



**ĐỒ THỊ GIAO DỊCH**



**KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**

Quan điểm đầu tư	<b>MUA</b>
Giá kỳ vọng	20,781
Giá thị trường ngày 14.08.2015	18,200
Triển vọng 1 tháng	Tăng
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng

**THÔNG TIN GIAO DỊCH**

CPLH hiện tại (triệu cp)	126
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	2,293
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	1,421
Sở hữu nước ngoài (%)	0.11
KLTB 10 ngày (cp)	28,367
Giá thấp nhất 52T (đ)	19,400
Giá cao nhất 52T (đ)	11,300
+/- 7 ngày qua	-1%
+/- 1 tháng qua	-2%

**Chuyên viên phân tích**

**Vũ Thu Hà**

Email : [havt@bsc.com.vn](mailto:havt@bsc.com.vn)

Tel: + 84.39352722 (108)

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu CHP với giá mục tiêu 12 tháng là **20,781 đồng/cổ phiếu**, cao hơn 14% so với giá thị trường ngày 14.08.2015. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ tăng trưởng tốt trong thời gian tới nhờ sản lượng sản xuất ổn định, hoạt động hiệu quả trên thị trường phát điện cạnh tranh và chi phí tài chính được tiết giảm

**CTCP Thủy điện Miền Trung là đơn vị kinh doanh thủy điện lớn nhất trong số các doanh nghiệp niêm yết.** CHP quản lý và vận hành nhà máy thủy điện A Lưới có công suất lắp đặt 170 MW gồm 2 tổ máy, cung cấp sản lượng điện hàng năm khoảng 649 triệu kWh.

**Hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp ngày càng hiệu quả:** nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi nên trong 6 tháng đầu năm 2015 doanh thu của CHP đã tăng 60% và lợi nhuận sau thuế tăng gấp 13 lần so với cùng kỳ năm 2014.

**Kỳ vọng tăng trưởng nhanh trong giai đoạn 2015-2017** nhờ những yếu tố sau: (1) Sản lượng sản xuất ổn định do đặc thù vị trí; (2) Giá bán điện trên thị trường cạnh tranh tăng do chi phí sản xuất của nhiệt điện tăng; (3) Thị trường bán buôn điện cạnh tranh được áp dụng giúp mở rộng đối tượng khách hàng; (4) Bắt đầu có doanh thu từ dự án CDM; (5) Chi phí lãi vay giảm mạnh do giảm lãi suất và chi trả nợ gốc nhanh. Tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý đến áp lực cạnh tranh sẽ tăng mạnh từ năm 2019 khi các nhà máy nhiệt điện lớn và các nhà máy BOT tham gia thị trường.

**Chúng tôi dự báo năm 2015, CHP sẽ đạt 678 tỷ đồng doanh thu (+8%y.o.y) và 304 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (+41%y.o.y), tương đương EPS 2015 đạt 2,302 đồng/cổ phiếu.** Trong giai đoạn 2015-2019, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp sẽ tăng bình quân lần lượt 4%/năm và 12%/năm.

**Tỷ lệ cổ tức cao:** năm 2014, công ty chia trả 9% cổ tức bằng tiền mặt và 5% cổ tức bằng cổ phiếu, tương đương mức lãi tức khoảng 8%. Với kỳ vọng kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh trong giai đoạn tới và nhu cầu tăng vốn cho các dự án thủy điện mới như Đak Đrinh 2, chúng tôi nhận định công ty sẽ tiếp tục chi trả cổ tức bằng tiền và cổ phiếu với tỷ lệ cao trong những năm tiếp theo

Các chỉ tiêu tài chính	2012	2013	2014	1H2015
<b>Doanh thu thuần (tỷ đ)</b>	233.15	528.41	626.48	317.26
<b>% tăng trưởng v-o-y</b>		126.64%	18.56%	60%
<b>Tổng tài sản (tỷ đ)</b>	3.327.12	3.408.80	3.321.66	3.230.64
<b>Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)</b>	1.192.78	1.254.08	1.421.06	1.446.57
<b>CPLH bình quân (Triệu cp)</b>	120.00	120.00	120.00	126.00
<b>LN sau thuế (tỷ đ)</b>	(6.96)	125.96	213.07	133.51
<b>% tăng trưởng v-o-y</b>			69.15%	1124%
<b>EPS cuối kỳ (đ/cp)</b>	(58)	1.050	1.776	1.091
<b>Giá trị sổ sách (đ/cp)</b>	9,940	10,451	11,842	11,481
<b>Lợi nhuận gộp biên</b>	43.42%	62.64%	63.98%	65.42%
<b>ROS</b>	-2.98%	23.84%	34.01%	42.08%
<b>ROE</b>		10.30%	15.93%	9.31%
<b>ROA</b>		3.74%	6.33%	4.08%

Nguồn: BCTC CSV, BSC tổng hợp

**GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP**

Giới thiệu chung	
Tên công ty:	CTCP Thủy điện Miền Trung
Tên giao dịch:	CTCP Thủy điện Miền Trung
Tên viết tắt:	EVNCHP
Địa chỉ:	Khu Công nghiệp Đà Nẵng, Quận Sơn Trà, Thành phố Đà Nẵng
Tel:	0511.3703310
Fax	0511.3935960
Website:	www.chp.vn
Vốn điều lệ tính đến ngày 30/06/2015:	1,259,995,110,000 đồng
Lĩnh vực hoạt động	Sản xuất và kinh doanh điện
Ngành nghề kinh doanh chính	Đầu tư, quản lý và vận hành các dự án thủy điện

Lịch sử hình thành	
Thời gian	Sự kiện
2004	EVNCHP chính thức được thành lập.
2005	Công ty được chính phủ cấp phép đầu tư dự án nhà máy thủy điện A Lưới
2007	Công ty chính thức triển khai khởi công dự án Nhà máy Thủy điện A Lưới
2010	Cổ phiếu công ty chính thức giao dịch trên sàn Upcom của Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội với mã chứng khoán là CHP
2012	Nhà máy Thủy điện A Lưới chính thức phát điện thương mại.
2014	Cổ phiếu CHP chính thức niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX).

**Danh sách cổ đông nắm giữ từ trên 5% VDL tính đến ngày 04/04/2014**

Tên	Số CP	% Vốn
Tổng công ty điện lực Miền Nam	27,563,505	22.97%
Tổng công ty Điện lực Miền Trung	27,563,505	22.97%
Tổng công ty Điện lực Hà Nội	10,712,100	8.93%
Tổng công ty Phát điện 1	6,261,800	5.22%
Công ty Tài chính Cổ phần Điện Lực	6,000,000	5.00%

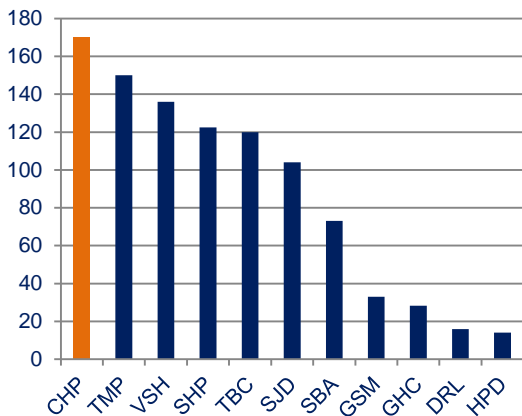
**Cơ cấu cổ đông đến 04/04/2014**

Danh mục	Số lượng cổ phần	Tỷ trọng (%)
<b>Cổ đông nhà nước</b>	<b>72,100,910</b>	<b>60.09%</b>
<b>Cổ đông nội bộ</b>	<b>1,337,500</b>	<b>1.11%</b>
- Hội đồng quản trị	1,066,200	0.89%
- Ban kiểm soát	77,500	0.06%
- Ban Giám đốc	193,800	0.16%
<b>Cổ đông bên ngoài</b>	<b>46,561,590</b>	<b>38.80%</b>
- Trong nước	46,431,990	38.69%
- Nước ngoài	129,600	0.11%
<b>Tổng cộng</b>	<b>120,000,000</b>	<b>100%</b>

CTCP Thủy điện Miền Trung được thành lập với vốn điều lệ ban đầu là 500 tỷ đồng, trên cơ sở Hợp đồng liên danh giữa 4 đơn vị: Công ty Điện Lực 2 (góp 30% vốn điều lệ), Công ty Điện Lực 3 (góp 30% vốn điều lệ), Công ty Điện lực Hà Nội (góp 20% vốn điều lệ) và Công ty Xây Lắp Điện 1 (góp 20% vốn điều lệ). Sau đó Công ty Xây Lắp Điện rút khỏi tư cách cổ đông sáng lập và Tập đoàn Điện Lực Việt Nam trở thành cổ đông sáng lập (góp 50% vốn điều lệ). Để triển khai dự án Thủy điện A Lưới, 700 tỷ đồng tăng thêm đã được huy động từ các bộ công nhân viên của các cổ đông sáng lập trong khi 4 cổ đông sáng lập vẫn giữ vốn điều lệ là 500 tỷ đồng. Do đó, cổ đông nội bộ cũng như cổ đông là cán bộ công nhân viên của các công ty sáng lập chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu cổ đông. Tuy nhiên, việc này dẫn đến kế hoạch phát hành cổ phiếu thưởng cho các bộ công nhân viên (ESOP) gặp khó khăn do sự phản đối từ các cổ đông bên ngoài công ty.

**HOẠT ĐỘNG CỐT LÕI CỦA DOANH NGHIỆP**

**Công suất các doanh nghiệp thủy điện niêm yết (MW)**

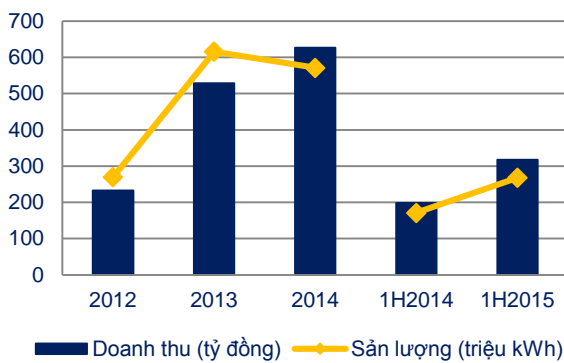


(Nguồn: BSC tổng hợp)

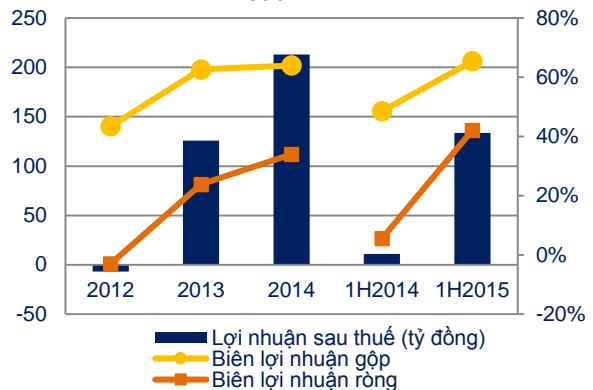
**CTCP Thủy điện Miền Trung là đơn vị kinh doanh thủy điện lớn nhất trong số các doanh nghiệp niêm yết.** CHP quản lý và vận hành nhà máy thủy điện A Lưới- nhà máy thủy điện lớn nhất tỉnh Thừa Thiên Huế. Nhà máy thủy điện A Lưới có công suất lắp đặt 170 MW gồm 2 tổ máy, cung cấp sản lượng điện hàng năm khoảng 649 triệu kWh, được xây dựng trên sông A Sáp (hay còn gọi là sông Sekong), một phụ lưu của sông Mê Kông. Nhà máy bắt đầu đi vào vận hành thương mại từ tháng 5/2012.

**Tăng trưởng mạnh:** bắt đầu vận hành thương mại từ tháng 5/2012, hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp ngày càng hiệu quả. Năm 2014, mặc dù chịu ảnh hưởng của hạn hán khiến sản lượng giảm nhẹ 7% nhưng doanh thu đã tăng 19% và lợi nhuận sau thuế tăng đến 69%. Sang đến 6 tháng đầu năm 2015, kết quả kinh doanh đã tăng trưởng mạnh mẽ. Nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi nên trong 6 tháng đầu năm 2015 doanh thu của CHP đã tăng 60% và lợi nhuận sau thuế tăng gấp 13 lần so với cùng kỳ năm 2014. Trong 1H2015, nhà máy thủy điện A Lưới đã sản xuất được 268 triệu kWh, tăng 56%.y.o.y. Việc chạy với mức sản lượng vượt mức sản lượng trung bình nhiều năm đã giúp biên lợi nhuận gộp của CHP tăng lên đến 65% trong 6 tháng đầu năm trong khi số cùng kỳ là 49%.

**Doanh thu và sản lượng điện thương phẩm của CHP**



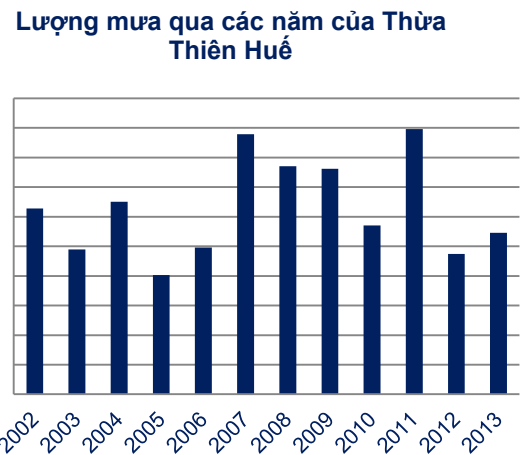
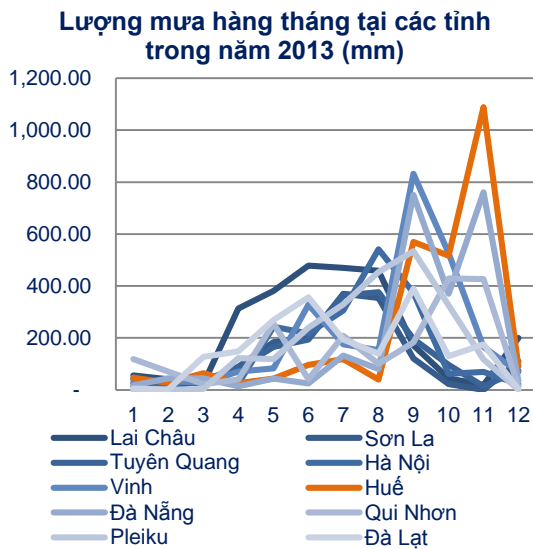
**Lợi nhuận sau thuế và biên lợi nhuận của CHP**



(Nguồn: CHP, BSC tổng hợp)

**Vị trí đặc thù:** do đặc thù thủy văn tại sông A Sáp nên nước về muộn hơn, thường vào quý IV hàng năm và kéo dài khoảng 3-4 tháng trong khi đối với các nhà máy thủy điện khác thì mùa nước về thường kéo dài 5-6 tháng. Do vậy sản lượng điện sản xuất trong quý IV thường đạt hơn 50% sản lượng cả năm của nhà máy. Tuy nhiên, A Lưới- Thừa Thiên Huế là một trong những khu vực có lượng mưa cao nhất nước (2900 – 5800 mm) nên sản lượng sản xuất hàng năm luôn được đảm

bảo và không chịu ảnh hưởng lớn bởi hạn hán như các khu vực khác. Nhờ vậy, doanh nghiệp hoạt động hiệu quả trên thị trường phát điện cạnh tranh trong mùa khô. Cụ thể, mặc dù mới tham gia thị trường điện từ tháng 4/2013, doanh thu bán điện trên thị trường điện cao hơn doanh thu hợp đồng 20 tỷ đồng trong mùa khô 2013.



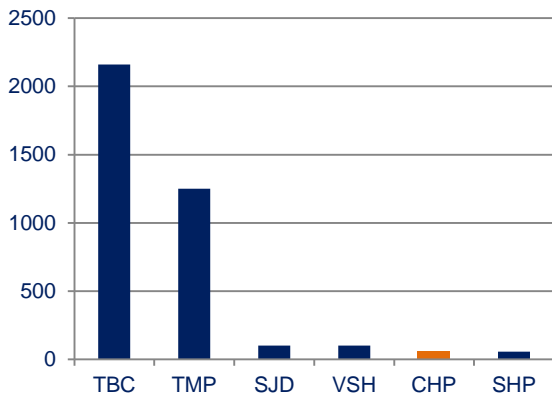
(Nguồn: Tổng cục Thống kê, BSC tổng hợp)

**Bất lợi hồ chứa điều tiết theo tuần:** nhà máy thủy điện A Lưới sở hữu hồ chứa có dung tích 60.2 triệu m<sup>3</sup>, chỉ đủ cho máy chạy trong khoảng dưới 7 ngày. Trong khi đó các nhà máy thủy điện khác có công suất nhỏ hơn lại có hồ chứa điều tiết năm. Do vậy, tính chủ động trong nguồn nước của CHP thấp hơn các doanh nghiệp khác.

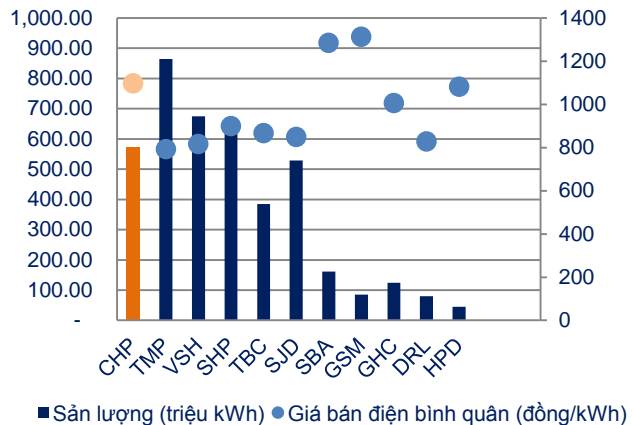
**Đầu ra được đảm bảo trong dài hạn:** ngày 15.10.2010, CHP đã ký kết hợp đồng mua bán điện PPA với Công ty Mua bán điện với thời hạn 20 năm kể từ ngày phát điện chính thức (2012-2032). Hiện khoảng 85% sản lượng điện thương phẩm của nhà máy A Lưới sẽ được bán theo hợp đồng PPA. Hơn nữa, ngày 30/10/2014, CHP đã ký hợp đồng bổ sung điều chỉnh giá bán điện cho nhà máy thủy điện A Lưới với các mức giá mới cao hơn 122.33 đồng/kWh so với các mức giá cũ, áp dụng từ ngày 01/01/2014 đến 12/2021.

**Giá bán điện cao:** do nhà máy mới đi vào hoạt động với chi phí khấu hao và lãi vay lớn nên giá bán điện hợp đồng (PPA) của CHP cao hơn các nhà máy thủy điện khác. Đây có thể là bất lợi cho doanh nghiệp tham gia vào thị trường phát điện cạnh tranh khi chi phí cố định cao hơn các nhà máy thủy điện khác trong mùa mưa.

Dung tích các hồ thủy điện (triệu m3)

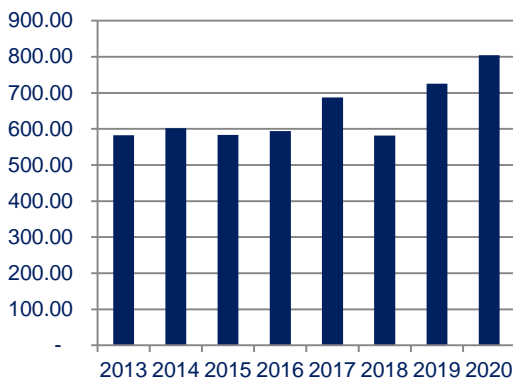


Sản lượng điện sản xuất và giá bán điện bình quân của các doanh nghiệp thủy điện năm 2014



(Nguồn: BSC tổng hợp)

Sản lượng điện thương phẩm kế hoạch của CHP (triệu kWh)



(Nguồn: CHP)

### TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG NHANH TRONG GIAI ĐOẠN 2015-2017

**Sản lượng sản xuất ổn định:** Theo dự báo của Trung tâm Dự báo Khí tượng Thủy văn Trung ương, tình trạng hạn hán tại các tỉnh Trung và Nam Trung Bộ sẽ kết thúc trong khoảng nửa đầu tháng 9. Như vậy, nguồn nước cho nhà máy A Lưới sẽ được đảm bảo trong những tháng cuối năm 2015. Hơn nữa, căn cứ trên tài liệu thủy văn 27 năm qua và quan trắc trong 3 năm vận hành, công ty đã lập kế hoạch sản xuất kinh doanh cho giai đoạn 2015-2020 với sản lượng tương đối ổn định. Ngoài ra nếu dự án nhà máy thủy điện Đak Đrinh 2 với công suất 13 MW được triển khai và hoàn thành vào năm 2018 sẽ giúp sản lượng điện thương phẩm của doanh nghiệp tăng mạnh.

**Giá bán điện trên thị trường cạnh tranh kỳ vọng tăng:** giá các nguyên liệu chính của các nhà máy nhiệt điện là than, khí và dầu được dự báo sẽ tăng lên trong dài hạn khiến chi phí sản xuất của các nhà máy nhiệt điện tăng lên. Đây là cơ hội để các nhà máy thủy điện tăng mức giá chào bán trên thị trường phát điện cạnh tranh.

**Cơ hội từ thị trường bán buôn điện cạnh tranh:** Thị trường bán buôn điện cạnh tranh được dự kiến vận hành chính thức vào năm 2019. Đây là cơ hội cho các nhà máy điện tham gia thị trường khi bên mua sẽ có thêm các khách hàng sử dụng điện lớn (mua điện từ cấp điện áp 110 kV trở lên đấu nối trực tiếp vào trạm biến áp truyền tải cấp điện áp 220kv đáp ứng các điều kiện theo quy định của Bộ Công Thương) và có thể đàm phán theo cơ chế hợp đồng song phương.

**Bắt đầu có doanh thu từ dự án CDM:** dự kiến lượng CER của năm 2012 sẽ được giao cho người mua vào

năm 2015, với giá 2 EUR/CER. Chúng tôi ước tính việc tham gia dự án CDM có thể đem lại cho doanh nghiệp khoảng 8 tỷ đồng doanh thu trong năm 2015 và khoảng 18 tỷ trong các năm tiếp theo.

**Chi phí lãi vay giảm mạnh:** lãi suất khoản vay có mức lãi suất 9.6% tại Chi nhánh Ngân hàng Phát triển Khu vực Thừa Thiên Huế-Quảng đã được điều chỉnh giảm, giúp mức lãi suất bình quân vay vốn tính dụng đầu tư của dự án thủy điện A Lưới tại chi nhánh này (dư nợ tính đến ngày 31/12/2014 là 1,288 tỷ đồng) giảm xuống còn 7.9%/năm, áp dụng từ 1/8/2015. Ước tính chi phí lãi vay năm 2015 sẽ giảm khoảng 40 tỷ đồng so với năm 2014. Đồng thời, nhờ việc trả bớt nợ gốc, chi phí lãi vay trong các năm tiếp theo giảm khoảng 20 tỷ mỗi năm.

**Tuy nhiên áp lực cạnh tranh từ các nhà máy nhiệt điện lớn tăng mạnh sau 2019:** dự kiến sau năm 2019 nhiều nhà máy nhiệt điện lớn tại miền Trung sẽ được đưa vào vận hành như Sông Hậu, Vũng Áng 2 và Quảng Trạch. Hơn nữa, việc tham gia thị trường bán buôn điện cạnh tranh của các nhà máy điện BOT vốn có công suất lớn cũng làm áp lực cạnh tranh của các nhà máy thủy điện như CHP gia tăng.

## TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Chỉ tiêu cơ bản	2012	2013	2014
<b>Cơ cấu vốn</b>			
Vốn vay/VCSH	1.59	1.40	1.14
Tổng tài sản/VCSH	2.79	2.72	2.34
<b>Cơ cấu tài sản</b>			
TS dài hạn/ Tổng TS	91%	89%	87%
TS ngắn hạn/Tổng TS	9%	11%	13%
<b>Khả năng thanh toán</b>			
Hệ số TT nhanh	0.65	0.59	0.83
Hệ số TT ngắn hạn	0.65	0.68	0.95
<b>Năng lực HĐ (ngày)</b>			
Số ngày phải thu		95.13	127.45
Số ngày tồn kho		43.29	79.19
Số ngày phải trả		287.83	240.73
<b>Khả năng sinh lời (%)</b>			
Lợi nhuận gộp biên	43.42%	62.64%	63.98%
ROS	-2.98%	23.84%	34.01%
ROE		10.30%	15.93%
ROA		3.74%	6.33%

**Áp lực trả nợ vay lớn:** nhà máy thủy điện A Lưới bắt đầu đem lại doanh thu và lợi nhuận từ tháng 5/2012 và toàn bộ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh được dùng để chi trả nợ gốc và lãi vay cho khoản vốn tín dụng đầu tư của dự án. Chúng tôi ước tính, với thời gian đáo hạn đến năm 2020, hàng năm doanh nghiệp sẽ phải chi trả khoảng 241 tỷ nợ gốc và gần 100 tỷ tiền lãi vay.

**Chi phí khấu hao lớn:** tương tự như các doanh nghiệp sản xuất điện khác, tài sản dài hạn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản của doanh nghiệp. Cụ thể, với CHP, tài sản dài hạn chiếm đến 87% và tỷ trọng này sẽ giảm dần qua từng năm nhờ việc khấu hao. Bắt đầu khấu hao từ năm 2012, hàng năm chi phí khấu hao của doanh nghiệp khoảng 152 tỷ đồng và đây là chi phí lớn nhất trong cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, chiếm đến gần 60%.

**Khả năng thanh toán được cải thiện:** do áp lực trả nợ gốc hàng năm lớn nên hệ số thanh toán ngắn hạn của doanh nghiệp ở mức thấp. Tuy nhiên, hệ số này đã được tăng lên qua các năm từ 0.65 năm 2012 lên đến 0.95 năm 2014 nhờ hoạt động kinh doanh hiệu quả, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh được đảm bảo.

**Năng lực hoạt động thấp và yếu dần:** so với các doanh nghiệp cùng ngành, các hệ số năng lực hoạt động (số ngày) của doanh nghiệp ở mức cao và đang tăng dần. Với đặc thù các doanh nghiệp sản xuất điện là Công ty mua bán điện của EVN là khác hàng duy nhất nên việc chậm thanh toán của khách hàng thường diễn ra. Tuy nhiên công ty cũng tận dụng tốt được dòng tiền từ khoản phải trả người bán khi hệ số ngày phải trả ở mức cao, lên đến 240 ngày.

**Khả năng sinh lời cải thiện nhanh chóng:** điều kiện thủy văn thuận lợi và hoạt động hiệu quả trên thị trường phát điện cạnh tranh đã giúp biên lợi nhuận của doanh nghiệp tăng nhanh qua các năm. Hơn nữa, việc nợ vay giảm dần qua các năm cũng giúp công ty giảm chi phí tài chính, cải thiện biên lợi nhuận ROS cũng như ROA và ROE.

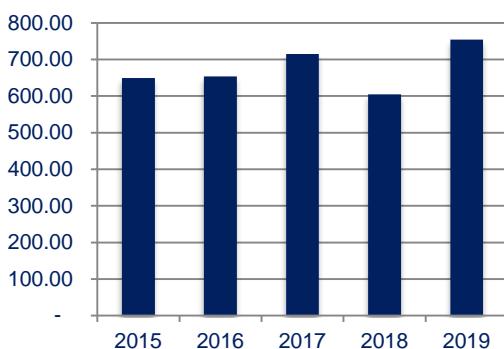
## ĐÁNH GIÁ RỦI RO ĐẦU TƯ

**Rủi ro thời tiết:** đây là rủi ro trọng yếu nhất đối với các doanh nghiệp thủy điện. Thời tiết diễn biến ngày càng bất thường, khó dự đoán do chịu ảnh hưởng của biến đổi khí hậu. Hơn nữa, nhà máy chỉ sở hữu hồ chứa điều tiết theo tuần nên không chủ động được trong nguồn nước. Tuy nhiên với vị trí đặc thù là một trong những địa điểm có lượng mưa cao nhất Việt Nam nên chúng tôi nhận định rủi ro thời tiết của doanh nghiệp có thể sẽ thấp hơn các doanh nghiệp thủy điện khác.

**Rủi ro thanh khoản:** việc chi trả nợ gốc hàng năm lớn khiến rủi ro thanh khoản của doanh nghiệp ở mức cao. Tuy nhiên với kỳ vọng kết quả kinh doanh tiếp tục tăng trưởng nhanh đồng thời lãi suất vay được điều chỉnh giảm, chúng tôi nhận định rủi ro thanh khoản của doanh nghiệp sẽ giảm dần

## DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

**Sản lượng điện thương phẩm dự báo của CHP (triệu kWh)**



(Nguồn: BSC dự báo)

Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh của CHP dựa trên những giả định sau:

- Sản lượng điện thương phẩm 6 tháng cuối năm 2015 sẽ giảm nhẹ 5% so với cùng kỳ do lo ngại về những diễn biến bất thường của thời tiết có thể tiếp tục xảy ra như 6 tháng đầu năm.
- Sản lượng điện thương phẩm giai đoạn 2016-2019 được dự báo căn cứ trên kế hoạch sản xuất của doanh nghiệp.
- Giá bán điện hợp đồng PPA được cố định với 962.33 đồng/kWh vào mùa khô và 795.33 đồng/kWh vào mùa mưa
- Giá bán điện trên thị trường phát điện cạnh tranh

tăng khoảng 3%/năm nhờ chi phí đầu vào của các nhà máy nhiệt điện tăng lên.

**Kết quả dự báo:** Chúng tôi dự báo năm 2015, CHP sẽ đạt 678 tỷ đồng doanh thu (+8%y.o.y) và 304 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (+41%y.o.y), tương đương EPS 2015 đạt 2,302 đồng/cổ phiếu. Trong giai đoạn 2015-2019, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp sẽ tăng bình quân lần lượt 4%/năm và 12%/năm.

## ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Để định giá cổ phiếu CHP, chúng tôi sử dụng 3 phương pháp định giá gồm (A) Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFF; (B) Phương pháp định giá so sánh P/E và (C) Phương pháp định giá so sánh P/B

#### A. Phương pháp định giá FCFF

**Chúng tôi tiến hành định giá theo phương pháp FCFF dựa trên một số giả định sau:**

- Chi phí vốn chủ sở hữu là 11.61%, được tính toán theo phương pháp CAPM dựa trên giả định **(1)** beta của cổ phiếu CHP là 0.49 theo bloomberg; **(2)** Lợi suất thị trường là lợi suất bình quân 5 năm 2015-2019 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 5.85%.
- Chi phí vốn vay trung bình là 8%
- Thuế suất thuế TNDN là 0% trong giai đoạn 2015-2016 và là 5% từ năm 2017
- Tỷ lệ vốn vay/ vốn chủ sở hữu là 30/70 cho giai đoạn 2015-2019.

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

- **Giai đoạn 1 từ năm 2015-2019:** ứng với giai đoạn tăng trưởng nhanh về lợi nhuận của doanh nghiệp do biên lợi nhuận được cải thiện từ việc giảm chi phí tài chính và hoạt động hiệu quả trên thị trường phát điện cạnh tranh.
- **Giai đoạn 2 (sau năm 2019):** tăng trưởng dài hạn. Tốc độ tăng trưởng dài hạn được dự báo là 0.5%.

#### B. Phương pháp định giá 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 CHP tại Việt Nam

- Hệ số P/E ngành là 8.67

Lãi suất phi rủi ro Rf	5.85%
Lợi suất thị trường Rm	11.75%
Beta 1 năm	0.49
Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu	11.61%
Chi phí sử dụng vốn vay	8%
Chi phí sử dụng vốn bình quân	10.54%
Tăng trưởng dài hạn sau 2019 (g)	0.5%
Giá một cổ phần (đồng/cp)	21,945





- EPS ước đạt năm 2015 là 2,302đ/cp
- Giá hợp lý trên một cổ phần là 19,958 đ/cp

**C. 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 CHP tại Việt Nam

- Hệ số P/E ngành là 1.49
- Giá trị sổ sách 1 cổ phần CHP năm 2015 ước đạt là 13,719/cp
- Giá hợp lý trên một cổ phần là 20,441 đ/cp

**KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ**

Phương pháp	Giá một cổ phần	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý một cổ phần
FCFF	21,945	30%	<b>20,781</b>
P/E	19,958	30%	
P/B	20,441	30%	

**QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu CHP với giá mục tiêu 12 tháng là 20,781 đồng/cổ phiếu**, cao hơn 14% so với giá thị trường ngày 14.08.2015. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ tăng trưởng tốt trong thời gian tới nhờ sản lượng sản xuất ổn định, hoạt động hiệu quả trên thị trường phát điện cạnh tranh và chi phí tài chính được tiết giảm.

**PHỤ LỤC 01: Bảng phân tích độ nhạy giá cổ phiếu theo phương pháp định giá FCFF**

Phân tích độ nhạy	g	WACC						
		9.04%	9.54%	10.04%	10.54%	11.04%	11.54%	12.04%
Giá cổ phần	-2.0%	31,498	30,259	25,876	24,811	20,514	33,514	50,149
	-1.5%	20,957	20,082	19,270	18,515	16,042	35,978	52,517
	-1.0%	14,218	14,564	15,079	15,779	15,025	37,699	55,097
	-0.5%	22,953	21,925	20,978	20,102	17,373	39,578	57,917
	0.0%	24,083	22,963	21,935	20,988	18,113	41,637	61,016
	0.5%	25,316	24,092	22,973	21,945	18,910	43,905	64,436
	1.0%	26,668	25,326	24,102	22,983	19,772	46,416	68,232
	1.5%	28,158	26,678	25,335	24,112	22,993	21,965	21,017
	2.0%	29,806	28,167	26,688	25,345	24,122	23,002	21,974
	2.5%	31,640	29,815	28,177	26,697	25,355	21,635	18,332
3.0%	30,900	31,649	29,824	28,186	24,052	20,388	17,165	

(Nguồn: BSC dự báo)

**PHỤ LỤC 02: Bảng dự báo kết quả kinh doanh giai đoạn 2015-2019**

Bảng cân đối kế toán	2015	2016	2017	2018	2019
Tài sản ngắn hạn (tỷ đ)	863	872	1,091	1,438	1,638
Tài sản dài hạn (tỷ đ)	2,739	2,586	2,435	2,280	2,131
Tổng tài sản(tỷ đ)	3,601	3,458	3,526	3,718	3,769
Nợ ngắn hạn(tỷ đ)	668	492	479	646	552
Nợ dài hạn (tỷ đ)	1,204	963	723	482	241
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	1,729	2,003	2,324	2,590	2,976
Giá trị sổ sách(đồng/cp)	13,719	15,895	18,444	20,556	23,620

Báo cáo KQKD	2015	2016	2017	2018	2019
Doanh thu thuần (tỷ đ)	678	681	751	641	803
Lợi nhuận gộp (tỷ đ)	440	442	502	410	548
Doanh thu tài chính	9	9	10	8	10
Chi phí tài chính (tỷ đ)	127	97	77	58	39
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đ)	304	336	394	326	474
ROE	19.28%	18.03%	18.22%	13.29%	17.02%
EPS (đồng/cp)	2,302	2,550	2,988	2,474	3,590

(Nguồn: BSC dự báo)

## Phụ lục 03: Các doanh nghiệp cùng ngành tham chiếu theo phương pháp P/E

Ticker	Market Cap	Tot Assets LF	Revenue T12M	EPS	P/B	P/E
DRL VN Equity	370,500,009,984	114,121,433,088	60,097,748,992	3,247	3.50	12.01
TMP VN Equity	2,100,000,063,488	1,664,098,369,536	753,847,713,792	4,000	1.92	7.50
GHC VN Equity	543,249,989,632	427,596,480,512	125,174,366,208	4,698	1.89	5.64
TBC VN Equity	1,650,999,951,360	905,013,297,152	295,223,922,688	2,249	1.88	11.56
CHP VN Equity	2,407,860,011,008	3,321,660,178,432	626,484,314,112	1,611	1.69	11.30
NT2 VN Equity	6,957,568,098,304	12,036,661,575,680	7,667,378,814,976	7,716	1.54	7.76
SHP VN Equity	1,733,638,750,208	3,205,652,807,680	596,443,791,360	2,349	1.42	7.88
SJD VN Equity	1,333,975,318,528	1,331,141,672,960	395,542,986,752	4,476	1.30	6.48
TIC VN Equity	278,537,306,112	226,779,430,912	4,012,856,736	1,390	1.23	8.99
PPC VN Equity	6,458,538,721,280	11,133,051,207,680	7,469,377,912,832	3,946	1.15	5.14
SEC VN Equity	518,698,336,256	1,461,410,070,528	767,978,692,608	1,229	1.07	10.82
VSH VN Equity	2,887,377,485,824	3,678,962,712,576	591,002,173,440	1,984	1.06	7.06
HJS VN Equity	202,499,850,240	574,381,883,392	157,386,604,544	1,726	1.04	7.82
BTP VN Equity	786,312,790,016	1,904,531,472,384	1,620,536,852,480	872	0.86	14.90
NBP VN Equity	200,701,804,544	338,354,503,680	841,170,878,464	2,986	0.83	5.22
<b>Average</b>					<b>1.49</b>	<b>8.67</b>

(Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp)

**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
<b>MUA MẠNH</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
<b>NĂM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	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](mailto:duonglh@bsc.com.vn)**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: [longtt@bsc.com.vn](mailto: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](http://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](http://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.