

### BẢN TIN CẬP NHẬT NHANH

Ngày 22 tháng 02 năm 2017

#### KQKD Q4.2016 & CẢ NĂM 2016

SHP đã ra BCTC Q4.2016 chưa kiểm toán. Theo đó, **DT Q4.2016 đạt 171,7 tỷ đồng (-3,2% yoy)**. **LNST Q4.2016 đạt 53,3 tỷ đồng (+8,1% yoy)**. **SL điện Q4.2016 đạt 199,3 triệu kWh (+19,03% yoy)**.

	Công suất lắp đặt	Sản lượng điện Q4.2016		Giá điện bình quân Q4.2016		Doanh thu Q4.2016	
		(triệu kWh)	yoy	(đồng/kWh)	yoy	(tỷ đồng)	yoy
<b>Đa Siat</b>	13,5 MW	23,6	+16,4%	1.018	+0,7%	24	+17,3%
<b>Đa Dâng 2</b>	34 MW	65,3	+38,2%	792	-0,9%	51,7	+36,9%
<b>Đa M'bri</b>	75 MW	110,4	+10,5%	917	-20,8%	101,3	-12,4%

Có thể thấy SL điện của cả 3 nhà máy tăng rõ rệt so với cùng kỳ 2015 nhờ tác động tích cực từ La Nina (diễn ra từ tháng 10/2016).

Giá điện bình quân của Đa Siat và Đa Dâng 2 không biến động trong khi giá bán của Đa M'bri giảm mạnh:

- Đa Siat bán theo giá điện tương đối cố định được xác định theo Biểu giá chi phí tránh được do Bộ Công thương quy định hàng năm cho các nhà máy có công suất dưới 30 MW.
- Đa Dâng 2 có 10% SL điện bán trên thị trường điện cạnh tranh chịu áp lực giảm giá, còn 90% SL điện bán giá hợp đồng cố định nên giá bán chỉ giảm nhẹ (-0,9% yoy).
- Đa M'bri có 20% SL điện bán trên thị trường điện nên có giá bán giảm mạnh nhất (-20,8% yoy). Giá bán trên thị trường điện cạnh tranh giảm mạnh do La Nina khiến nguồn cung điện năng từ thủy điện rất dồi dào trong Q4.2016.

**Lũy kế cả năm, DT đạt 513 tỷ đồng (-13,7% yoy, đạt 88,1% KH năm). LNST đạt 98,1 tỷ đồng (-40,4% yoy, đạt 61,1% KH năm). SL điện 2016 đạt 557,8 triệu kWh (-0,52% yoy, đạt 92,5% KH năm).**

	Công suất lắp đặt	Sản lượng điện 2016		Giá điện bình quân 2016		Doanh thu 2016	
		(triệu kWh)	yoy	(đồng/kWh)	yoy	(tỷ đồng)	yoy
<b>Đa Siat</b>	13,5 MW	64	+0,4%	1.067	+4,1%	68,3	+4,5%
<b>Đa Dâng 2</b>	34 MW	154,3	-9%	752	-1%	116	-9,9%
<b>Đa M'bri</b>	75 MW	339,6	-4,4%	970	-11,9%	329,5	-15,8%

Chuyên viên phân tích

Đàm Sỹ Đức

dsduc@vcbs.com.vn

(+84) 0985451394

Xét tới cả năm 2016, yếu tố ảnh hưởng lớn nhất tới DT và LNST của SHP là:

(1) Nhà máy Đa Siat hoạt động ổn định. SL điện không thay đổi nhiều và giá điện bình quân tăng nhẹ do giá bán điện giờ cao điểm mùa khô tính theo Biểu giá chi phí tránh được tăng trong năm 2016 so với 2015. Tuy nhiên, Đa Siat là một nhà máy nhỏ và không có ảnh hưởng nhiều tới DT và LN của SHP.

(2) SL điện của Đa Dâng 2 trong 9T.2016 thấp nhất trong lịch sử hoạt động nhà máy do tác động của El Nino. Tác động tích cực của La Nina trong Q4 không bù được mức SL điện thấp 9 tháng đầu năm.

(3) Giá bán điện của nhà máy Đa M'bri giảm. Nguyên nhân do giá trần trên thị trường cạnh tranh giảm xuống 1.171 đồng/kWh năm 2016 so với 1.280 đồng/kWh năm 2015 và giá điện bình quân trên thị trường cạnh tranh giảm mạnh trong Q4.2016 do La Nina về khiến nguồn cung trên thị trường điện tăng.

### MỘT SỐ THÔNG TIN ĐÁNG CHÚ Ý KHÁC

#### REE mua vào SHP

Giữa tháng 12/2016, REE đã mua 6,32 triệu cổ phiếu SHP với giá 20.000 đồng/cp, nâng tổng lượng sở hữu sau giao dịch lên hơn 9,99 triệu cổ phiếu, tăng tỷ lệ nắm giữ của REE tại SHP từ 3,92% lên 10,66%.

#### Nghiên cứu dự án điện năng lượng mặt trời

Theo ban lãnh đạo SHP, công ty đang nghiên cứu thực hiện dự án điện năng lượng mặt trời nhỏ (khoảng 15MW) trên hồ chứa của Đa Dâng 2. Dự kiến, dự án này sẽ được trình lên đại hội cổ đông 2017 (dự kiến diễn ra vào tháng 5 hoặc tháng 6). Hiện tại, nếu dự án được thông qua, ước tính cho vốn đầu tư của dự án này là khoảng 600 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng SHP sẽ vay vốn ngân hàng khoảng 70 – 80% tổng vốn đầu tư để thực hiện dự án này.

#### La Nina kết thúc

Theo Viện nghiên cứu Quốc tế về Khí hậu và Xã hội (International Research Institute for Climate and Society, viết tắt: IRI) và Trung tâm Dự báo Khí hậu Mỹ (Climate Prediction Center, viết tắt: CPC), hiện tượng La Nina đã diễn ra từ tháng 10/2016 và kết thúc trong tháng 2/2017. Đợt La Nina ngắn này đã khiến lượng nước về hồ chứa tăng mạnh tại các nhà máy thủy điện, trong đó có các nhà máy của SHP. Điều này giúp cho SL điện của thủy điện tăng cao, nhưng giá bán điện trên thị trường cạnh tranh sụt giảm nên DT và LN của thủy điện có tăng nhưng không quá bất thường. Hiện tại, chu kỳ ENSO (El Nino – trung tính – La Nina) đang ở trong giai đoạn trung tính và El Nino có thể sẽ diễn ra vào cuối năm 2017. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng tình hình thủy văn 2017 sẽ tốt hơn so với 2016 nhưng không tích cực vượt bậc như kỳ vọng trước đây.

### ĐÁNH GIÁ SƠ BỘ

#### Triển vọng 2017

Trong năm 2017, chúng tôi cho rằng tình hình KD của SHP sẽ tích cực hơn đáng kể so với 2016. Nguyên nhân chính là do 2016 là năm SHP có KQKD kém nhất trong 3 năm gần đây do ảnh hưởng từ El Nino. Ngoài ra, điều kiện thủy văn 2017 nhìn chung là tích cực cho SHP.

SHP có chi phí cố định lớn nên khi DT của công ty tăng thì LN của công ty còn tăng nhanh hơn. Ngoài ra, chi phí lãi vay của công ty giảm khoảng 15 tỷ đồng mỗi năm nên LNST 2017 của SHP sẽ rất tích cực.

**Chúng tôi dự phóng DT 2017 của SHP là 559 tỷ đồng (+8,8% yoy), LNST 2017 đạt 145 tỷ đồng (+41,9% yoy), tương đương EPS forward 2017 là 1.547 đồng/cp. EBITDA 2017 dự kiến đạt 429 tỷ đồng (+7,27% yoy). Cụ thể:**

- (1) DT 2017 của Đa Siat có thể đạt 73 tỷ đồng (+7,32% yoy) do tình hình thủy văn hiện tại cho phép Đa Siat tận dụng hoàn toàn việc phát điện vào giờ cao điểm mùa khô (giá bán giờ cao điểm mùa khô là khoảng 2.850 đồng/kWh trong khi các giờ khác là 600 đồng/kWh). Trong năm 2016, Đa Siat bỏ lỡ khoảng 5 tỷ đồng DT do không đủ nước phát vào giờ cao điểm các tháng 2, 3, 4.
- (2) DT 2017 của Đa Dâng 2 có thể đạt 136 tỷ đồng (+16,83% yoy) do chúng tôi dự kiến SL điện của Đa Dâng 2 sẽ trở về mức trung bình các năm của nhà máy là 178 triệu kWh, cao hơn 15,5% so với SL thấp kỷ lục năm 2016 là 154 triệu kWh.
- (3) DT 2017 của Đa M'ri có thể đạt 350 tỷ đồng (+6,33% yoy) do chúng tôi kỳ vọng SL điện của nhà máy có thể tăng 5 – 10% so với SL điện 2016 và giá điện trung bình của nhà máy có chiều hướng tích cực do giá trần trên thị trường cạnh tranh 2017 tăng lên 1.286 đồng/kWh (+9,8% yoy).
- (4) Chi phí hoạt động của SHP tương đối cố định và sẽ không tăng đáng kể trong năm 2017. Ngoài ra, chi phí lãi vay của SHP sẽ giảm khoảng 15 tỷ đồng so với 2016.

### **Khuyến nghị**

Chúng tôi giữ quan điểm trước đây: nhờ có hợp đồng bán điện với EVN, SHP là một cổ phiếu ổn định, ít rủi ro. Tuy nhiên, do giá bán điện hợp đồng của SHP tương đối thấp và bị giữ cố định trong nhiều năm tới, SHP ít có triển vọng tăng trưởng.

Mặc dù vậy, về ngắn hạn, 2017 sẽ là một năm khá quan với SHP do điều kiện thủy văn tương đối tích cực, đặc biệt khi so với 2016.

**Dùng phương pháp định giá P/E**, chúng tôi cho rằng SHP có thể giữ mức P/E khoảng 12 lần trong năm 2017, là mức trung bình hiện tại của các công ty thủy điện có tỷ lệ nợ/TTS tương đương (SBA, CHP, VSH, S4A, HJS). Với EPS forward 2017 là 1.547 đồng/cp, giá SHP ở mức 18.564 đồng/cp.

**Dùng phương pháp định giá EV/EBITDA**, chúng tôi cho rằng EV/EBITDA 2017 của công ty ở mức 8 lần, là mức trung bình của các công ty thủy điện trong ngành. Với EBITDA dự phóng 429 tỷ đồng, giá SHP ở mức 22.627 đồng/cp.

Áp dụng tỷ lệ 50% cho mỗi phương pháp định giá, chúng tôi đưa ra giá hợp lý cho cổ phiếu SHP là 20.500 đồng/cp. Cổ tức 2016 của SHP là 16%, tương đương mức yield khoảng 8%, là một mức yield tương đối hấp dẫn cho nhà đầu tư dài hạn. Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** cổ phiếu SHP.

### PHỤ LỤC

**Bảng so sánh định giá tương đối các công ty ngành thủy điện**

Mã cổ phiếu	TTS (tỷ đồng)	Nợ/TTS	Hệ số biên EBITDA ttm	Hệ số biên LNST ttm	ROE ttm	EV/ Sales trailing	EV/ EBITDA trailing	EV/ EBITDA forward	P/E trailing	P/B
SHP	2.646	51,40%	77,37%	19,12%	8,12%	6,21x	8,03x	14,72x	19,11x	1,59x
SBA	1.429	49,43%	81,08%	29,05%	8,82%	7,05x	8,70x	11,11x	12,49x	1,06x
CHP	3.084	41,55%	78,91%	39,68%	15,64%	6,08x	7,70x	10,99x	11,10x	1,71x
VSH	6.152	49,34%	72,51%	57,61%	9,18%	13,94x	19,23x	25,50x	12,46x	1,13x
SJD	1.411	18,95%	62,65%	38,65%	13,51%	3,72x	5,94x	8,32x	8,12x	1,09x
S4A	1.280	59,69%	81,16%	30,84%	14,46%	6,52x	8,03x	10,96x	11,24x	1,55x
HJS	487	41,68%	53,23%	16,48%	9,56%	3,38x	6,36x	11,31x	12,89x	1,24x
TBC	880	0,00%	62,06%	45,70%	13,11%	6,06x	9,77x	12,97x	13,49x	1,77x
TMP	1.348	14,74%	67,58%	31,46%	13,39%	4,71x	6,98x	13,20x	14,13x	1,97x
DRL	118	0,00%	65,62%	47,90%	23,18%	5,39x	8,22x	11,39x	13,14x	3,12x

Mã cổ phiếu	P/E				EV/EBITDA			
	12/2014	12/2015	12/2016	2/2017	12/2014	12/2015	12/2016	2/2017
SHP	8,9x	10,8x	18,6x	19,1x	6,7x	6,6x	7,9x	8,0x
SBA	10,1x	11,3x	10,7x	12,5x	8,5x	8,3x	8,6x	8,7x
CHP	8,6x	7,9x	10,0x	11,1x	6,4x	6,3x	7,2x	7,7x
VSH	7,7x	13,2x	12,2x	12,5x	6,5x	11,6x	19,0x	19,2x
SJD	7,0x	6,7x	8,0x	8,1x	5,1x	5,4x	5,8x	5,9x
S4A	-	-	9,7x	11,2x	-	-	7,5x	8,0x
HJS	8,9x	9,8x	12,5x	12,9x	4,7x	5,7x	6,2x	6,4x
TBC	12,2x	-	14,3x	13,5x	6,5x	-	10,4x	9,8x
TMP	8,4x	9,8x	12,9x	14,1x	4,6x	5,7x	6,4x	7,0x
DRL	9,8x	10,1x	13,5x	13,1x	6,2x	6,4x	8,3x	8,2x
<b>T. bình</b>	<b>9.1x</b>	<b>10.0x</b>	<b>12.2x</b>	<b>12.8x</b>	<b>6.1x</b>	<b>7.0x</b>	<b>8.7x</b>	<b>8.9x</b>
<b>T. vị</b>	<b>8.9x</b>	<b>10.0x</b>	<b>12.4x</b>	<b>12.7x</b>	<b>6.4x</b>	<b>6.4x</b>	<b>7.7x</b>	<b>8.0x</b>

(Nguồn: Bloomberg, VCBS – cập nhật ngày 16/02/2017)

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

**Lý Hoàng Anh Thi**

Phụ trách phòng Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

**Đàm Sỹ Đức**

Chuyên viên Phân tích

dsduc@vcbs.com.vn