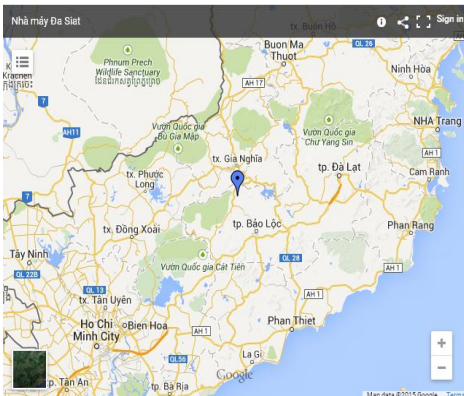
Biên lợi nhuận cao và ổn định nhờ lợi thế vị trí: các nhà máy thủy điện của SHP được xây dựng tại Lâm Đồng- nơi có lượng mưa tương đối ổn định qua các năm và ở mức trung bình trong khu vực. Do điều kiện thủy văn ít biến động hơn các tỉnh khác nên rủi ro thời tiết, thiếu hụt lượng nước của SHP thấp hơn các nhà máy thủy điện khác. Hơn nữa, khu vực Nam Bộ luôn phải đối mặt với nguy cơ thiếu điện nên sản lượng điện tiêu thụ và giá bán điện của công ty luôn cao hơn các nhà máy thủy điện tại khu vực miền Bắc và miền Trung. Nhờ vậy SHP duy trì biên lợi nhuận ổn định vào cao hơn so với các doanh nghiệp thủy điện cùng ngành.

Lượng mưa hàng năm tại các tỉnh Đông Nam Bộ và Tây Nguyên



Giá bán điện của 3 nhà máy thuộc SHP

Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp thủy điện

So sánh các nhà máy thủy điện khu vực Miền Trung và Nam Bộ

	Công suất (MW)	Vị trí	SL 2014 (triệu kWh)	DT 2014 (tỷ đ)	LN 2014 (tỷ đ)	Giá bán điện bq	TTS (tỷ đ)	VCSH (tỷ đ)	TSCĐ (tỷ đ)	Khấu hao 2014 (tỷ đ)
SHP	122.50	Lâm Đồng	663	596	220	900	3,206	1,222	2,782	153
VSH	136.00	Bình Định	690	554	376	657	3,640	2,963	2,637	77
TMP	150.00	Bình Phước	865	687	242	795	1,593	1,031	750	142
SJD	77.60	Bình Phước	415	391	183	938	1,296	995	965	179
CHP	170.00	Huế	575	626	213	1,090	3,322	1,421	2,878	153

Bản đồ nhà máy Đa Siat

NHÀ MÁY ĐA SIAT

Nhà máy thủy điện Đa Siat có công suất lắp đặt 13.5MW gồm 2 tổ máy (2*6.75MW). Nhà máy được xây dựng trên dòng chính suối Đa Siat, một nhánh bờ trái sông Đồng Nai, thuộc xã Lộc Bảo, huyện Bảo Lâm, tỉnh Lâm Đồng.

Không tham gia thị trường phát điện cạnh tranh: do có công suất nhỏ hơn 30MW nên thủy điện Đa Siat không được phép tham gia thị trường phát điện cạnh tranh. Giá bán điện cho EVN của Đa Siat hiện đang được tính theo biểu giá chi phí tránh được (công bố hàng năm).

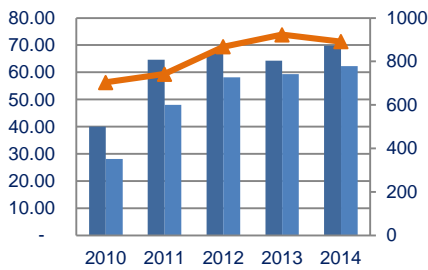
Nhà máy đóng góp 11% sản lượng và 10% doanh thu cho SHP: là nhà máy có công suất nhỏ nhất và giá bán ở mức trung bình trong 3 nhà máy.

Luôn vận hành vượt công suất: được vận hành từ tháng 1/2010, sản lượng phát điện của nhà máy được duy trì trong khoảng 64 đến 70 triệu kWh/năm, vượt công suất thiết kế 4-13%/năm

Không chủ động được nguồn nước: do nhà máy có hồ chứa nhỏ (dung tích 0.462 triệu m3) và điều tiết ngày đêm nên việc sản xuất điện của nhà máy phụ thuộc vào lượng nước về theo ngày và không có nước dự trữ.

Kết quả kinh doanh 2014 tăng nhẹ: năm 2014, nhà máy sản xuất được 69.818 triệu kWh đem lại 62.268 tỷ đồng doanh thu, tăng lần lượt 9% và 5% so với năm 2014. Tuy nhiên giá bán điện trung bình năm 2014 lại giảm 3%, đạt mức 892 đồng/kWh. Nguyên nhân chủ yếu là trong khi biểu giá chi phí tránh được năm 2014 không thay đổi so với năm 2013 thì do

Kết quả sản xuất kinh doanh của nhà máy thủy điện Đa Siat giai đoạn 2010-2014



■ Sản lượng (triệu kWh) (trục trái)
■ Doanh thu (tỷ đồng) (trục trái)
—▲— Giá bán trung bình (đồng/kWh) (trục phải)

điều kiện thủy văn đặc biệt thuận lợi trong năm 2014 nên giá bán của các nhà máy điện nhỏ giảm nhẹ.

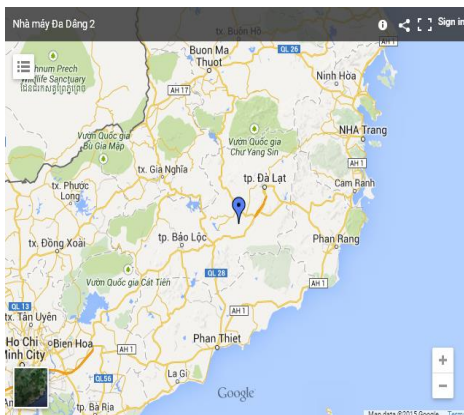
Tăng trưởng nhanh trong 3 tháng đầu năm 2015: mặc dù tiến hành đại tu 1 tổ máy trong vòng 10 ngày nhưng sản lượng sản xuất vẫn tăng 5% so với cùng kỳ, đạt 6.4 triệu kWh. Đồng thời giá bán trung bình tăng 11% đạt 2,058 đồng/kWh. Do vậy, doanh thu bán điện 3 tháng đầu năm của nhà máy Đa Siat đạt 13.2 tỷ đồng, tăng 16% so với cùng kỳ.

Triển vọng tăng trưởng trong 2015:

- Giá bán điện tăng:** theo biểu giá chi phí tránh được năm 2015 được Bộ Công Thương ban hành ngày 31/12/2014 kèm theo Quyết định số 12086/QĐ-BCT, giá mua điện cho các nhà máy điện miền nam tăng từ 1-9%/năm tùy theo thời điểm, đồng thời giá công suất cũng tăng 20% lên mức 2,158 đồng/kWh.
- Sản lượng điện sản xuất ổn định:** do nhà máy thủy điện nhỏ nên nhu cầu lượng nước thấp, đồng thời nhà máy vẫn duy trì sản lượng tương đối ổn định qua các năm bất kể điều kiện thủy văn. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng nhà máy sẽ tiếp tục duy trì sự ổn định này trong năm 2015 và dự báo sản lượng sản xuất năm 2015 sẽ đạt 75 triệu kWh.

NHÀ MÁY ĐA DÂNG 2

Bản đồ nhà máy Đa Dâng 2



Nhà máy thủy điện Đa Dâng 2 được xây dựng trên sông Đa Dâng với kênh dẫn nước đến nhà máy đặt ở bờ trái sông Đa Dâng, tại khu vực ngã ba cửa sông Đa Dâng đổ vào sông Đồng Nai. Nhà máy được đặt tại khu vực 2 xã Tân Văn huyện Lâm Hà và xã Tân Thành huyện Đức Trọng, tỉnh Lâm Đồng.

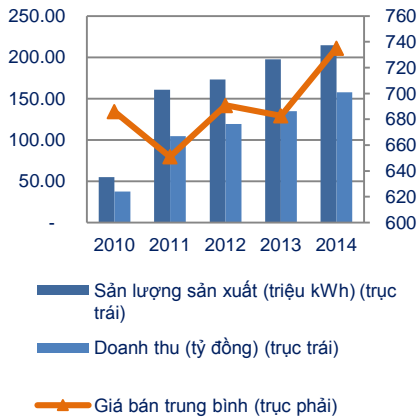
Nhà máy đóng góp 32% sản lượng điện sản xuất và 26% doanh thu cho SHP năm 2014. Nhà máy thủy điện Đa Dâng 2 có công suất lắp đặt 34MW gồm 2 tổ máy (2*17MW).

Tham gia thị trường phát điện cạnh tranh từ năm 2012: Đa Dâng 2 là một trong những nhà máy đầu tiên tham gia thị trường phát điện cạnh tranh. Khoảng 10% sản lượng điện sản xuất hàng năm của nhà máy được bán trên thị trường phát điện cạnh tranh. Giá bán điện hiện tại của Đa Dâng 2 thấp nhất trong 3 nhà máy, đạt trung bình 735 đồng/kWh trong năm 2014.

Sản lượng điện tăng hàng năm: bắt đầu hoạt động từ tháng 9/2010, sản lượng điện của Đa Dâng 2 tăng đều qua các năm và nhà máy luôn được vận hành vượt công suất thiết kế (152 triệu kWh/năm với mức vượt tăng từ 6% năm 2011 lên 41% trong năm 2014).

Không chủ động được nguồn nước: tương tự như nhà máy thủy điện Đa Siat, nhà máy thủy điện Đa Dâng 2 chỉ sở hữu 1 hồ chứa nước có dung tích 0.912 triệu m³, điều tiết ngày đêm nên việc sản xuất điện đều phụ thuộc vào lượng nước về theo ngày và không có dự trữ.

Kết quả sản xuất kinh doanh của nhà máy thủy điện Đa Dâng 2 giai đoạn 2010-2014



Kết quả kinh doanh 2014 tăng mạnh: nhờ sản lượng trung bình tăng 9% (215 triệu kWh) và giá bán trung bình tăng 8% nên doanh thu năm 2014 của nhà máy thủy điện Đa Dâng tăng đến 17%, đạt 158 tỷ đồng.

Kết quả kinh doanh sụt giảm nhẹ trong quý I/2015: trong tháng 1 và 2/2015, nhà máy đã tiến hành đại tu 2 tổ máy trong 20 ngày khiến sản lượng điện giảm 7%, đạt 15.1 triệu kWh trong khi giá bán trung bình tăng 3% so với cùng kỳ nên doanh thu QI/2015 của Đa Dâng 2 đã sụt giảm 4% y.o.y, đạt 11.857 tỷ đồng.

Dự báo suy giảm nhẹ trong năm 2015:

- **Sản lượng suy giảm:** điều kiện thủy văn được dự báo là khô hạn nghiêm trọng trong năm 2015 đồng thời năm 2014 nhà máy đã sản xuất vượt công suất đến 41% nên nhà máy sẽ khó duy trì sản lượng như năm 2014. Chúng tôi dự báo sản lượng điện sản xuất năm 2015 của nhà máy Đa Dâng 2 sẽ đạt 196 triệu kWh, giảm khoảng 8% so với năm 2014.
- **Giá bán tăng:** việc thủy văn không thuận lợi sẽ dẫn đến sản lượng điện bán trên thị trường phát điện cạnh tranh của các nhà máy thủy điện suy giảm. Tuy nhiên điều này sẽ giúp cho các nhà máy có cơ hội được đặt giá bán cao hơn trên thị trường phát điện cạnh tranh.

Bản đồ nhà máy Đa M'بری



NHÀ MÁY ĐA M'BRİ

Nhà máy thủy điện Đa M'بری được xây dựng trên dòng chính suối Đa M'بری - một trong 2 nhánh chính của sông Đa Huoai- một phụ lưu trái của Sông Đồng Nai, thuộc địa bàn 3 xã Lộc Tân- huyện Bảo Lâm; xã Phước Lộc- Huyện Đa Huoai và xã Triệu Hải- huyện Đạ The.

Nhà máy lớn nhất trong 3 nhà máy của SHP: nhà máy Đa M'بری có công suất 75 MW gồm 2 tổ máy (2*37.5MW). Nhà máy đóng góp 57% tổng sản lượng và 63% doanh thu của SHP năm 2014.

Chủ động được nguồn nước hàng năm: khác với 2 nhà máy trên, nhà máy thủy điện Đa M'بری sở hữu hồ chứa nước lớn, có dung tích 56.3 triệu m³ và được điều tiết hàng năm. Hồ nước dự trữ cho đủ việc sản xuất khoảng 120 triệu kWh.

Giá bán điện ổn định trong suốt năm 2014: do năm 2014, nhà máy chưa tham gia thị trường phát điện cạnh tranh nên giá bán điện trong năm 2014 ổn định ở mức 916 đồng/kWh (chưa tính thuế tài nguyên và phí dịch vụ môi trường) trong suốt cả năm.

Hoạt động vượt công suất từ năm 2014: ngay năm đầu tiên hoạt động và tổ máy 2 mới đi vào hoạt động từ tháng 5/2014, nhà máy Đa M'بری đã được vận hành vượt 12% công suất thiết kế với sản lượng cả năm đạt 378.5 triệu kWh.

Tăng trưởng nhẹ mạnh trong quý I/2015: mặc dù ngưng sản xuất 21 ngày để kiểm tra đường hầm sau 1 năm vận hành, sản lượng sản xuất

Quý I/2015 vẫn tăng 8%, đạt 41.6 triệu kWh. Hơn nữa, nhờ tham gia thị trường phát điện cạnh tranh nên giá bán điện trung bình đã tăng khoảng 8% so với cùng kỳ. Ước tính quý I/2015, doanh thu nhà máy Đa Mbri đạt 43.886 tỷ đồng, tăng 16% so với cùng kỳ.

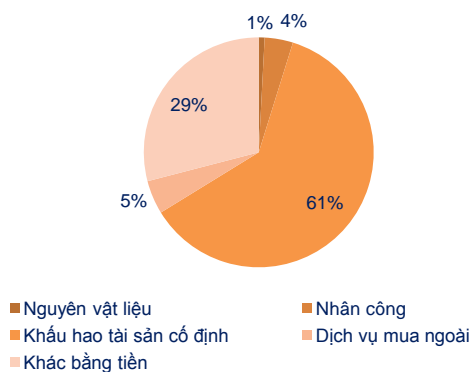
Triển vọng tăng trưởng mạnh từ năm 2015:

- **2 tổ máy hoạt động hết công suất:** Tổ máy 1 của nhà máy bắt đầu hoạt động từ tháng 1/2014 và tổ máy 2 bắt đầu hoạt động từ tháng 5/2014. Như vậy nhà máy sẽ được vận hành hết công suất từ năm 2015 khi cả 2 tổ máy được vận hành cả năm. Chúng tôi dự báo sản lượng điện sản xuất năm 2015 của nhà máy Đa Mbri sẽ đạt khoảng 399 triệu kWh, tăng 6% so với năm 2014.
- **Bắt đầu tham gia thị trường phát điện cạnh tranh:** từ 2015, khoảng 20% sản lượng sản xuất điện của nhà máy sẽ được bán trên thị trường phát điện cạnh tranh với mức giá kỳ vọng sẽ cao hơn mức giá hợp đồng hiện tại.

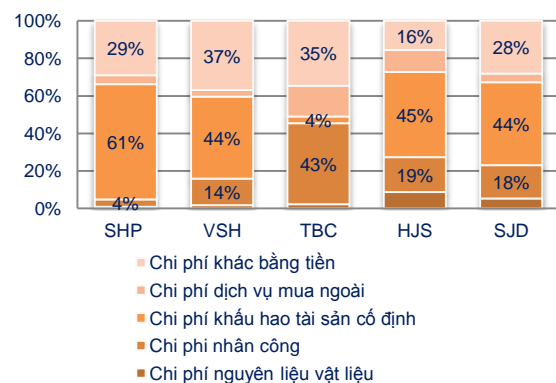
CHI PHÍ KHẤU HAO TĂNG MẠNH TRONG NĂM 2015

Đặc điểm chung của nhà máy thủy điện, chi phí khấu hao là chi phí lớn nhất của doanh nghiệp. Do nhà máy mới Đa Mbri mới đi vào vận hành từ năm 2014 nên tỷ trọng chi phí khấu hao trong cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp cao hơn các doanh nghiệp cùng ngành. Đồng thời, chi phí khấu hao đã tăng mạnh trong năm 2014 và tiếp tục tăng trong năm 2015 khi tổ máy 2 của nhà máy Đa Mbri được khấu hao tròn năm thay vì chỉ khấu hao 8 tháng như năm 2014. Chúng tôi ước tính chi phí khấu hao năm 2015 sẽ tăng lên 52 tỷ so với năm 2014.

Cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh năm 2014 của SHP



Cơ cấu chi phí của các doanh nghiệp thủy điện năm 2014



TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Chỉ tiêu cơ bản	2011	2012	2013	2014
Cơ cấu vốn				
Vốn vay/VCSH	0.90	1.13	1.40	1.23
Tổng tài sản/VCSH	2.12	2.42	2.71	2.62
Cơ cấu tài sản				
TS dài hạn/ Tổng TS	0.83	0.83	0.91	0.87
TS ngắn hạn/Tổng TS	0.17	0.17	0.09	0.13
Khả năng thanh toán				
Hệ số TT nhanh	1.17	1.09	0.43	0.66
Hệ số TT ngắn hạn	1.17	1.09	0.43	0.66
Năng lực HĐ (ngày)				
Số ngày phải thu	104	67	68	32
Số ngày tồn kho	2	3	4	2
Số ngày phải trả	369	502	499	149
Khả năng sinh lời (%)				
Lợi nhuận gộp biên	58%	63%	63%	63%
ROS	41%	52%	54%	37%
ROE	7%	9%	10%	19%
ROA	4%	4%	4%	7%

Việc tái cấu trúc nợ vay năm 2014 giúp tình hình tài chính của doanh nghiệp cải thiện đáng kể:

- Giảm chi phí lãi vay:** trong năm 2014, công ty đã thực hiện tái cấu trúc tài chính các khoản vay có lãi suất cao (11.4%; 12% và 14.4%/năm) tại Ngân hàng phát triển Việt Nam sang các khoản vay tại Ngân hàng Ngoại thương có lãi suất thấp hơn (khoảng 9.6%/năm). Nhờ vậy, mức lãi suất vay bình quân giảm mạnh từ 12.6%/năm xuống 9.8%/năm. Đồng thời thời gian trả nợ gốc cũng được kéo dài thêm 4 năm. Nhờ vậy chi phí lãi vay hàng năm sẽ khoảng giảm 17-18 tỷ đồng. Tuy nhiên, do năm 2015 sẽ ghi nhận chi phí lãi vay cho tổ máy 2 nhà máy Đa M'ri cho cả năm thay vì 8 tháng như năm 2014 nên chúng tôi ước tính chi phí lãi vay sẽ chỉ giảm khoảng 4 tỷ đồng trong năm 2015.
- Áp lực trả nợ gốc và lãi vay lớn nhưng sẽ giảm dần:** hàng năm doanh nghiệp phải trả khoảng hơn 200 tỷ tiền nợ gốc và lãi vay. Do đó, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh chủ yếu dùng để chi trả nợ gốc và lãi vay. Tuy nhiên, nhờ việc tái cấu trúc nợ vay, giảm lãi suất và kéo dài thời hạn trả nợ gốc, áp lực chi trả nợ vay của doanh nghiệp sẽ giảm đi nhanh chóng.
- Cải thiện khả năng thanh toán:** nguyên nhân là do áp lực chi trả nợ vay lớn nên số dư tiền mặt của doanh nghiệp ở mức thấp. Hơn nữa, doanh nghiệp thực hiện trích trước chi phí dự án và chi phí khác cho 3 nhà máy thủy điện. Như vậy, việc tái cấu trúc nợ vay cũng sẽ giúp cải thiện hệ số thanh toán của doanh nghiệp.

Khả năng sinh lời cải thiện qua từng năm: cùng với việc tăng sản lượng và giá bán điện qua từng năm trong khi tài sản và vốn chủ sở hữu không thay đổi đáng kể nên biên lợi nhuận của doanh nghiệp tăng qua các năm. Tuy nhiên, từ năm 2014, do chi phí lãi vay của nhà máy Đa M'ri không được vốn hóa nên ROS của doanh nghiệp đã giảm mạnh từ 54% xuống 37% trong khi biên lợi nhuận gộp vẫn được duy trì ở mức 63%.

Thuế thu nhập doanh nghiệp tăng từ 2014: năm 2014 là năm đầu tiên công ty chịu 5% thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp cho thu nhập từ 2 nhà máy Đa Siat và Đa Dâng 2 thay vì được miễn thuế thu nhập như các năm trước. Trong khi đó thu nhập từ nhà máy thủy điện Đa M'ri sẽ được miễn thuế thu nhập doanh nghiệp trong vòng 9 năm kể từ 2014.

ĐÁNH GIÁ RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro thời tiết: điều kiện thủy văn là yếu tố quan trọng nhất đối với hoạt động sản xuất kinh doanh của các nhà máy thủy điện. Do vậy rủi ro thời tiết chính là rủi ro lớn nhất của các doanh nghiệp thủy điện. Việc sở hữu hồ chứa nước có trữ lượng đủ sản xuất 120kWh, được điều tiết hàng năm tại nhà máy Đa M'ri đã giúp doanh nghiệp giảm thiểu được một phần rủi ro này. Tuy nhiên, với dự báo tình hình hạn hán năm 2015 sẽ nghiêm trọng hơn các năm trước, 2 nhà máy Đa Siat và Đa Dâng 2 do không có nguồn nước dự trữ sẽ có thể gặp khó khăn trong việc sản xuất kinh doanh trong năm 2015 dẫn đến việc sản lượng sản xuất giảm nhẹ.

Rủi ro thanh khoản: như đã đề cập ở phía trên, do áp lực chi trả nợ vay lớn và trích trước chi phí nên hệ số thanh toán của doanh nghiệp đang ở mức thấp. Như vậy, rủi ro thanh khoản cũng là một trong những rủi ro trọng yếu của doanh nghiệp tại thời điểm hiện tại. Tuy nhiên nhờ việc tái cấu trúc tái chính, hệ số thanh toán của doanh nghiệp sẽ được cải thiện và rủi ro thanh khoản giảm dần.

TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN

Chúng tôi nhận định **KHẢ QUAN** đối với ngành điện năm 2015 nhờ việc tăng giá điện bán điện trên thị trường phát điện cạnh tranh trong năm 2015. Tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý đến điều kiện thủy văn được dự báo là không được thuận lợi cho các nhà máy thủy điện trong năm 2015.

Sản lượng điện dự kiến tăng 10% y.o.y: năm 2015, dự kiến EVN sản xuất và mua ngoài 156.9 tỷ kWh và điện thương phẩm đạt 141.8 tỷ kWh, tăng 10% so với năm 2014. Theo số liệu của Tổng cục Thống kê, ước tính 2 tháng đầu năm, Việt Nam sản xuất được 21.4 tỷ kWh, tăng 13.6% so với cùng kỳ năm 2014.

Nguy cơ thiếu điện tại miền Nam: do nguồn điện được phân bổ không đều, tập trung ở miền Bắc và miền Trung, các dự án nhà máy điện tại miền Nam bị chậm tiến độ trong khi nhu cầu tiêu dùng điện của miền Nam chiếm tới khoảng 50% nhu cầu tiêu thụ điện cả nước. Việc thiếu điện tại miền Nam có thể dẫn đến việc huy động nguồn điện từ các nhà máy nhiệt điện chạy dầu với giá mua khoảng 5,600 đồng/kWh, cao gấp gần 4 lần mức giá bán điện hiện tại hoặc mua điện từ Trung Quốc.

Giá điện bán lẻ tăng 7.5% từ ngày 16/3/2015: theo quyết định chính thức ban hành ngày 12/3/2015 của Bộ Công thương quy định chi tiết về giá bán điện, mức giá bán điện bình quân sẽ tăng từ 1508.85 đồng/kWh lên 1622.01 đồng/kWh.

Hạn hán nghiêm trọng tại miền Trung, Tây Nguyên và Nam Bộ: theo Trung tâm Dự báo Khí tượng Thủy văn Trung ương, 2 tháng đầu năm, mực nước trên các sông ở miền Trung, Tây Nguyên xuống dần, dòng chảy thiếu hụt so với trung bình nhiều năm cùng kỳ 30-70%. Điều này sẽ gây khó khăn cho việc sản xuất của các nhà máy tại khu vực miền Trung, Tây Nguyên và Nam bộ. Tuy nhiên đây lại là yếu tố thuận lợi cho các nhà máy nhiệt điện khi tăng sản lượng và giá bán điện trên thị trường phát điện cạnh tranh.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Chúng tôi tiến hành dự báo kết quả kinh doanh của CTCP Thủy điện Miền Nam dựa trên những giả định sau:

- Tổng sản lượng điện sản xuất năm 2015 của doanh nghiệp sẽ đạt 671 triệu kWh, tăng nhẹ 1.2% so với năm 2014 nhờ việc tổ máy 2 nhà máy Đa M'brì vận hành tròn năm thay vì 8 tháng như năm 2014.
- Nhà máy Đa M'brì sẽ tham gia thị trường phát điện cạnh tranh từ năm 2015.
- Khoảng 20% tổng sản lượng điện sản xuất của nhà máy Đa M'brì và 10% tổng sản lượng điện sản xuất của nhà máy Đa Dâng 2 sẽ được bán trên thị trường phát điện cạnh tranh
- Giá bán điện trên thị trường phát điện cạnh tranh sẽ tăng dần theo xu hướng tăng dần của chi phí đầu vào.

KẾT QUẢ DỰ BÁO: chúng tôi dự báo năm 2015 doanh nghiệp sẽ đạt 632 tỷ đồng doanh thu và 226 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng nhẹ lần lượt 6% và 3% so với năm 2014, tương đương EPS 2015 đạt 2,417 đồng/cổ phiếu.

Chúng tôi lưu ý, kết quả dự báo trên đã được điều chỉnh so với báo cáo Triển vọng ngành năm 2015 phát hành ngày 26.01.2015 do việc bảo dưỡng các nhà máy trong quý I/2015.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ
ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Lãi suất phi rủi ro Rf	5.80%
Lợi suất thị trường Rm	11.75%
Beta 1 năm	0.61
Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu	12.97%
Chi phí sử dụng vốn vay	9.8%
Chi phí sử dụng vốn bình quân	12.09%
Tăng trưởng dài hạn sau 2018 (g)	2.5%
Giá một cổ phần (đồng/cp)	26,957

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp để định giá cổ phiếu SHP gồm: (1) Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và (2) Phương pháp so sánh P/E như sau:

Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF:
Một số giả định:

- Chi phí vốn chủ sở hữu là 12.97%, được tính toán theo phương pháp CAPM dựa trên giả định (1) beta 1 năm của cổ phiếu SHP theo tính toán của bloomberg là 0.61; (2) Lợi suất thị trường là lợi suất bình quân 5 năm 2009-2014 của VNindex là 11.75%; (3) Lãi suất phi rủi ro: lãi suất đầu thầu trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm và bằng 5.80%.
- Chi phí vốn vay trung bình là 9.8%
- Thuế suất thuế TNDN là 5% đối với 2 nhà máy Đa Siat và Đa Dâng 2 và miễn thuế TNDN đối với nhà máy Đa Mbri.
- Tỷ lệ vốn vay/ vốn chủ sở hữu là 42/58 cho giai đoạn 2014-2018 và là 33/67 cho giai đoạn sau 2018

Chúng tôi sử dụng mô hình tăng trưởng 2 giai đoạn:

- **Giai đoạn 1 từ năm 2015-2018:** ứng với giai đoạn tăng trưởng nhanh của doanh nghiệp nhờ sản lượng điện sản xuất đạt ở mức cao.
- **Giai đoạn 2 (sau năm 2018):** tăng trưởng dài hạn. Tốc độ tăng trưởng dài hạn được dự báo là 2.5%, thấp hơn mức tăng trưởng GDP dự báo.

Phương pháp so sánh P/E:

Báo cáo sử dụng các phương pháp định so sánh P/E với P/E ngành được tham chiếu P/E trung bình các công ty cùng ngành với SHP tại Việt Nam

- Hệ số P/E ngành là 8.08
- EPS ước đạt năm 2015 là 2,417 đ/cp
- Giá hợp lý trên một cổ phần là 19,529 đ/cp

Phương pháp so sánh P/B:

Báo cáo sử dụng các phương pháp định so sánh P/B với P/B ngành được tham chiếu P/B trung bình các công ty cùng ngành với SHP tại Việt Nam

- Hệ số P/E ngành là 1.42

- Giá trị sổ sách 1 cổ phần SHP năm 2015 ước đạt là 13,954 đ/cp
- Giá hợp lý trên một cổ phần là 19,814 đ/cp

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ

Phương pháp	Giá một cổ phần	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý một cổ phần
FCFF	26,957	30%	22,100
P/E	19,529	30%	
P/B	19,814	30%	

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu SHP với giá mục tiêu 12 tháng là từ 22,100 đồng/cp (+12% so với giá thị trường ngày 12.05.2015). Chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp tiếp tục tăng trưởng nhanh trong năm 2015 nhờ tổ máy 2 nhà máy Đa Mbri chạy tròn năm giúp sản lượng điện sản xuất tăng nhẹ và giá bán điện tăng nhờ biểu giá chi phí tránh được cao hơn cùng với giá bán trên thị trường phát điện cạnh tranh tăng lên.

PHỤ LỤC 01: Bảng phân tích độ nhạy giá cổ phiếu

Phân tích độ nhạy	g	WACC						
		10.15%	10.65%	11.15%	11.65%	12.15%	12.65%	13.15%
Giá cổ phần	0.0%	26,118	24,838	23,677	22,621	21,655	20,769	19,953
	0.5%	27,116	25,724	24,467	23,329	22,292	21,344	20,474
	1.0%	28,227	26,704	25,337	24,105	22,987	21,969	21,039
	1.5%	29,470	27,795	26,300	24,959	23,749	22,652	21,654
	2.0%	30,871	29,016	27,372	25,905	24,589	23,401	22,325
	2.5%	32,463	30,392	28,571	26,957	25,518	24,226	23,060
	3.0%	34,286	31,955	29,922	28,135	26,551	25,138	23,870
	3.5%	36,394	33,745	31,457	29,463	27,708	26,154	24,767
	4.0%	38,862	35,816	33,215	30,970	29,012	27,290	25,764
	4.5%	41,789	38,239	35,249	32,697	30,493	28,572	26,881
7.5%	45,317	41,114	37,629	34,695	32,190	30,026	28,140	

Nguồn: BSC dự báo

PHỤ LỤC 02: Danh sách doanh nghiệp cùng ngành tham chiếu

	Beta:Y-1	Tổng tài sản (tỷ đồng)	Số lượng cổ phiếu bình quân (triệu cp)	Doanh thu 12 tháng	EPS	P/E	P/B
SHP	0.61	3,206	94	596	2,349	8.09	1.46
PPC	1.12	11,324	318	7,482	3,330	6.88	1.28
NT2	0.88	12,484	256	7,065	6,215	6.67	1.46
VSH	0.87	3,661	206	554	1,827	7.28	0.92
TMP	0.47	1,593	70	687	3,407	8.16	1.90
CHP	0.71	3,322	126	626	1,691	8.93	1.34
TBC	0.70	980	64	312	2,179	11.93	1.79
SJD	0.71	1,296	41	391	4,469	6.78	1.25
BTP	0.95	1,978	60	2,101	2,207	7.29	0.94
KHP	0.76	1,313	40	2,682	1,829	7.44	0.98
DRL	0.28	138	10	64	3,582	10.75	3.34
TIC	0.53	259	22	3	1,457	8.86	1.28
NBP	0.57	370	13	977	3,506	5.13	0.92
HJS	0.67	588	15	141	1,387	8.94	0.98
Average						8.08	1.42

Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

PHỤ LỤC 03: Bảng dự báo kết quả kinh doanh giai đoạn 2015-2018

Bảng cân đối kế toán	2015F	2016F	2017F	2018F	Báo cáo KQKD	2015F	2016F	2017F	2018F
Tài sản ngắn hạn (tỷ đ)	344	273	272	299	Doanh thu thuần (tỷ đ)	632	673	690	707
Tài sản dài hạn (tỷ đ)	2,774	2,770	2,766	2,762	Lợi nhuận gộp (tỷ đ)	377	416	433	450
Tổng tài sản(tỷ đ)	3,119	3,043	3,038	3,061	Doanh thu tài chính	6	6	6	6
Nợ ngắn hạn(tỷ đ)	658	585	555	524	Chi phí tài chính (tỷ đ)	122	105	93	80
Nợ dài hạn (tỷ đ)	1,153	1,012	871	730	Lợi nhuận sau thuế (tỷ đ)	226	279	307	335
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	1,308	1,446	1,613	1,807	ROE	17%	19%	19%	19%
Giá trị sổ sách(đồng/cp)	13,954	15,434	17,210	19,282	EPS (đồng/cp)	2,417	2,980	3,276	3,572

Nguồn: BSC dự báo

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng, bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn**THÔNG TIN LIÊN HỆ****BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Website: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.