

CTCP Thủy điện Cần Đơn (SJD)

Cổ phiếu vốn hóa nhỏ

Ngô Đăng Quế
Chuyên viên

Cơ sở hạ tầng

Giá mục tiêu	NA
Giá hiện tại	30.800
TL tăng	NA
Lợi suất cổ tức	7%
Tổng lợi nhuận	NA
Cổ tức bằng tiền mặt	2.200

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa (USD)	66,6 triệu
GTGD bình quân ngày trong 30 ngày qua (USD)	0,6 triệu
Sở hữu của khối ngoại	34,55%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	46 triệu

Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn Sông Đà	50,9%
VNI	22,6%
Nguyễn Văn Sơn - Chủ tịch	18,0%
VN Investment fund	9,7%

Công ty thủy điện với tỷ lệ chia cổ tức 8%

- CTCP Thủy điện Cần Đơn (SJD) là công ty con của của Tập đoàn Sông Đà, là công ty đang vận hành 2 nhà máy thủy điện với tổng công suất 85,7 MW.
- Tổng công suất của SJD sẽ tăng đạt 104 MW trong năm 2015 sau khi hợp nhất với nhà máy thứ 3 và và nhà máy mới thứ 4.
- SJD có thể sẽ đạt được lợi nhuận cao năm 2015 hơn do chi phí vận hành và tài chính thấp hơn, cũng như việc hoàn thành phân bổ lợi thế kinh doanh năm nay.
- SJD có lịch sử chia cổ tức ở mức cao, cổ tức tiền mặt dự kiến trong năm nay ở mức 2.000-2.500 đồng, tương ứng với mức cổ tức khoảng 8%.
- Định giá hấp dẫn với PER 7,4 lần năm 2014 so với các công ty cùng ngành nội địa là 9,1 lần, cũng như tỷ lệ EV/W khá thấp ở mức 15,6 lần so với 17,6 lần của các công ty cùng ngành.

Tăng công suất thông qua việc hợp nhất. Sau khi hợp nhất với RHC (CTCP Thủy điện Ry Ninh II), SJD đã tăng công suất thiết kế lên 10% đạt 85,7 MW. Lợi nhuận ròng sau thuế (NPAT) năm 2014 tăng 23% so với năm 2013 nhờ lượng phát điện tăng 30% so với 2013. Đạt 470 triệu kWh (công suất 146%, xem Hình 2). Công suất sử dụng bình quân 3 năm của SJD và RHC đều cao hơn công suất thiết kế lần lượt ở mức 139% và 188% nhờ vào điều kiện thời tiết thuận lợi và công nghệ tiên tiến. Trong khi đó, NLC (CTCP Thủy điện Nà Lơi - 9,3 MW), vốn sẽ được hợp nhất trong năm 2015 cũng đạt năng suất sử dụng trung bình 3 năm là 121%. Cuối cùng, nhà máy mới xây dựng Hà Tây (9 MW) cũng được lên kế hoạch sẽ đi vào hoạt động trong quý 1/2015. Ban lãnh đạo lên kế hoạch đạt được mức năng suất sử dụng nhà máy cao hơn để cải thiện lợi nhuận.

Chi phí vận hành và tài chính thấp hơn. Trong năm 2015, chi phí hành chính và quản lý sẽ thấp hơn 20% nhờ vào hoàn thành phân bổ lợi thế kinh doanh trong năm 2014. Ngoài ra, khi SJD đã trả phần lớn các khoản nợ trong năm 2014, làm giảm tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu từ 35% trong năm 2014 còn 20% trong năm 2015. Điều này sẽ làm giảm 50% chi phí lãi vay vốn chiếm đến 8% lợi nhuận trước thuế và lãi (EBIT) trong năm 2014. Cuối cùng, giá bán điện của SJD, RHC và NLC đều được chốt bằng USD cho đến năm 2024 thông qua hợp đồng BOT với Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN), điều sẽ giúp SJD hưởng lợi với sự tăng giá của đồng USD trong thời gian qua.

Lợi suất cổ tức hấp dẫn, lên đến 8%. Cổ tức bằng tiền mặt năm 2013 là 2.200 đồng/cổ phiếu, tương ứng lợi suất cổ tức 7,2%, tiếp tục xu hướng tỷ lệ trả cổ tức ở mức cao (54%) trong ba năm liên tiếp. Với KQLN cải thiện, dư nợ giảm và không có kế hoạch đầu tư XDCB, ban lãnh đạo dự kiến sẽ trả cổ tức bằng tiền mặt năm 2014 ở mức cao, có thể từ 2.000-2.500 đồng/cổ phiếu (lợi suất 6,6% - 8,2%) trên cơ sở EPS pha loãng 2014 là 3.983 đồng.

Cổ phiếu có định giá hấp dẫn. Trên cơ sở tỷ lệ giá trị doanh nghiệp/megawatt (Hình 3) của tất cả các nhà máy thủy điện được niêm yết, SJD đang giao dịch thấp hơn 12% so với mức 17,6 lần của các công ty thủy điện khác trong nước.

	Giá trị vốn hóa	tỷ đồng / giao dịch hàng ngày	ROE	P/B 12 tháng qua	P/E 12 tháng qua	P/E 2015 theo mục tiêu BLĐ	EPS 2015 theo mục tiêu BLĐ
SJD	58	6.502	20	1,4	7,4	8,5	3.587
VSH	130	451.147	10	0,8	7,4	9,9	1.358
SHP	83	61.910	19	1,6	7,7	N/A	N/A
SBA	30	74.400	62	0,6	9,9	9,9	1.085
TBC	77	13.610	16	1,8	11,4	21,6	1.197
TB các NM khác			27	1,2	9,1	12,5	

Hình 1: Công suất các nhà máy điện

	Giá bán	Công suất (MW)	Công suất thiết kế (triệu kWh)	Sản lượng (triệu kWh)			Hiệu suất %		
				2013A	2014A	2015E	2013A	2014A	2015E
SJD	+ 0 - 292 triệu kWh: 4,5 cent + Từ 292 triệu kWh trở lên: 2,25 cent	77,6	292	362	410	360	124%	140%	123%
Ry Ninh	4,1 cent	8,1	30	54	55	53	180%	183%	143%
Nà Lôi ¹	4,2 cent	9,3	46	57	55	55	123%	116%	122%
Hà Tây ²	NA	9	39	NA	NA	31	NA	NA	80%
Tổng cộng		104	413	473	520	507	144%	139%	123%

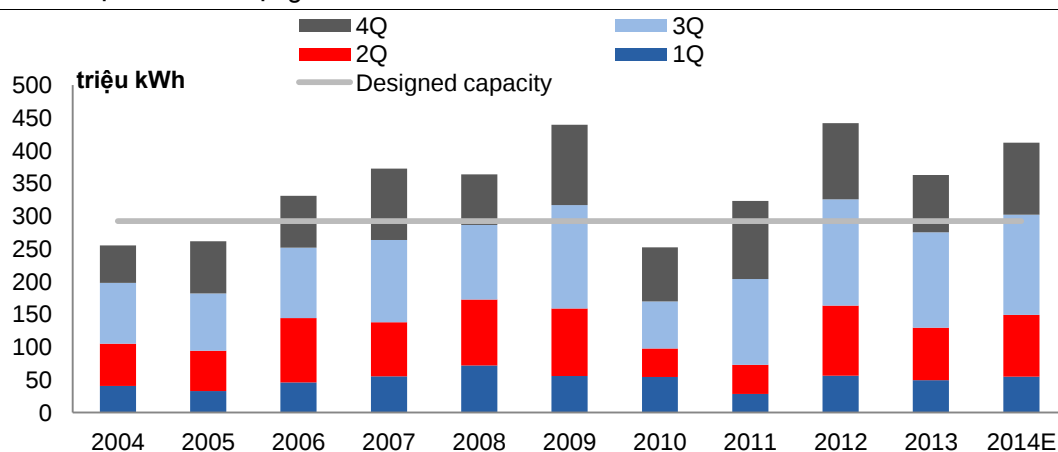
Nguồn: SJD và ước tính của VCSC

Lưu ý

(1): Thủy điện Nà Lôi sẽ được hợp nhất vào SJD trong năm 2015

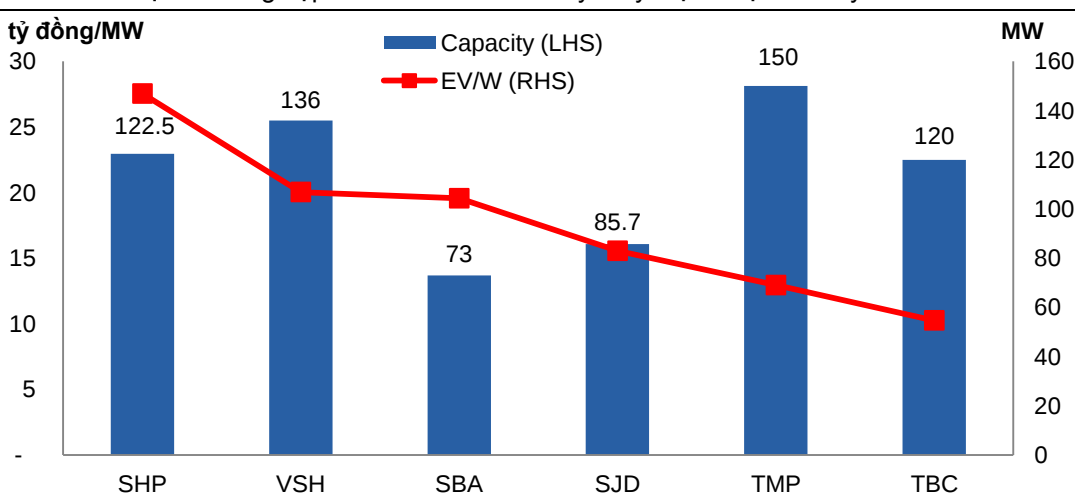
(2): Thủy điện Hà Tây sẽ đi vào hoạt động trong Quý 1/2015

Hình 2: Lịch sử sản lượng của SJD



Nguồn: SJD

Hình 3: Giá trị doanh nghiệp/MW của các nhà máy thủy điện được niêm yết



Nguồn: Bloomberg

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Ngô Đăng Quế, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
KÉM KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Vũ Thanh Tú
tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Trưởng phòng cao cấp, Ngô Hoàng Long

Trưởng phòng cao cấp, Anirban Lahiri

Trưởng phòng, Nguyễn Đức Tuấn

CV cao cấp, Đặng Văn Pháp

CV cao cấp, Đinh Thị Thùy Dương

CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Chuyên viên, Ngô Đăng Quế

Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh

Chuyên viên, Nguyễn Thảo Vy

Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào

Chuyên viên, Ngô Thùy Trâm

Chuyên viên, Nguyễn Thị Kim Chung

Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải

Chuyên viên, Văn Đình Vỹ

Chuyên viên, Trần Minh Đức

Chuyên viên, Văn Đình Phong

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.