

Ngành điện

Báo cáo lần đầu

9 tháng 8, 2016

Khuyến nghị **MUA**

Giá kỳ vọng (VND) **36.653**

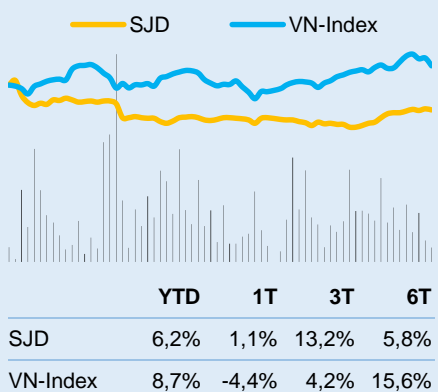
Giá thị trường (10/8/2016) **27.500**

Lợi nhuận kỳ vọng **33,3%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	24.300-27.700
Vốn hóa	2.961 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	45.999.150 CP
KLGD bình quân 10 ngày	5.884 CP
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.500 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	9,12%
Beta	0,37

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang

(84 4) 3928 8080 ext 606

chethimaitrang@baoviet.com.vn

CTCP Thủy điện Cần Đơn

Mã giao dịch: SJD

Reuters: SJD.HN

Bloomberg: SJD VN

Nhiều điểm hấp dẫn so với các doanh nghiệp thủy điện. Rủi ro khi phải nhận sáp nhập các doanh nghiệp thủy điện kém hiệu quả hơn sẽ được trung hòa trong dài hạn

Điểm nhấn đầu tư. Suất đầu tư khoảng 15,5 tỷ đồng/kWh, gần như thấp nhất trong số các doanh nghiệp thủy điện niêm yết. Nguyên nhân khiến cho SJD có suất đầu tư thấp là do nhà máy Cần Đơn có vị trí đặt ngay sau nhà máy Thủy điện Thác Mơ trên thượng nguồn sông Bé. Do vậy, SJD chỉ cần phải xây dựng hồ chứa điều tiết theo tuần, giúp tiết kiệm chi phí xây dựng và giải phóng mặt bằng. Các nhà máy nằm tại đầu nguồn do vậy sẽ có suất đầu tư cao hơn. Trên sàn niêm yết hiện nay chỉ có SJD, DRL và nhà máy Khe Diên của SBA có được vị trí thuận lợi kể trên.

Vị trí thuận lợi của SJD không chỉ giúp tiết kiệm chi phí đầu tư ban đầu mà còn tận dụng được nguồn nước từ hồ chứa điều tiết năm của Thủy điện Thác Mơ, do đó mùa khô SJD vẫn có thể phát điện nhờ lượng nước tích trữ từ mùa mưa của Thác Mơ.

Trong số 4 nhà máy của SJD, chỉ có duy nhất nhà máy Hà Tây mới đi vào vận hành và chi phí lãi vay còn tương đối cao. Tuy nhiên, quy mô công suất của Hà Tây khá nhỏ, không làm ảnh hưởng tới hiệu quả chung của SJD. 3 nhà máy còn lại là Cần Đơn, Ry Ninh II, Nà Lơi đều đã trả hết lãi vay hoặc còn lại không đáng kể nên đang vận hành rất tốt. Trong khi giá điện được ký cố định tới năm 2025 và 2028 nên xu hướng biên lợi nhuận sẽ càng ngày càng tăng do lãi vay và khấu hao giảm.

Nhờ 3 nhà máy đang tạo ra dòng tiền tương đối ổn định nên SJD thực hiện chi trả cổ tức gần như tốt nhất trong số các doanh nghiệp thủy điện niêm yết, trong khi định giá lại thấp hơn tất cả với mức P/E forward 2016 vào khoảng 7,09x.

Rủi ro. Hai rủi ro lớn nhất đối với cổ phiếu SJD là việc nhà máy Cần Đơn khi hết thời hạn BOT vào năm 2028 sẽ phải bàn giao lại cho nhà nước và việc SJD có thể sẽ phải nhận sáp nhập các doanh nghiệp thủy điện kém hiệu quả hơn từ Tổng công ty Sông Đà.

Rủi ro thứ nhất đã được chúng tôi loại trừ bởi trong mô hình định giá, chúng tôi chỉ xét đến dòng tiền của nhà máy Cần Đơn tới năm 2028 và đạt được kết quả định giá cổ phiếu SJD vào khoảng **36.653 đồng/cổ phần**.

Đối với rủi ro thứ hai, SJD có thể phải sáp nhập với các nhà máy kém hiệu quả hơn thuộc Tổng công ty Sông Đà. Trong trường hợp tiêu cực nhất là SJD sẽ sáp nhập với cả Nậm Chiến và Sêsan 3A, SJD vẫn có thể duy trì được mức chi trả cổ tức khoảng 20%/năm. Hơn nữa, rủi ro này chúng tôi cho rằng có thể được trung hòa trong dài hạn bởi những nhà máy điện khi mới đưa vào vận hành như thủy điện Nậm Chiến (2013) thì việc chưa hiệu quả trong những năm đầu là điều không thể tránh khỏi.

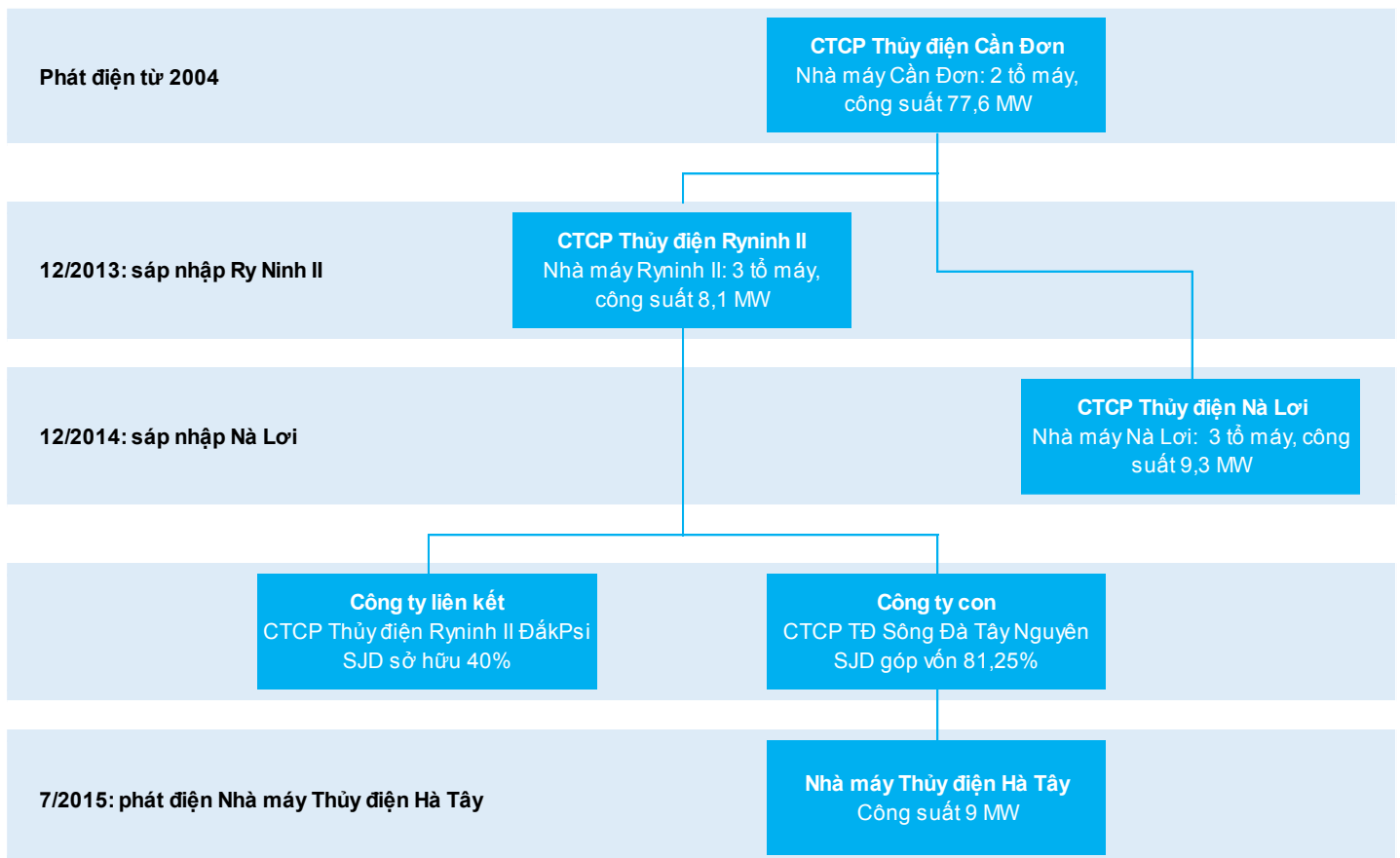
Khuyến nghị đầu tư. Với kết quả định giá 36.653 đồng/cổ phần, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu SJD.

Mô hình tổ chức của SJD bao gồm nhiều nhà máy phân bố đều trên các vùng của cả nước

SJD tiền thân là Nhà máy thủy điện Cần Đơn, được đầu tư theo hình thức BOT với công suất ban đầu 77,6 MW, tổng vốn đầu tư 1.035 tỷ VNĐ và bắt đầu đi vào phát điện từ năm 2004. Theo đề án "Tái cấu trúc Tổng Công ty Sông Đà giai đoạn 2012-2015, tầm nhìn đến năm 2020, SJD là đơn vị được lựa chọn để sáp nhập một số nhà máy thủy điện khác trực thuộc Tổng Công ty Sông Đà.

Trong ba năm trở lại đây, mỗi năm SJD nhận sáp nhập thêm 1 nhà máy, nâng tổng công suất của SJD vào cuối năm 2015 lên 104 MW. Hiện tại SJD quản lý tổng cộng 4 nhà máy phân bố rải rác từ Điện Biên (Nhà máy Thủy điện Nà Lơi) tới Gia Lai (Nhà máy Thủy điện Ry Ninh II và Nhà máy Thủy điện Hà Tây) và Bình Phước (Nhà máy Thủy điện Cần Đơn).

Mô hình tổ chức của SJD



Nguồn: BVSC tổng hợp

Thông tin các nhà máy điện thuộc SJD				
Nhà máy	Nhà máy Cần Đơn	NM Ry Ninh II	NM Nà Lơi	Nhà máy Hà Tây
Hình thức đầu tư	BOT	BOO	BOO	BOO
Vốn đầu tư (tỷ VNĐ)	1035,49	139	185,1	198,4
Công suất	77,6 MW	8,1 MW	9,3 MW	9 MW
Suất đầu tư (tỷ VNĐ/MW)	13,3	17,2	19,9	22,0
Vị trí	Bình Phước	Gia Lai	Điện Biên	Gia Lai
Năm hoạt động	T11/2003	2005	2003	T07/2015
Năm sáp nhập	-	10/12/2013	26/11/2014	08/06/2015
Sản lượng thiết kế	339,8 triệu kWh	55 triệu kWh	46,3 triệu kWh	35,2 triệu kWh
Giá bán điện	< 292 triệu kWh: 0,045 USD/kWh > 292 triệu kWh: 0,0225 USD/kWh			
Hình thức bán điện	Hợp đồng 25 năm	Hợp đồng 20 năm	Hợp đồng 25 năm	Biểu giá chi phí tránh được
Thời hạn hợp đồng	2004 - 2028	2005 - 2025	2003 - 2028	
Phương pháp khấu hao	Theo sản lượng	Theo sản lượng	Theo sản lượng	Khấu hao đường thẳng
Khấu hao 2016E	55,4 tỷ	6,3 tỷ	8,2 tỷ	22,4 tỷ
Thuế TNDN ưu đãi				
<input type="checkbox"/> Miễn thuế	2004-2007	2002-2005	2003-2006	2015-2018
<input type="checkbox"/> Thuế suất 5%	2008-2016	2006-2014	2007-2015	2019-2027
<input type="checkbox"/> Thuế suất 10%	2017-2018	2015-2016	2016-2017	2028-2029

Nguồn: BVSC tổng hợp

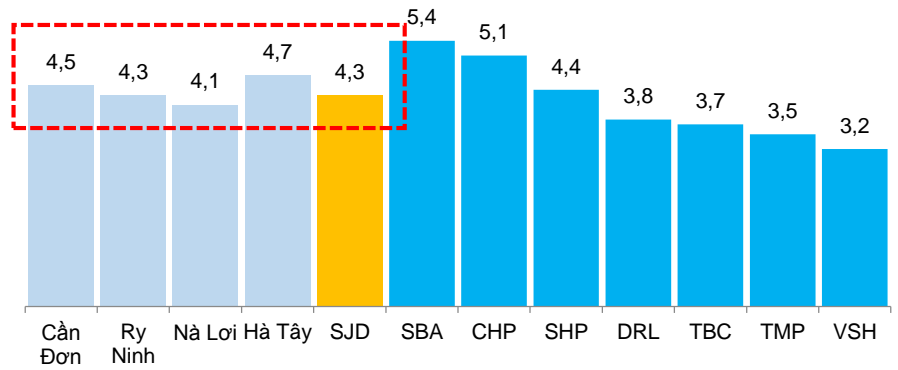
SJD có nhiều điểm hấp dẫn so với các doanh nghiệp thủy điện

Giá bán điện cố định trong thời hạn 20-25 năm.

3 nhà máy Cần Đơn, Ry Ninh II và Nà Lơi được ký với mức giá dao động từ 4,1-4,5 US cents/kWh và được cố định trong thời hạn 20-25 năm, thời hạn kéo dài tới 2025 và 2028. Đây là đặc điểm chung đối với các dự án thủy điện bởi khi kêu gọi đầu tư, EVN thường ấn định mức giá tối thiểu trong thời hạn từ 15-20 năm để các nhà đầu tư yên tâm đầu tư. Sau khi hết hợp đồng dài hạn, EVN sẽ chuyển sang các hợp đồng ngắn hạn (khoảng 5 năm), đồng thời mức giá có thể được điều chỉnh như trường hợp của VSH đã phải chấp nhận giá điện trong hợp đồng mới thấp hơn do hết khấu hao. Mức giá 4,1-4,5 US cents/kWh của SJD thuộc diện tương đối tốt so với các doanh nghiệp thủy điện đang niêm yết, đồng thời cũng sẽ được hưởng lợi khi đồng USD tăng giá so với VND (SJD là doanh nghiệp thủy điện niêm yết duy nhất trên sàn được ký hợp đồng dài hạn bằng đồng USD).

So sánh giá bán điện giữa các doanh nghiệp niêm yết

Nguồn: BVSC tổng hợp - Đơn vị: US cents/kWh



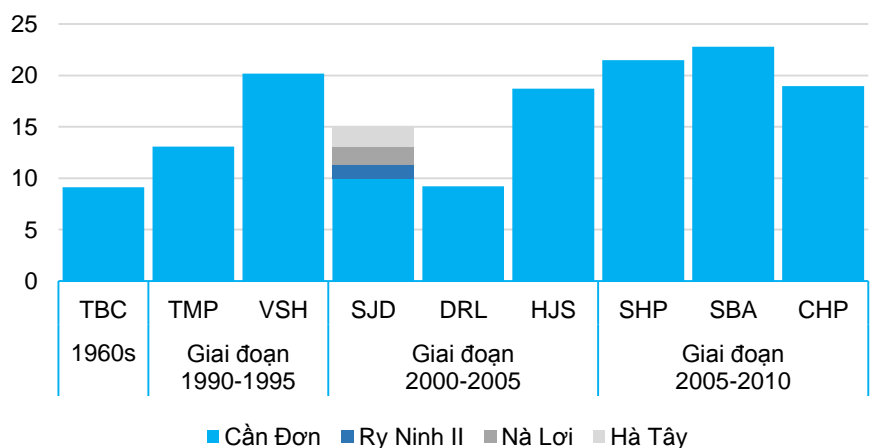
Suất đầu tư thấp dẫn đến chi phí khấu hao nhỏ

Tính riêng nhà máy Cần Đơn của SJD, suất đầu tư gần như ở mức thấp nhất trong số các doanh nghiệp thủy điện niêm yết được đầu tư trong giai đoạn 2000-2010 (đạt 13,3 tỷ đồng/MW). Sau khi sáp nhập thêm Ry Ninh II, Nà Lôi và Hà Tây, suất vốn đầu tư bình quân tất cả các nhà máy của SJD đạt 15,5 tỷ đồng/MW, vẫn ở mức tương đối thấp so với ngành.

Có nhiều yếu tố ảnh hưởng tới suất đầu tư của một nhà máy thủy điện như công nghệ, vị trí, thời điểm đầu tư... Đối với thủy điện Cần Đơn, nguyên nhân khiến cho nhà máy có suất đầu tư thấp là do vị trí được đặt ngay sau nhà máy Thác Mơ trên thượng nguồn sông Bé. Khi nhà máy ở thượng nguồn xả nước để phát điện thì nước cũng sẽ chảy về nhà máy ở hạ lưu, do vậy nhà máy ở hạ lưu như Cần Đơn chỉ cần xây dựng hồ chứa tích trữ theo tuần và tận dụng lượng nước từ nhà máy ở thượng lưu, khiến cho chi phí xây dựng và giải phóng mặt bằng thấp hơn. Trường hợp của DRL có suất đầu tư thấp là do vị trí được đặt tương tự như nhà máy Cần Đơn, dưới nhà máy Dray H'linh 1. Các nhà máy thủy điện niêm yết khác có suất vốn đầu tư cao hơn do đều nằm tại đầu nguồn.

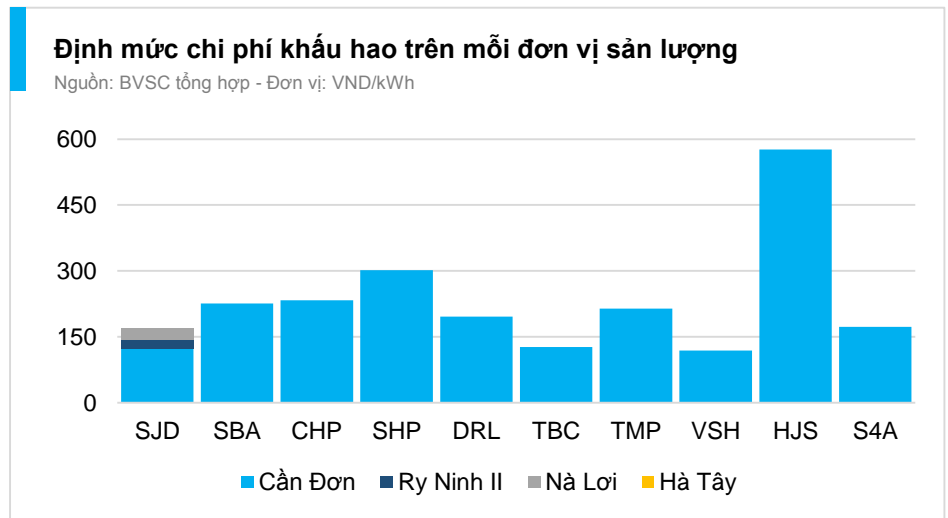
So sánh suất vốn đầu tư theo giai đoạn đầu tư

Nguồn: BVSC tổng hợp - Đơn vị: tỷ VND/MW



Một vài trường hợp khác như nhà máy thủy điện Thác Bà có suất đầu tư thấp là do đầu tư vào những năm 1960-1970.

Nhờ có suất đầu tư thấp khiến cho định mức chi phí khấu hao trên mỗi đơn vị sản lượng kWh của SJD gần như thấp nhất trong số các doanh nghiệp niêm yết. Chi phí khấu hao thường chiếm khoảng 40-70% trong cơ cấu giá thành sản xuất của các doanh nghiệp thủy điện, tùy theo giai đoạn. Và mặc dù áp dụng khấu hao theo sản lượng (thời gian khấu hao nhanh hơn) nhưng định mức chi phí khấu hao của SJD vẫn thấp hơn nhiều so với các doanh nghiệp cùng ngành.

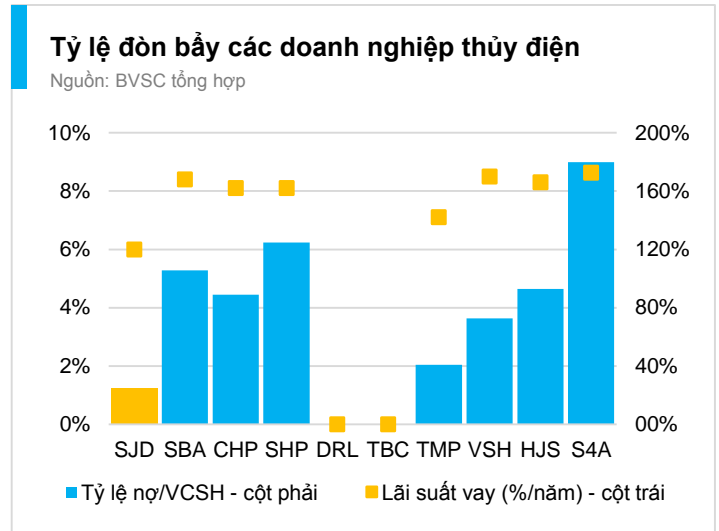
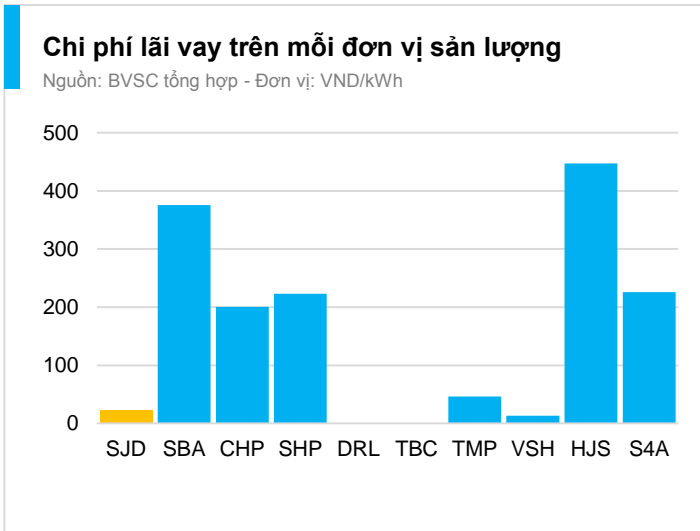


SJD có thể tận dụng được nguồn nước từ hồ chứa điều tiết năm của Thủy điện Thác Mơ

Nhà máy Cần Đơn có hồ chứa điều tiết theo tuần (trữ nước tối đa từ 2 ngày đến 1 tuần) do đó không có khả năng tích trữ nước trong mùa mưa để có thể sử dụng trong mùa khô như các nhà máy có hồ chứa điều tiết năm. Tuy nhiên, một lợi thế không nhỏ của nhà máy Cần Đơn là nằm ở bậc thang thủy điện thứ hai trên sông Bé, ngay sau nhà máy thủy điện Thác Mơ (ở bậc thang thứ nhất của sông Bé). Do vậy, bất cứ khi nào TMP xả nước để phát điện thì gần như toàn bộ lượng nước này (có thể hao hụt một chút do bốc hơi nhưng không đáng kể) sẽ chảy về đập của nhà máy Cần Đơn và Cần Đơn sẽ có thể sử dụng để phát điện mà không cần phải xây hồ chứa lớn tích nước theo năm khiến chi phí tăng cao (như đã phân tích ở trên). Do đó, mặc dù chỉ có hồ chứa điều tiết tuần, nhưng mùa khô SJD vẫn có thể phát điện như một nhà máy có hồ chứa điều tiết năm nhờ lượng nước tích trữ được từ mùa mưa của nhà máy thủy điện trên thượng lưu có hồ chứa điều tiết năm là TMP. Trong các doanh nghiệp thủy điện niêm yết hiện nay, chỉ có SJD, DRL và nhà máy Khe Diên thuộc SBA có hồ điều tiết tuần nhưng tận dụng được nguồn nước từ hồ điều tiết năm của nhà máy thủy điện ở thượng lưu và các doanh nghiệp có hồ điều tiết tuần khác như CHP, SHP không có lợi thế này và chỉ tích nước được trong vòng tối đa 1 tuần.

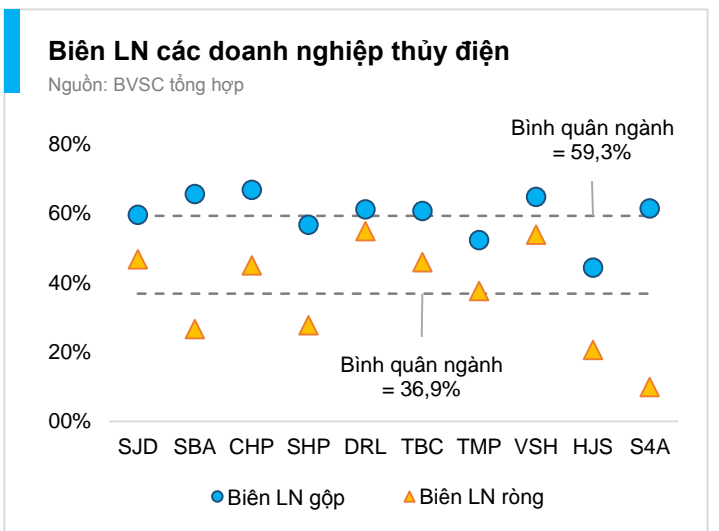
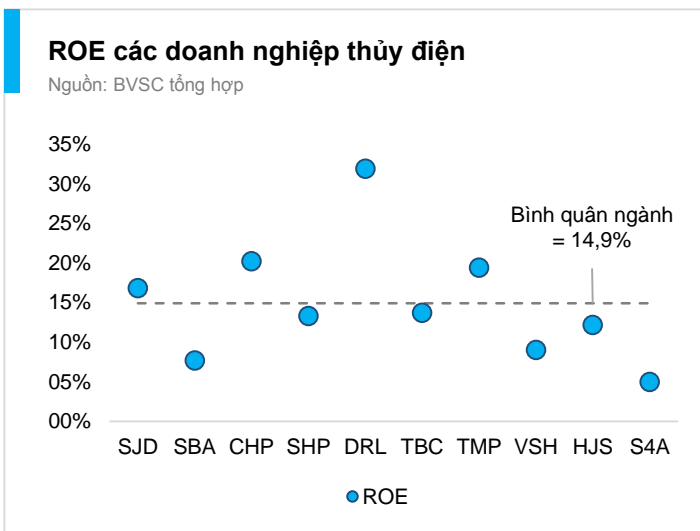
Tỷ lệ đòn bẩy, chi phí tài chính và lãi suất vay thấp

Một lợi thế khác nữa của SJD là áp lực nợ vay thấp. Trong số 4 nhà máy, Ry Ninh II và Nà Lơi đã hết nợ từ năm 2013, Cần Đơn chỉ còn khoản vay 4,9 triệu USD từ ADB với lãi suất thấp (chiếu theo lãi suất LIBOR khoảng 1,25%/năm + 1% phí trả cho TCT Sông Đà). Nhà máy Hà Tây do mới phát điện từ tháng 7/2015 nên nợ vay còn một khoản 152,2 tỷ vay từ Agribank.



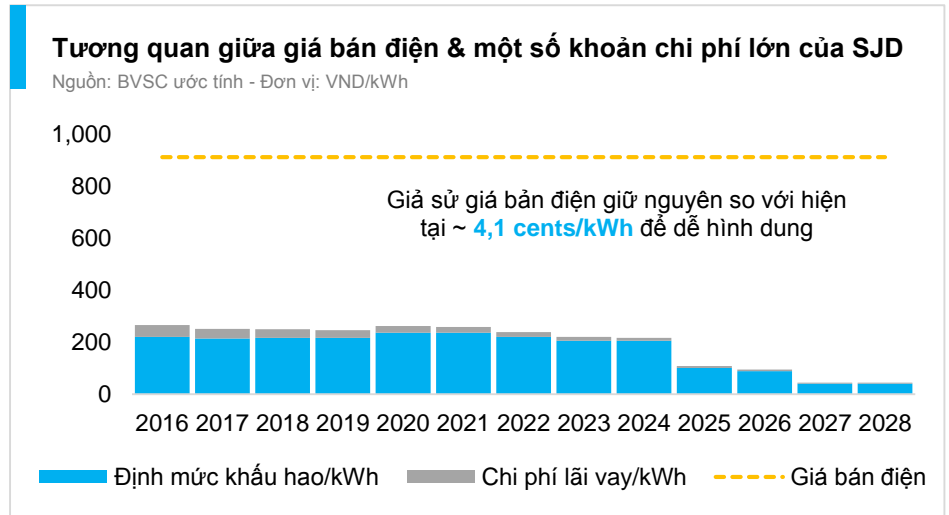
Xu hướng ROE, biên lợi nhuận của SJD sẽ tốt dần lên

Hiện tại, các chỉ số về ROE, biên lợi nhuận của SJD đều ở mức cao hơn bình quân ngành nhờ ký được giá điện với mức giá tốt và cố định trong dài hạn, thêm vào đó còn do chi phí đầu tư ban đầu thấp, cơ cấu vốn hợp lý, tỷ lệ đòn bẩy thấp cùng với lãi suất vay ưu đãi.



Về dài hạn, các chỉ số ROE và biên lợi nhuận của SJD sẽ tăng dần qua các năm do giá điện cố định, trong khi các định mức về chi phí khấu hao và lãi vay sẽ ngày càng giảm. SJD cũng là doanh nghiệp thủy điện niêm yết duy nhất trên sàn

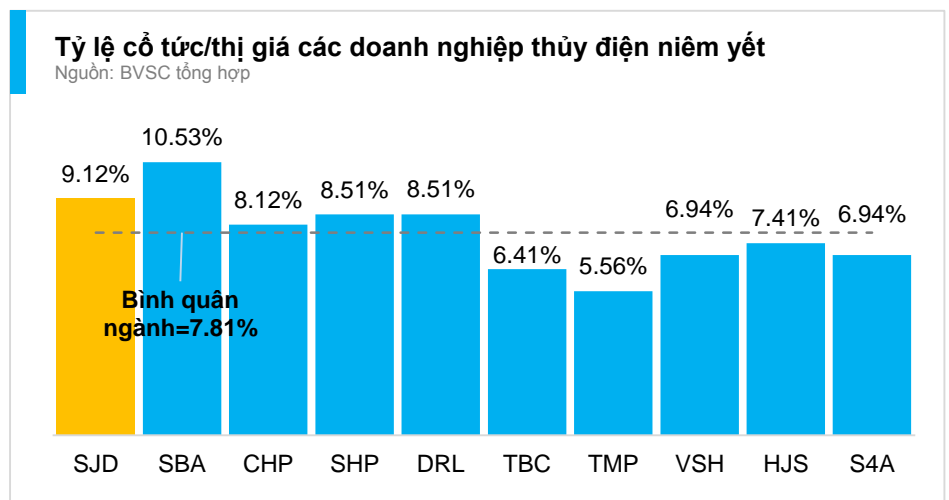
áp dụng phương pháp khấu hao này (ngoại trừ nhà máy Hà Tây). Theo đó, vào những năm hạn hán khiến sản lượng điện ở mức thấp, chi phí khấu hao cũng được hạch toán ở mức thấp giúp biên lợi nhuận được duy trì ổn định.



Tỷ lệ chi trả cổ tức hấp dẫn

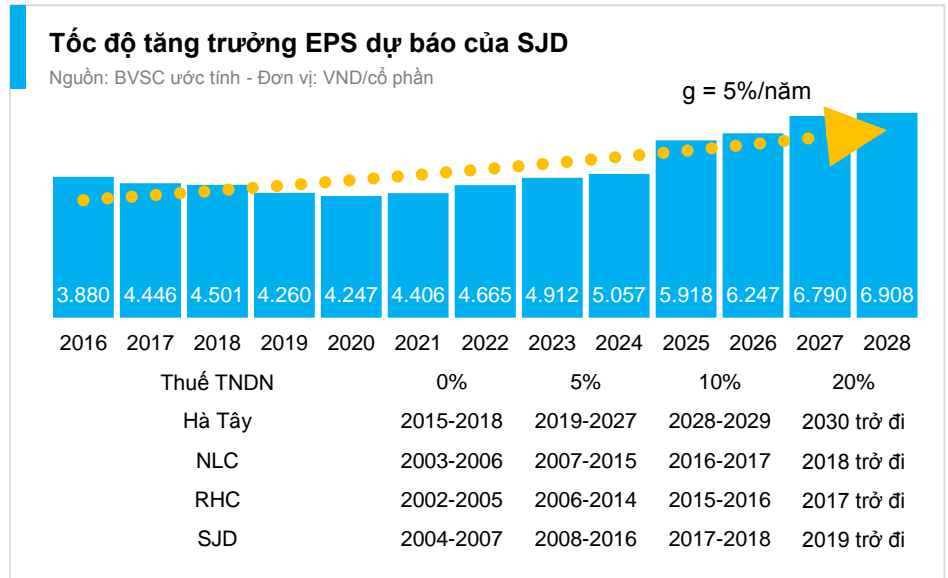
Đối với luận điểm đầu tư này, Chúng tôi đánh giá cổ phiếu SJD thỏa mãn cả hai tiêu chí đầu tư quan trọng khi lựa chọn đầu tư vào cổ phiếu ngành dịch vụ tiện ích, đó là:

- Thứ nhất, tỷ lệ chi trả cổ tức hấp dẫn hơn các kênh đầu tư khác như tiền gửi, trái phiếu. SJD thường xuyên trả cổ tức trên 20% mỗi năm. Tỷ lệ cổ tức năm 2015 là 25% và kế hoạch 2016 là 25%, tương đương tỷ suất cổ tức/thị giá (dividend yield) vào khoảng 9,12%. Dịch vụ tiện ích là ngành phòng thủ nên khi đầu tư vào ngành này, các nhà đầu tư thường so sánh với các công cụ có lãi suất cố định, ít rủi ro hơn như trái phiếu, tiền gửi... Dividend yield của SJD hiện vào khoảng 9,12%/năm, tương đối hấp dẫn.

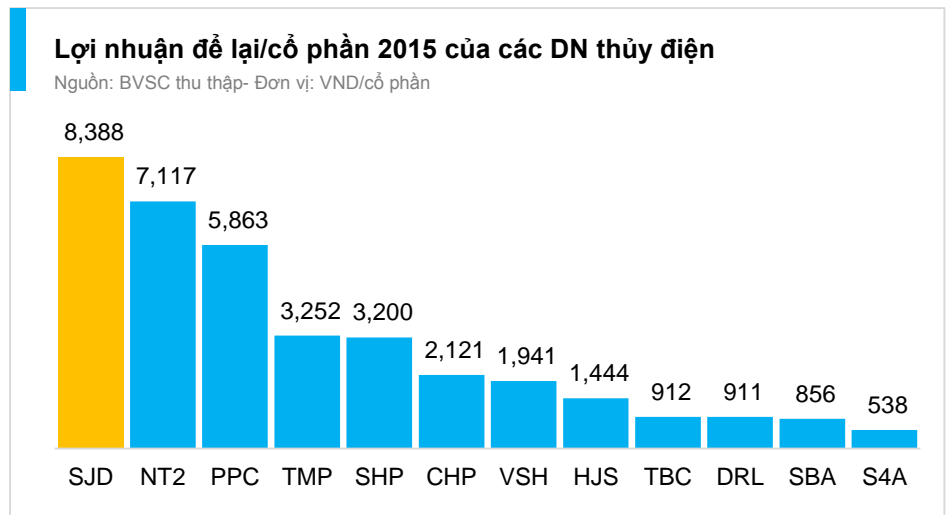


- Tốc độ tăng trưởng EPS hàng năm khoảng 5%. Bên cạnh khả năng duy trì dòng cổ tức ổn định, tốc độ tăng trưởng hàng năm cũng là một nhân

tổ hết sức quan trọng đối với nhà đầu tư. SJD có thể duy trì mức tăng trưởng hàng năm mặc dù không lớn nhưng cũng ở mức chấp nhận được (5%/năm) trong giai đoạn 2016 – 2028.



Về nguồn lợi nhuận để lại, Tỷ lệ lợi nhuận để lại trên mỗi cổ phần của SJD hiện đang cao nhất trong ngành điện hiện nay, kể cả các doanh nghiệp nhiệt điện.



- Nếu giữ nguyên mô hình hoạt động hiện tại mà không tiến hành sáp nhập với các doanh nghiệp khác, với nguồn lợi nhuận để lại dồi dào và lợi nhuận hàng năm tăng trưởng tốt, chúng tôi ước tính SJD có thể trả cổ tức 4.000 VNĐ/cổ phần năm 2017 và 5.000 VNĐ/cổ phần từ năm 2018 trở đi.

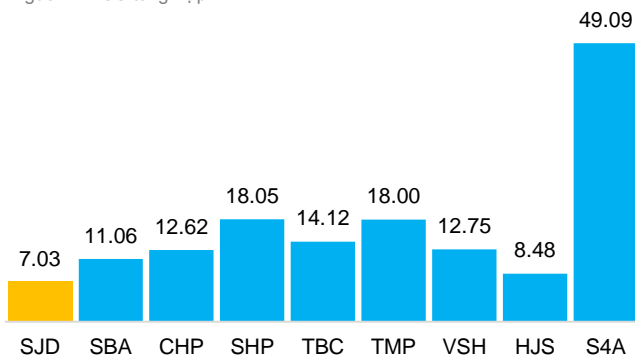
Định giá P/E thấp

P/E hiện tại của SJD chỉ vào khoảng 7,03 lần, thấp nhất trong số các doanh nghiệp thủy điện niêm yết trên sàn hiện nay. P/E lịch sử của SJD cũng luôn ở mức thấp hơn so với các doanh nghiệp trong ngành do các nhà đầu tư lo ngại rủi ro nhà máy BOT sẽ phải chuyển giao lại dự án cho Nhà nước vào cuối năm

2028 và rủi ro sáp nhập với các nhà máy thủy điện kém hiệu quả của Tổng công ty Sông Đà. Tuy nhiên, đề án tái cấu trúc này từ khi được thiết lập (2013) đến nay đã có nhiều thay đổi, và chúng tôi cho rằng rủi ro sáp nhập này đối với SJD không còn lớn như tại thời điểm xây dựng đề án (chúng tôi sẽ phân tích kỹ hơn trong phần sau của báo cáo).

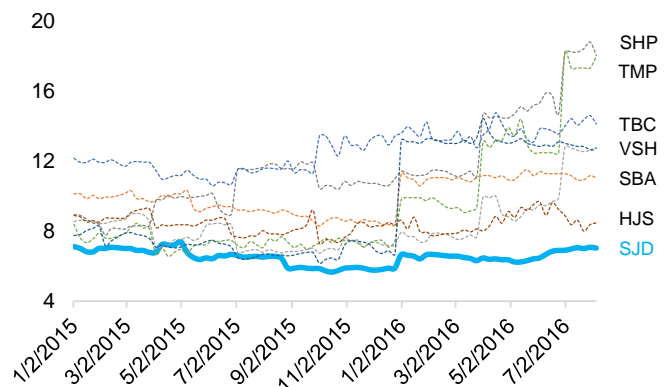
P/E các doanh nghiệp thủy điện niêm yết

Nguồn: BVSC tổng hợp



P/E lịch sử các doanh nghiệp thủy điện

Nguồn: BVSC tổng hợp



Định giá SJD

Để xác định giá trị hợp lý của SJD, chúng tôi thực hiện định giá từng nhà máy do SJD sở hữu, kết quả lần lượt như sau:

Nhà máy Cần Đơn

Một số giả định sử dụng để ước tính giá trị Nhà máy Cần Đơn

Tiêu chí

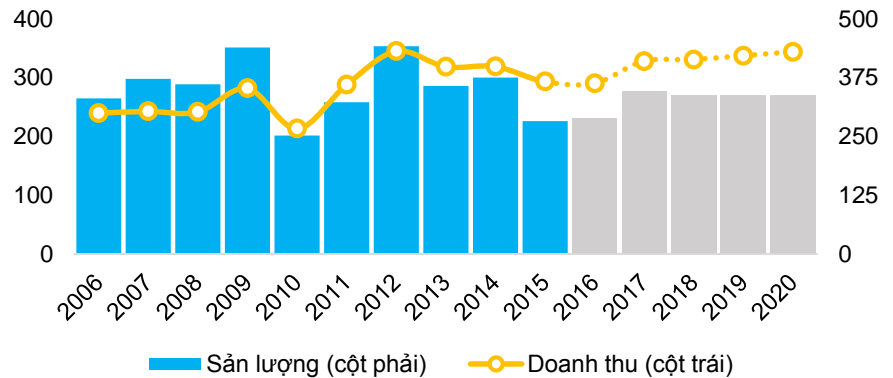
Cơ sở ước tính

Sản lượng

Năm 2016, chúng tôi ước tính nhà máy Cần Đơn sẽ đạt sản lượng 260 triệu kWh - bằng 81% kế hoạch đề ra do chịu ảnh hưởng El Nino. Năm 2017, nhiều khả năng La Nina xuất hiện khiến cho lượng mưa tăng mạnh. Do vậy, chúng tôi ước tính sản lượng của nhà máy Cần Đơn sẽ đạt 338 triệu kWh (tăng khoảng 30% yoy), và kể từ năm 2018 trở đi, chúng tôi giả định sản lượng sẽ duy trì mức trung bình kể từ khi nhà máy đi vào hoạt động đến nay (2004-2015), tương đương khoảng 337 triệu kWh/năm.

Doanh thu và sản lượng Cần Đơn dự báo đến 2020

Nguồn: SJD, BVSC ước tính - Đơn vị: Tỷ VND, triệu kWh



Giá bán điện

Cần Đơn ký hợp đồng giá bán điện cố định trong 25 năm (2004-2028) với EVN là 0,045 USD/kWh cho 292 triệu kWh sản lượng bao tiêu. Với sản lượng vượt 292 triệu kWh, áp dụng giá cho phần vượt là 0,0225 USD/kWh.

Tốc độ trượt giá USD/VND chúng tôi giả định ở mức 2%/năm.

Chi phí khấu hao

Cần Đơn áp dụng phương pháp khấu hao theo sản lượng, theo đó chúng tôi ước tính chi phí khấu hao năm 2016 đạt 50 tỷ đồng. Năm 2017 khấu hao ước tính khoảng 65 tỷ đồng. Với việc áp dụng phương pháp khấu hao theo sản lượng, nhà máy Cần Đơn có thể hết khấu hao sớm hơn vòng đời 25 năm, chúng tôi ước tính đến năm 2025 nhà máy sẽ hết khấu hao

Chi phí sửa chữa bảo dưỡng

Chi phí sửa chữa lớn: Chúng tôi giả định sẽ theo chu kỳ 5 năm/lần, mỗi lần khoảng 5% nguyên giá, tương đương 69 tỷ đồng. Chi phí bảo dưỡng hàng năm: được giả định 0,5-0,7% giá trị nguyên giá, khoảng 7 – 10 tỷ.

Chi phí vật liệu phụ

Chi phí vật liệu phụ hàng năm được ước tính tăng theo lạm phát. Năm 2016 chi phí vật liệu phụ ước tính đạt 13,5 tỷ đồng, và +5% y.o.y cho các năm kế tiếp.

Chi phí tiền lương

Chúng tôi giả định chi phí tiền lương sẽ tăng theo tốc độ trượt giá lạm phát, chi phí tiền lương năm 2016 được ước đạt 24 tỷ đồng.

Phí môi trường rừng và thuế tài nguyên

Thuế tài nguyên áp dụng là 5% dựa trên định mức giá tính thuế năm 2016 là 1.622 đồng/kWh.

$$\text{Thuế tài nguyên} = \text{Sản lượng} \times \text{Giá tính thuế} \times \text{Thuế suất}$$

Đơn giá tính thuế hàng năm được chúng tôi điều chỉnh theo tốc độ trượt giá của lạm phát.

Phí môi trường rừng giả định giữ ở mức 20 đồng/kWh. Do đó, Cần Đơn có tổng thuế tài nguyên và phí môi trường rừng năm 2016 ước đạt 21 tỷ đồng.

Chi phí tài chính

Hiện Nhà máy Cần Đơn chỉ còn khoản vay dài hạn ưu đãi từ Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB) với dư nợ 4,9 triệu USD tại thời điểm cuối năm 2015, trả

	trong vòng 20 năm nữa với mức lãi suất tham chiếu theo Libor khoảng 1,25%/năm, cộng thêm phí 1% trên tổng dư nợ trả cho Tổng Công ty Sông Đà. Đây là chi phí lãi vay có nhiều lợi thế trong ngành.
Doanh thu tài chính	Đặc thù ngành thủy điện là tái đầu tư ít (sửa chữa lớn chỉ vào khoảng 5% nguyên giá TSCĐ 5 năm một lần), do vậy sau khi trả cổ tức (khoảng 25% LNST), lượng tiền nhàn rỗi để đầu tư của Cần Đơn ước tính ngày càng tăng.
Rủi ro chính	Tháng 11/2028, nhà máy phải chuyển giao cho Nhà nước do đầu tư theo hình thức BOT.

Năm	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Doanh thu	254.1	337.0	343.3	350.2	357.2	364.4	371.6	379.1	386.7	394.4	402.3	410.3	418.5
- Sản lượng sản xuất (triệu kWh)	260	338	338	338	338	338	338	338	338	338	338	338	338
- Sản lượng tiêu thụ (triệu kWh)	252	327	327	327	327	327	327	327	327	327	327	327	327
- Giá bán (quy đổi về VNĐ/kWh)	1.008	1.028	1.048	1.069	1.091	1.113	1.135	1.158	1.181	1.204	1.228	1.253	1.278
Giá vốn hàng bán	100,7	125,0	129,1	132,9	143,8	148,0	152,4	157,1	162,3	122,1	114,6	120,4	126,4
- Chi phí vật liệu phụ	12,0	14,1	14,9	15,6	16,4	17,2	18,0	18,9	19,9	20,9	21,8	22,9	24,0
- Chi phí khấu hao	50,0	65,1	65,0	65,0	71,9	71,9	71,9	71,9	71,9	26,4	13,7	13,7	13,7
- Tiền lương	34,4	35,5	37,2	39,1	41,0	43,1	45,2	47,5	49,9	52,4	55,0	57,7	60,6
- Thuế TN + môi trường rừng	21,4	29,3	30,4	31,6	32,9	34,2	35,5	37,0	38,5	40,1	41,8	43,5	45,3
- Chi phí khác	32,9	33,9	35,6	37,4	39,3	41,2	43,3	45,5	47,7	50,1	52,6	55,3	58,0
Doanh thu tài chính	2,4	3,3	5,5	7,9	10,2	12,8	13,9	15,3	18,5	20,0	21,3	24,4	28,9
Chi phí tài chính	1,9	4,7	4,6	4,4	4,2	4,1	3,9	3,7	3,5	3,3	4,4	2,8	2,7
LNST	124,7	162,6	166,0	151,5	150,0	154,0	156,9	159,7	163,9	203,1	214,9	219,9	224,8
LNST của cổ đông cty mẹ	124,7	162,6	166,0	151,5	150,0	154,0	156,9	159,7	163,9	203,1	214,9	219,9	224,8

Kết quả định giá theo dòng tiền

Phương pháp chiết khấu dòng tiền xác định giá trị vốn chủ sở hữu của Nhà máy Cần Đơn theo các phương pháp FCEE và FCFE đạt:

Phương pháp	Giá kỳ vọng	Tỷ trọng	Giá trị bình quân
- FCFE	1.209	50%	605
- FCFE	1.238	50%	619
Giá trị VCSH bình quân			1.223

Nhà máy Ry Ninh II

Một số giả định sử dụng để ước tính giá trị Nhà máy Ry Ninh II

Tiêu chí	Cơ sở ước tính
Sản lượng	Theo ước tính năm 2016, nhà máy Ry Ninh II có thể đạt sản lượng 45 triệu kWh, bằng 90% kế hoạch đề ra do cũng chịu ảnh hưởng El Nino. Kể từ sau năm 2017, chúng tôi giả định Ry Ninh II ước đạt sản lượng trung bình 10 năm gần đây, tương đương khoảng 49,9 triệu kWh.
Giá bán điện	Ry Ninh II ký hợp đồng giá bán điện trong vòng 20 năm từ 2005-2025, cố định 0,041 USD/kWh.
Chi phí khấu hao	Ry Ninh II cũng áp dụng phương pháp khấu hao theo sản lượng, theo đó ước tính chi phí khấu hao năm 2016 đạt 6,3 tỷ đồng; các năm tiếp theo khoảng 7 tỷ đồng/năm và tới năm 2022 sẽ hết khấu hao.
Chi phí vật liệu phụ + Tiền lương	Chúng tôi giả định chi phí vật liệu phụ và chi phí tiền lương hàng năm sẽ tăng theo lạm phát. Năm 2016 chi phí vật liệu phụ ước tính đạt 2 tỷ đồng, và +5% y.o.y. Tương tự, tiền lương năm 2016 ước tính 3,4 tỷ đồng, và +5% y.o.y.
Phí môi trường rừng và thuế tài nguyên	Mức thuế áp dụng chung cho tất cả các nhà máy thủy điện như trình bày ở trên tương tự Cần Đơn. Ry Ninh II có tổng thuế tài nguyên và phí môi trường rừng năm 2016 ước đạt 3,7 tỷ đồng, và tăng dần qua các năm.
Chi phí tài chính	Nhà máy Ry Ninh II không còn nợ dài hạn từ năm 2013
Doanh thu tài chính	Chúng tôi giả định các khoản tương đương tiền và khoản đầu tư tài chính ngắn hạn của Ry Ninh II đạt mức lợi suất 7%/năm.

Bảng dự báo lợi nhuận Ry Ninh II:

Bảng dự báo lợi nhuận Ry Ninh II - Tỷ VND													
Năm	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Doanh thu	40,1	45,3	46,2	47,2	48,1	49,1	50,0	51,0	50,8	51,8	54,2	55,3	56,4
- Sản lượng (triệu kWh)	45	49,9	49,9	49,9	49,9	49,9	49,9	49,9	49,9	49,9	49,9	49,9	49,9
- Sản lượng tiêu thụ (triệu kWh)	43,7	48,4	48,4	48,4	48,4	48,4	48,4	48,4	48,4	48,4	48,4	48,4	48,4
- Giá bán (VNĐ/kWh)	918	936	955	974	994	1.014	1.034	1.055	1.049	1.070	1.119	1.142	1.164
Giá vốn hàng bán	14,7	15,5	16,1	16,6	18,0	18,6	19,2	12,8	13,3	14,9	15,8	16,6	17,4
- Chi phí vật liệu phụ	1,9	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	2,9	3,1	3,2
- Chi phí khấu hao	6,3	7,0	7,0	7,0	7,9	7,9	7,9	0,8	0,8	1,6	1,6	1,6	1,6
- Tiền lương	3,4	3,4	3,6	3,7	3,9	4,1	4,3	4,5	4,7	4,9	5,2	5,5	5,8
- Thuế tài nguyên + môi trường	3,7	4,3	4,5	4,7	4,9	5,1	5,3	5,5	5,7	5,9	6,2	6,4	6,7
- Chi phí khác	3,2	3,2	3,4	3,6	3,8	3,9	4,1	4,3	4,5	4,7	5,0	5,3	5,5
Doanh thu tài chính	0,4	0,4	0,7	1,1	1,4	1,7	1,9	2,1	2,4	2,6	2,9	3,3	3,9
Chi phí tài chính	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
LNST	20,0	21,0	21,4	21,9	21,8	22,3	22,6	28,6	28,3	28,0	29,2	29,6	30,3
LNST của cổ đông cty mẹ	20,0	21,0	21,4	21,9	21,8	22,3	22,6	28,6	28,3	28,0	29,2	29,6	30,3

Kết quả định giá theo dòng tiền

Phương pháp chiết khấu dòng tiền xác định giá trị vốn chủ sở hữu của Nhà máy Ry Ninh II theo các phương pháp FCEE và FCFF đạt:

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền - Tỷ VND			
Phương pháp	Giá kỳ vọng	Tỷ trọng	Giá trị bình quân
- FCFE	224	50%	112
- FCFF	229	50%	115
Giá trị VCSH bình quân			227

Nhà máy Nà Lơi

Một số giả định sử dụng để ước tính giá trị Nhà máy Nà Lơi

Tiêu chí	Cơ sở ước tính
Sản lượng	Nà Lơi làm một điểm sáng trong hoạt động của SJD khi gần như không chịu ảnh hưởng El Nino. Nhờ lượng nước ổn định, chúng tôi ước tính năm 2016, nhà máy Nà Lơi đạt sản lượng 53,6 triệu kWh - bằng 110% kế hoạch đề ra. Tuy nhiên khi La Nina xảy ra, Nà Lơi sẽ không được hưởng lợi bằng các doanh nghiệp thủy điện khác. Sản lượng các năm tiếp theo kể từ 2017 trở đi chúng tôi ước tính bằng bình quân 12 năm trở lại đây, đạt 51,4 triệu kWh/năm.
Giá bán điện	Nhà máy Nà Lơi bán điện với mức giá cố định 0,042 USD/kWh trong 25 năm từ 2003-2028.
Chi phí khấu hao	Nà Lơi cũng áp dụng phương pháp khấu hao theo sản lượng như Cần Đơn và Ry Ninh II, theo đó chúng tôi ước tính chi phí khấu hao năm 2016 vào khoảng 8,2 tỷ đồng. Các năm tiếp theo khoảng 7,8 tỷ đồng/năm, và đến năm 2021 nhà máy sẽ hết khấu hao. Từ năm 2020, chúng tôi giả định chi phí sửa chữa bảo dưỡng lớn cứ mỗi 5 năm/lần khoảng 7,4 tỷ đồng (tương đương 5% nguyên giá).
Chi phí vật liệu phụ + Tiền lương	Giả định sẽ tăng theo lạm phát khoảng 5% y.o.y. Năm 2016, chi phí vật liệu phụ ước tính đạt 2,3 tỷ đồng, và chi phí tiền lương ước đạt 4,1 tỷ đồng.
Phí môi trường rừng và thuế tài nguyên	Tương tự phân tích phía trên, giả định giá tính thuế +5% y.o.y từ năm 2017. Nà Lơi có tổng thuế tài nguyên và phí môi trường rừng năm 2016 ước đạt 4,1 tỷ đồng.
Chi phí tài chính	Nà Lơi không sử dụng vay nợ ngắn hạn và dài hạn trong hai năm 2013-2014 trước khi sáp nhập, chi phí tài chính của nhà máy do vậy sẽ bằng không trong các năm sau đó.

Doanh thu tài chính

Giả định lợi suất là 7%/năm (tương đương lãi suất ngân hàng trung bình thời điểm 2016).

Bảng dự báo lợi nhuận Nhà Lãi:

Bảng dự báo lợi nhuận Nhà Lãi - Tỷ VND

Năm	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Doanh thu	48.9	47.8	48.8	49.7	50.7	51.8	52.8	53.8	54.9	56.0	57.1	58.3	59.4
- Sản lượng (triệu kWh)	53,6	51,4	51,4	51,4	51,4	51,4	51,4	51,4	51,4	51,4	51,4	51,4	51,4
- Sản lượng tiêu thụ (triệu kWh)	52,0	49,8	49,8	49,8	49,8	49,8	49,8	49,8	49,8	49,8	49,8	49,8	49,8
- Giá bán (quy đổi về VNĐ)	941	959	979	998	1.018	1.038	1.059	1.080	1.102	1.124	1.146	1.169	1.193
Giá vốn hàng bán	18,3	16,7	17,3	17,9	19,2	19,8	12,6	13,2	14,0	15,5	16,2	17,1	18,0
- Chi phí vật liệu phụ	2,3	2,0	2,1	2,2	2,3	2,4	2,6	2,7	2,8	3,0	3,1	3,3	3,4
- Chi phí khấu hao	8,2	7,9	7,9	7,9	8,6	8,6	0,7	0,7	0,7	1,5	1,5	1,5	1,5
- Tiền lương	4,1	3,6	3,8	4,0	4,1	4,4	4,6	4,8	5,0	5,3	5,5	5,8	6,1
- Thuế TN +MTR	4,4	4,5	4,6	4,8	5,0	5,2	5,4	5,6	5,9	6,1	6,4	6,6	6,9
- Chi phí khác	3,9	3,4	3,6	3,8	4,0	4,2	4,4	4,6	4,8	5,1	5,3	5,5	5,8
Doanh thu tài chính	0,5	0,5	0,8	1,1	1,4	1,8	2,0	2,2	2,6	2,8	3,0	3,5	4,1
Chi phí tài chính	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
LNST	24,0	24,5	22,3	22,8	22,8	23,3	30,0	30,4	30,9	30,7	31,1	31,6	32,2
LNST của cổ đông công ty mẹ	24,0	24,5	22,3	22,8	22,8	23,3	30,0	30,4	30,9	30,7	31,1	31,6	32,2

Kết quả định giá theo dòng tiền

Phương pháp chiết khấu dòng tiền xác định giá trị vốn chủ sở hữu của Nhà máy Nhà Lãi theo các phương pháp FCEE và FCFF đạt:

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền - Tỷ VND			
Phương pháp	Giá kỳ vọng	Tỷ trọng	Giá trị bình quân
- FCFE	244	50%	122
- FCFF	246	50%	123
Giá trị VCSH bình quân			245

Nhà máy Hà Tây
Một số giả định sử dụng để ước tính giá trị Nhà máy Hà Tây

Tiêu chí	Cơ sở ước tính
Sản lượng	<p>Do đặt tại Gia Lai tương tự Ry Ninh II, chúng tôi ước tính năm 2016, nhà máy Hà Tây đạt sản lượng 31,5 triệu kWh - bằng 90% kế hoạch đề ra do chịu ảnh hưởng El Nino.</p> <p>Do nhà máy mới hoạt động chưa có nhiều dữ liệu làm cơ sở dự báo, chúng tôi giả định sản lượng nhà máy Hà Tây từ năm 2018 trở đi đạt sản lượng trung bình ước tính là 33,4 triệu kWh.</p>

Giá bán điện

Điểm khác biệt của Hà Tây so với ba nhà máy còn lại là giá bán điện tính theo *Biểu giá chi phí tránh được*. Đây là biểu giá bán điện áp dụng chung cho các nhà máy thủy điện nhỏ và vừa, và có mức giá bán trung bình khá cao so với mặt bằng chung của các nhà máy thủy điện do vào nếu phát vào giờ cao điểm của mùa khô sẽ được cộng thêm giá công suất khá cao (hơn 2.200 VNĐ/kWh). Mùa khô được tính trong 8 tháng (từ tháng 11 đến tháng 6 hàng năm) tuy nhiên, thực tế vùng Gia Lai, mùa khô chỉ rơi vào 6 tháng (tháng 11 đến tháng 4 hàng năm), do đó Nhà máy Hà Tây được hưởng lợi thêm 2 tháng được giá phát giờ cao điểm cao (trung bình Quý 1/2016 nhà máy ước tính 2.873 đồng/kWh). Chúng tôi ước tính năm 2016 giá bán điện của Hà Tây có thể đạt trung bình 2.066 đồng/kWh. Tuy nhiên, kể từ năm 2017 khi El Nino qua đi, chúng tôi ước tính giá trung bình về khoảng 1.200 đồng/kWh, và các năm sau mỗi năm tăng 3%/năm (giá này chưa tính thuế tài nguyên và phí môi trường rừng)

Biểu giá chi phí tránh được

Năm	Giá công suất	Mùa khô			Mùa mưa			Điện năng dư
		Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	
2013	1.805	617	611	579	577	566	561	281
2014	1.805	617	611	579	577	566	561	281
2015	2.158	625	624	623	598	602	605	302
2016	2.242	606	607	611	605	612	620	310

Nguồn: Bộ Công Thương, BVSC tổng hợp

Chi phí khấu hao

Riêng nhà máy Hà Tây áp dụng phương pháp khấu hao theo đường thẳng, theo đó chúng tôi ước tính chi phí khấu hao đều các năm từ 2016 đạt 22,4 tỷ đồng. Theo đó, đến năm 2026 nhà máy sẽ hết khấu hao.

Chi phí vật liệu phụ + Tiền lương

Chúng tôi giả định sẽ tăng theo lạm phát khoảng 5% y.o.y. Năm 2016, chi phí vật liệu phụ ước tính đạt 1,8 tỷ đồng, và chi phí tiền lương ước đạt 2,7 tỷ đồng.

Phí môi trường rừng và thuế tài nguyên

Mức thuế phí áp dụng chung cho các nhà máy thủy điện (như trên). Tổng thuế tài nguyên và phí môi trường rừng của Hà Tây năm 2016 ước đạt 3,3 tỷ đồng.

Chi phí tài chính

Nhà máy Hà Tây do mới đi vào hoạt động nên còn khoản dư nợ lớn. Vay nợ Agribank Gia Lai với dư nợ năm 2015 là 152,2 tỷ đồng, Hà Tây dự kiến trả gốc trong 10 năm kể từ 2016. Lãi trả hàng năm chiếu theo lãi suất kỳ hạn 12 tháng +4%. Ước tính đến năm 2025 sẽ trả hết khoản nợ này.

Bảng dự báo lợi nhuận Hà Tây:

Bảng dự báo lợi nhuận Hà Tây - Tỷ VND

Năm	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Doanh thu	66,1	44,2	43,2	44,5	45,9	47,3	48,8	50,3	51,9	53,5	55,1	56,9	58,6
- Sản lượng (triệu kWh)	31,5	35,2	33,4	33,4	33,4	33,4	33,4	33,4	33,4	33,4	33,4	33,4	33,4

Báo cáo lần đầu SJD

Sản lượng tiêu thụ (triệu kwh)	30,6	34,1	32,3	32,3	32,3	32,3	32,3	32,3	32,3	32,3	32,3	32,3	32,3
- Giá bán (VNĐ/kwh)	2.164	1.295	1.335	1.376	1.419	1.463	1.508	1.555	1.603	1.653	1.704	1.758	1.812
Giá vốn hàng bán	32,6	29,5	29,7	30,2	32,0	32,6	33,1	33,8	34,5	36,5	37,3	15,6	16,5
- Chi phí vật liệu phụ	3,1	1,9	1,9	2,0	2,1	2,2	2,4	2,5	2,7	2,8	3,0	3,2	3,4
- Chi phí khấu hao	22,4	22,4	22,4	22,4	23,7	23,7	23,7	23,7	23,7	25,0	25,0	2,6	2,6
- Tiền lương	5,6	3,3	3,3	3,5	3,8	4,0	4,2	4,5	4,8	5,0	5,3	5,7	6,0
- Thuế TN +MTR	2,6	3,1	3,0	3,1	3,2	3,4	3,5	3,7	3,8	4,0	4,1	4,3	4,5
- Chi phí khác	5,3	3,2	3,2	3,4	3,6	3,8	4,0	4,3	4,5	4,8	5,1	5,4	5,7
Doanh thu tài chính	0,6	0,4	0,7	1,0	1,3	1,6	1,8	2,0	2,5	2,7	2,9	3,4	4,0
Chi phí tài chính	16,7	15,1	13,4	11,7	10,0	8,4	6,7	5,0	3,3	1,7	0,0	0,0	0,0
LNST	11,5	-3,9	-3,0	-0,3	1,0	3,6	6,1	8,6	11,3	12,4	14,5	36,9	36,0
LNST của cổ đông cty mẹ	9,8	-3,3	-2,6	-0,3	0,9	3,1	5,2	7,3	9,6	10,5	12,3	31,3	30,6

Kết quả định giá theo dòng tiền

Phương pháp chiết khấu dòng tiền xác định giá trị vốn chủ sở hữu của Nhà máy Hà Tây theo các phương pháp FCEE và FCFF đạt:

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền - Tỷ VND			
Phương pháp	Giá kỳ vọng	Tỷ trọng	Giá trị bình quân
- FCFE	146	50%	73
- FCFF	190	50%	95
Giá trị VCSH bình quân			168

Tổng hợp kết quả định giá

Tổng hợp dòng tiền thu được của bốn nhà máy, chúng tôi ước tính kết quả định giá cổ phần SJD theo phương pháp tổng của từng bộ phận như sau:

Nhà máy	FCFE (tỷ VND)	FCFF (tỷ VND)	Bình quân (tỷ VND)	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị thuộc về SJD
Cần Đơn	1.209	1.237	1.223	100%	1.223
Ry Ninh II	224	229	227	100%	227
Nà Lơi	244	246	245	100%	245
Hà Tây	146	190	168	81,25%	136
TỔNG	1.823	1.902	1.862		1.831
Số lượng cổ phần					49.950.000
Giá trị hợp lý					36.653 VNĐ/cổ phần

Việc sáp nhập thêm các nhà máy thủy điện mới kém hiệu quả có làm giảm tính hấp dẫn của cổ phiếu SJD?

Theo Đề án "Tái cấu trúc Tổng công ty Sông Đà giai đoạn 2012-2015, tầm nhìn đến năm 2020" được Bộ trưởng Bộ xây dựng phê duyệt 15/01/2013, CTCP thủy

điện Cần Đơn là đơn vị được lựa chọn để sáp nhập các nhà máy thủy điện trực thuộc Tổng Sông Đà. Tính đến nay, Tổng Sông Đà đã tiến hành thoái vốn toàn bộ tại CTCP thủy điện Bình Điền (tháng 9/2015) và CTCP thủy điện Trà Xom (năm 2013) cùng một phần vốn tại Sông Đà Hoàng Liên (từ công ty con xuống công ty liên kết sở hữu 13,82%) cũng như CTCP Điện miền Trung (từ 36% xuống 16,41%). Do đó sẽ chỉ còn 3 công ty thủy điện thuộc Tổng công ty Sông Đà sẽ dự kiến sáp nhập vào SJD, bao gồm thủy điện Sesan 3A, thủy điện Nậm Chiến và thủy điện Hương Sơn (mã chứng khoán GSM) Sau đó sẽ mua lại cổ phần của Sông Đà tại các Công ty cổ phần: Điện Miền Trung, và Sông Đà Hoàng Liên.

Danh sách các nhà máy dự kiến sáp nhập và liên kết vào SJD theo đề án Tái cấu trúc TCT Sông Đà

Thông số	Dự kiến sáp nhập			Dự kiến mua cổ phần của TCT Sông Đà	
	Nậm Chiến	Sê San 3A	Hương Sơn	Sông Đà- Hoàng Liên	Điện miền Trung
Ngày phát điện	2013	2007	2011	- Tổ máy 1: 30/12/2011 - Tổ máy 2+3: 8/1/2013	2007
Sở hữu của TCT Sông Đà	55%	51%	60%	13.82%	36%
Địa điểm	Sơn La	Gia Lai	Hà Tĩnh	Lào Cai	Khánh Hòa
Vốn điều lệ	550	280		420	200
Vốn đầu tư (tỷ đồng)	6.400	1.946	830	900	482
Công suất (MW)	200	108	33	34,5	28
Suất VĐT (tỷ đồng/MW)	32	18	25,2	26,1	17,2
Hình thức đầu tư	BOO	BOO	BOO	BOO	BOO
Sản lượng thiết kế (triệu kwh)	813,7	479,3	103	140,77	111,85
Giá bán điện (VNĐ/kwh)	737	814	1.420	892	1.114,6

Nguồn: BVSC tổng hợp

Xét trong 3 nhà máy dự kiến sáp nhập, Sesan 3A có hiệu quả khá tốt và là đơn vị được định hướng sẽ sáp nhập tiếp theo vào SJD. Sê San 3A có suất vốn đầu tư thấp (18 tỷ đồng/MW), giá bán điện tương đối tốt (814 đồng/kWh), và đã đi vào hoạt động được 9 năm. Trong khi 2 nhà máy còn lại mới đi vào hoạt động được 3-5 năm khiến chi phí lãi vay vẫn ở mức cao, đồng thời suất vốn đầu tư của 2 nhà máy này cao hơn khá nhiều so với Sesan 3A và các nhà máy khác thuộc SJD.

ĐHCĐ thường niên năm 2015 của SJD đã thông qua chủ trương sáp nhập Sê San 3A vào SJD tuy nhiên đến nay việc này vẫn chưa được thực hiện do cổ đông của Sesan 3A cho rằng Sesan 3A hoạt động hiệu quả hơn và sẽ bị thiệt khi sáp nhập vào SJD. Năm 2014, Sesan 3A đạt 373 tỷ đồng doanh thu và 155,6 tỷ lợi nhuận sau thuế - tăng 68% so với năm 2013. Sản lượng điện của nhà máy đạt xấp xỉ 421 triệu kWh năm 2015.

EPS bình quân giai đoạn 2013-2014 của Sesan 3A đạt 4.434 VNĐ/cổ phần. Nợ vay dài hạn giảm khá nhanh, gần như không có nợ ngắn hạn và đến 2018 có thể giả hết nợ dài hạn xây dựng nhà máy, giúp chi phí tài chính giảm mạnh (chi phí tài chính 2014 là 69 tỷ VNĐ) đồng nghĩa với việc lợi nhuận tăng trưởng tương ứng. Thuế suất thuế TNDN được duy trì 5% cho đến 2019, 10% trong giai đoạn

2020-2021 và sau đó mới trở về mức bình thường là 20%. Ngoài ra, nhà máy của Sesan 3A đầu tư dưới hình thức BO, không có thời hạn chuyển giao cho Nhà nước như nhà máy Cần Đơn. Do đó, nếu sáp nhập được Sesan 3A theo tỷ lệ 1:1 như 2 trường hợp trước (Ry Ninh và Nà Lơi) thì sẽ rất có lợi cho SJD, vừa mở rộng quy mô lại vừa nâng cao đáng kể hiệu quả hoạt động.

Tổng công ty Sông Đà đang tiến hành thoái vốn tại nhà máy Hương Sơn (GSM) là yếu tố tích cực cho SJD. Tổng công ty Sông Đà nắm giữ 17,4 triệu cổ phiếu tại CTCP Thủy điện Hương Sơn (tương đương 61%). Tuy nhiên TCT Sông Đà đang rút dần vốn và đã đăng ký bán tổng cộng 6,4 triệu cổ phiếu kể từ tháng 10/2015 đến nay, tuy nhiên hiện mới chỉ bán được gần 558.000 cổ phiếu. Nếu toàn bộ 6,4 triệu cổ phần này được thoái vốn hết, TCT Sông Đà sẽ chỉ chiếm khoảng 39% tại Hương Sơn và sẽ không thể tiến hành sáp nhập nhà máy này vào SJD. Nếu điều này xảy ra, chúng tôi đánh giá đây là yếu tố tích cực đối với SJD bởi Hương Sơn có suất vốn đầu tư cao, tỷ lệ vay nợ lớn, lợi nhuận chưa phân phối đang âm 15,8 tỷ VNĐ và các chỉ tiêu hiệu quả hoạt động thấp hơn nhiều so với SJD.

So sánh một số chỉ tiêu tài chính năm 2015 của SJD và GSM		
Tiêu chí	SJD	GSM
Vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)	1.048	275
Tổng tài sản (tỷ VNĐ)	1.389	682
Suất vốn đầu tư (tỷ VNĐ/MW)	15,5	25,2
Tỷ lệ nợ/tổng tài sản	24%	60%
Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu	31%	148%
Doanh thu thuần (tỷ VNĐ)	382	128
LNST (tỷ VNĐ)	179	16
ROE	17%	6%
ROA	13%	2%
Biên LN ròng	47%	12%

Nguồn: BVSC tổng hợp

Sáp nhập với Thủy điện Nậm Chiến là vấn đề đáng lo ngại nhất của SJD.

Trong 3 công ty có thể sáp nhập vào SJD, thủy điện Nậm Chiến mới đi vào hoạt động từ năm 2013, có suất vốn đầu tư lớn gấp 2,2 lần so với bình quân suất vốn đầu tư các nhà máy của SJD (14,5 tỷ VNĐ/MW) trong khi giá bán điện không cao, chỉ đạt 737 VNĐ/kwh. Số liệu kết quả kinh doanh gần nhất của Nậm Chiến mà chúng tôi tìm được là năm 2013, công ty đạt 567 tỷ VNĐ doanh thu và 11 tỷ VNĐ lợi nhuận, tương ứng biên LN ròng chỉ đạt 2%.

Nếu theo như truyền thống hợp nhất các công ty con trước đây của SJD đều với tỷ lệ 1:1 thì việc hợp nhất với Nậm Chiến có hiệu quả kinh doanh kém và quy mô hoạt động lớn (gần gấp đôi về công suất và sản lượng thiết kế, vốn điều lệ cao hơn SJD 20%) sẽ ảnh hưởng rất nhiều tới hiệu quả kinh doanh của SJD.

So sánh SJD và Nậm Chiến		
Tiêu chí	SJD	Nậm Chiến
Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	459	550
Công suất (MW)	104	200
Sản lượng thiết kế (triệu kwh)	476	814
Suất vốn đầu tư (MW)	15,5	32
Biên lợi nhuận ròng	47%	2%(*)

(*) Biên LN ròng của Nậm Chiến tính cho năm 2013, Nguồn: BVSC tổng hợp

Hiện tại vẫn chưa xác định thời gian và phương án sáp nhập với Nậm Chiến. Trước mắt Sesan 3A sẽ là doanh nghiệp có thể sáp nhập vào SJD và trong năm 2016, SJD chưa có kế hoạch sáp nhập thêm nhà máy nào khác từ TCT Sông Đà. Do đó, từ nay đến năm 2020 (theo đề án) có thể việc Sông Đà tiến hành hợp nhất Nậm Chiến vào SJD sẽ thay đổi, và nhiều khả năng không thực hiện sáp nhập xong đúng kế hoạch như đề án.

Nếu Sesan 3A và Nậm Chiến sáp nhập vào SJD theo tỷ lệ 1:1, SJD sẽ vẫn có thể duy trì tỷ lệ cổ tức 20%. Nếu Sesan 3A và Nậm Chiến sáp nhập vào SJD theo tỷ lệ 1:1, tổng vốn điều lệ của SJD sẽ đạt 1.289 tỷ VNĐ. Trong vòng 5 năm 2017-2021, giả định là Nậm Chiến hoạt động không có lãi do suất đầu tư lớn (giả định này khá thận trọng khi năm 2013 khi mới đi vào hoạt động Nậm Chiến cũng đã có lãi 11 tỷ VNĐ), và chúng tôi ước tính lợi nhuận từ Sesan 3A và SJD có thể đạt được bình quân 324 tỷ VNĐ trong giai đoạn này, thì EPS tương ứng sau khi tiến hành hợp nhất của Sesan 3A và Nậm Chiến là 2.500 VNĐ/cổ phần, đủ để có thể duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức ở mức 20%/năm.

Nhận định đầu tư

Các nhà máy điện hiện tại của SJD đều đang vận hành rất tốt và đem lại dòng tiền ổn định hàng năm, ngoại trừ Hà Tây mới đi vào hoạt động nhưng tỷ trọng công suất nhỏ và không ảnh hưởng nhiều tới hiệu quả chung của SJD. Xét tương quan với các cổ phiếu trong ngành, SJD đang có mức chi trả cổ tức gần như tốt nhất trong khi định giá P/E lại rẻ nhất.

Rủi ro lớn nhất đối với cổ phiếu SJD là việc nhà máy Cần Đơn khi hết thời hạn BOT vào năm 2028 sẽ phải bàn giao lại cho nhà nước. Tuy nhiên trong mô hình định giá của chúng tôi khi định giá nhà máy Cần Đơn, chúng tôi cũng chỉ xét đến dòng tiền của nhà máy tới năm 2028 và đạt được kết quả định giá cổ phiếu SJD vào khoảng **36.653 đồng/cổ phần**.

Đối với rủi ro thứ hai, SJD có thể phải sáp nhập với các nhà máy kém hiệu quả hơn thuộc Tổng công ty Sông Đà. Trong trường hợp tiêu cực nhất là SJD sẽ sáp nhập với cả Nậm Chiến và Sesan 3A, SJD vẫn có thể duy trì được mức chi trả cổ tức khoảng 20%/năm. Hơn nữa, rủi ro này chúng tôi cho rằng có thể được trung hòa trong dài hạn bởi những nhà máy điện khi mới đưa vào vận hành như

thủy điện Nậm Chiến (2013) thì việc chưa hiệu quả trong những năm đầu là điều không thể tránh khỏi.

Với kết quả định giá 36.653 đồng/cổ phần, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu SJD

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh					
Đơn vị (tỷ VND)	2013	2014	2015	2016F	2017F
Doanh thu	310	391	382	409	474
Giá vốn	116	163	155	166	187
Lợi nhuận gộp	193	228	227	243	287
Doanh thu tài chính	9	9	7	4	5
Chi phí tài chính	23	15	15	19	20
Lợi nhuận sau thuế	148	183	179	180	204

Bảng cân đối kế toán					
Đơn vị (tỷ VND)	2013	2014	2015	2016F	2017F
Tiền & khoản tương đương tiền	25	43	47	50	91
Các khoản phải thu ngắn hạn	174	197	293	205	290
Hàng tồn kho	15	19	5	15	18
Tài sản cố định hữu hình	803	775	969	882	779
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	55	55	50	36	43
Tổng tài sản	1.144	1.296	1.389	1.209	1.244
Nợ ngắn hạn	82	79	71	82	98
Nợ dài hạn	236	209	256	-	-
Vốn chủ sở hữu	825	1.009	1.062	1.127	1.147
Tổng nguồn vốn	1.144	1.296	1.389	1.209	1.244

Chỉ số tài chính					
Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016F	2017F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	-10%	26%	-2%	7%	16%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-4%	23%	-3%	1%	13%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	62%	58%	60%	59%	61%
Lợi nhuận thuần biên (%)	48%	47%	47%	44%	43%
ROA (%)	13%	14%	13%	15%	16%
ROE (%)	18%	18%	17%	16%	18%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	28%	22%	24%	7%	8%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	39%	29%	31%	7%	9%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	3.619	4.075	3.899	3.880	4.446
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	20.128	29.395	23.077	24.494	24.928

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Chế Thị Mai Trang** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang

Cao su tự nhiên, Mía đường

phanthuytrang@baoviet.com.vn

Đinh Thị Thu Thảo

Cảng biển & Logistics

dinhthithuthao@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientung@baoviet.com.vn

Dương Đức Hiếu

Vật liệu xây dựng

duongduchieu@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thị Hải Yến

Hàng hóa tiêu dùng

nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn

Lê Duy Khánh

Dầu khí

leduykhanh@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dệt may

hathithuhang@baoviet.com.vn

Ngô Kim Thanh

Hạ tầng nước

ngokim.thanh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình

Phó Giám đốc khối

nguyensexuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng

Kinh tế trưởng

bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh

Chiến lược thị trường

tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888