

Ngành: Điện
06/11/2013
CÔNG TY CỔ PHẦN THỦY ĐIỆN CÂN ĐƠN (HSX: SJD)

Họ tên Cao Thị Tinh
 Chuyên viên phân tích
 Email: Tinhct@fpts.com.vn
 Điện thoại : (84) – 4 3773 7070 – Ext : 4385

Giá hiện tại : 19.000 VND
Giá mục tiêu : 23.781 VND
Tăng/giảm: - 4.781 VND
Tỷ suất cổ tức: 10,5%

MUA
Diễn biến giá cổ phiếu SJD

Tóm tắt nội dung

- Lợi nhuận Q3'13 tăng trưởng 20% nhờ chi phí tài chính giảm mặc dù doanh thu tương đương với cùng kỳ năm trước.
- Giá bán điện: 0,045 USD/kwh cố định trong 20 năm kể từ năm 2009.
- Triển vọng năm 2013: Sản lượng cả năm dự kiến vượt kế hoạch nhưng vẫn giảm khoảng 10% so với thực hiện năm trước đó; Do đó, doanh thu và lợi nhuận sau thuế sẽ giảm nhẹ tương ứng.
- Sáp nhập doanh nghiệp SJD và RHC bằng hoán đổi cổ phiếu tỷ lệ 1:1 vào đầu năm 2014: Thực hiện theo cơ chế tái cấu trúc doanh nghiệp Nhà nước, nhưng không có nhiều thay đổi trong cơ chế hoạt động và quản lý của hai doanh nghiệp này, đặc biệt là đối với doanh nghiệp ngành thủy điện có chi phí hoạt động chủ yếu là chi phí quản lý doanh nghiệp. Vì vậy, giá trị gia tăng từ việc sáp nhập là không đáng kể.

Thông tin giao dịch 06/11/2013

| | |
|--------------------------------|------------|
| Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP) | 22.600 |
| Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP) | 13.800 |
| Số lượng CP niêm yết (CP) | 35.879.150 |
| Số lượng CP lưu hành (CP) | 35.879.150 |
| KLGD ngày BQ 3 tháng (CP/ngày) | 18.916 |
| % sở hữu nước ngoài | 30,88% |
| Vốn điều lệ (tỷ đồng) | 358 |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đồng) | 674 |

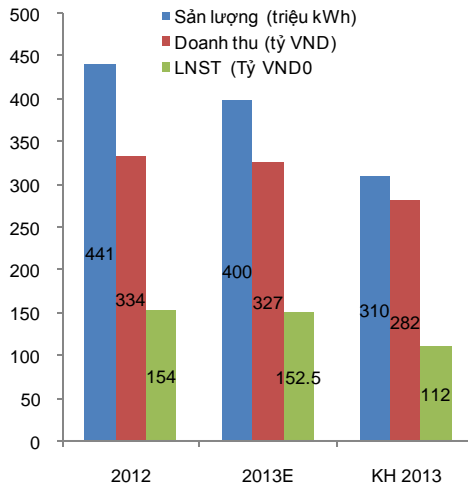
| Chỉ tiêu | 2011 | 2012 | KH2013 |
|-------------------------------------|-------|-------|--------|
| Sản lượng điện thương phẩm(tr kWh) | 322 | 441 | 310 |
| Doanh thu thuần(tỷ) | 287 | 344 | 282 |
| Lợi nhuận gộp | 195 | 201 | |
| LNTT | 100 | 163 | 124 |
| LNST | 89 | 154 | 112 |
| Tỷ lệ lãi gộp(%) | 68,04 | 58,53 | |
| Tỷ lệ lãi sau thuế(%) | 34,84 | 47,33 | |
| EPS (đồng/cp) | 2.508 | 4.317 | |
| ROE(%) | 17,42 | 25,61 | |
| Cổ tức | 15% | 20% | 18% |

Khuyến nghị:

EPS ước tính năm 2013 của SJD theo chúng tôi ước tính khoảng 4000 VND/cổ phiếu. Do việc sáp nhập sẽ được thực hiện vào đầu năm 2014 nên để đánh giá tác động từ việc sáp nhập của hai doanh nghiệp này, chúng tôi ước tính EPS 2013 của SJD sau khi đã sáp nhập dao động xung quanh mức 3.811 VND/cổ phiếu. Với tỷ lệ P/E bình quân của ngành tại ngày 06/11/2013 ước đạt 9,4 lần, so với mức P/E hiện tại của SJD là 4 (thấp nhất ngành) và mức cổ tức tương đối cao và ổn định, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với mã cổ phiếu này cho các nhà đầu tư dài hạn do tính thanh khoản của mã cổ phiếu này tương đối thấp.

Danh sách cổ đông Tỷ lệ

| | |
|--------------------------------|--------|
| Tổng công ty Sông Đà | 51% |
| Vietnam Infrastructure Holding | 14,48% |
| Mutual Fund Elite | 8% |
| Vietnam Investment Fund I | 6,19% |

Doanh thu và lợi nhuận SJD so với kế hoạch 2013

Cập nhật kết quả kinh doanh mới nhất
Sản lượng Q3'13 vượt kế hoạch, lợi nhuận sau thuế tăng so với cùng kỳ năm trước:

Nhà máy Thủy Điện Cần Đơn thuộc khu vực Đông Nam Bộ, khí hậu tại khu vực này được phân ra làm hai mùa rõ rệt: Mùa mưa (từ tháng 5 đến tháng 10) và mùa khô (tháng 11 đến tháng 4 năm sau). Do vậy, sản lượng Quý 3 thường đạt sản lượng cao nhất trong năm. Năm 2013, do ảnh hưởng của mưa bão, sản lượng SJD trong quý đạt 144 triệu kWh, vượt 15% so với kế hoạch. Lũy kế, 9 tháng đầu năm, sản lượng đạt 275 triệu kWh, vượt 15% kế hoạch đề ra tới tháng 9. Doanh thu Q3'13 đạt 138 tỷ, tương đương với cùng kỳ năm trước, tuy nhiên LNST Q3'13 đạt 73 tỷ tăng 20% do chi phí lãi vay được cắt giảm (chi phí lãi vay trong Q3'13 chỉ đạt 6,5 tỷ so với hơn 20 tỷ đồng cùng kỳ năm trước). LNST 9 tháng đầu năm đạt 136 tỷ, tăng 21% so với cùng kỳ nhờ chi phí tài chính 9 tháng đầu năm giảm từ 51 tỷ xuống còn 21 tỷ trong năm 2013. Nguyên nhân là do khoản vay dài hạn 59,5 tỷ đồng từ tổng công ty Sông Đà, theo lãi suất thả nổi đã đáo hạn vào tháng 6/2013, giúp giảm tương ứng đối chi phí lãi vay của doanh nghiệp.

Triển vọng cả năm 2013: Tháng 11 bước vào đầu mùa khô nên sản lượng của 2 tháng cuối năm sẽ giảm so với các tháng trước đó, bình quân ở mức 30-35 triệu kWh/tháng. Tổng sản lượng cả năm ước đạt 400 triệu kWh, giảm 10% so với năm trước. Tuy nhiên, do giá bán điện với EVN sẽ giảm một nửa còn 0,0225 USD/kWh, cho sản lượng từ 292 triệu kWh, nên doanh thu và LNST của Quý 4'13 kỳ vọng sẽ giảm mạnh so với các quý trước, ước đạt 67,5 tỷ đồng. Chi phí lãi vay quý 4 vẫn duy trì giảm tương đương khoảng 6,5 tỷ đồng, tuy nhiên do định hướng của chính phủ sẽ phá giá VND trong cuối năm khoảng 2%, nên lỗ từ chênh lệch tỷ giá từ khoản vay này khoảng 2 tỷ đồng. LNST Q4'13 ước đạt 11-15 tỷ đồng, theo tính toán thận trọng của chúng tôi.

Cơ cấu chi phí : Do đặc thù của ngành thủy điện là không có nguyên liệu đầu vào trong quy trình sản xuất, vì vậy chi phí sản xuất trực tiếp đến từ khấu hao tài sản cố định (được khấu hao thẳng trong 25 năm, và được phân bổ theo tỷ lệ sản lượng trong từng quý của năm). Chi phí vận hành chủ yếu đến từ chi phí lãi vay và chi phí quản lý doanh nghiệp (tỷ lệ bình quân 6% doanh thu thuần).

Lũy kế cả năm, doanh thu đạt 327 tỷ đồng, giảm 5% so với năm trước. LNST đạt khoảng 147-150 tỷ đồng, giảm khoảng 8% so với năm 2012. EPS năm 2013 ước đạt 4.000 VND/cổ phiếu.

| Chỉ tiêu | Q3'13 | Q3'12 | % TT | 2013 | 2012 | %TT | Kế hoạch 2013 | % Dự kiến |
|----------------|-------|-------|------|---------|------|---------|---------------|-----------|
| | | | | Dự kiến | | 2013-KH | | |
| Doanh thu (tỷ) | 138 | 136 | 1% | 327 | 344 | -5% | 282 | 116% |
| LNST (tỷ) | 77 | 64 | 20% | 150 | 163 | -8% | 131 | 115% |
| LNST (tỷ) | 73 | 61 | 20% | 142.5 | 154 | -7% | 124 | 115% |

Trường hợp thực hiện hoán đổi cổ phiếu 1:1 giữa SJD và RHC, số lượng cổ phiếu SJD tăng thêm 5.120.000 cổ phiếu, tổng số cổ phiếu lưu hành là 40.999.150 cổ phiếu. EPS của SJD ước tính sau khi sáp nhập trong năm 2013 sẽ được tính dựa trên LNST của cả hai doanh nghiệp ước tính trong năm 2013 trên tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành của cả hai doanh nghiệp.

Với kế hoạch LNST của RHC đạt 13.750 tỷ đồng, tổng LNST của hai doanh nghiệp năm 2013 ước đạt 156,25 tỷ đồng, EPS bình quân đạt 3.811 VND/cổ phiếu.

Đánh giá hiệu quả từ việc sáp nhập SJD và RHC

Hợp đồng mua bán điện của hai doanh nghiệp SJD và RHC với EVN: Việc sáp nhập của SJD và RHC tới đây không ảnh hưởng tới giá bán điện riêng của từng nhà máy. Cụ thể, SJD có ký kết hợp đồng mua bán của EVN theo mức giá cố định trong 20 năm kể từ năm 2009, trong đó giá bán cho 292 triệu kWh điện với giá 0,045 USD/kWh và 0,0225 USD/kWh cho mức sản lượng tiếp theo. Đối với RHC giá bán cũng được cố định với EVN trong 20 năm kể từ 2003, với mức giá bán 0,041USD/kWh. Vì vậy, biên lợi nhuận của hai nhà máy sẽ không thay đổi kể từ khi sáp nhập.

Giá trị nội hóa chi phí hoạt động doanh nghiệp: Sau khi sáp nhập, việc vận hành và quản lý của hai nhà máy thủy điện sẽ không thay đổi nhiều do địa điểm của hai nhà máy cách xa nhau nên số lượng các nhân công tại các nhà vẫn giữ nguyên để đảm bảo vận hành tốt. Do vậy, khả năng nội hóa chi phí của hai doanh nghiệp không nhiều, chi phí quản lý cũng không có thay đổi đáng kể. Trên thực tế, chi phí quản lý của doanh nghiệp sẽ giảm bớt một phần khi sáp nhập hội đồng quản trị của hai doanh nghiệp làm một (ước giảm khoảng 1 tỷ đồng/năm).

Khấu hao: Chi phí khấu hao ổn định do thực hiện khấu hao theo đường thẳng, cả hai nhà máy thủy điện của RHC và SJD đều khấu hao trong thời gian dài và còn giá trị sử dụng cao. Nhà máy thủy điện Cần Đơn được khấu hao thẳng trong 25 năm kể từ năm 2003 khi dự án 2 bắt đầu đi vào hoạt động. Chi phí khấu hao nhà máy hàng năm khoảng trên 60 -80 tỷ đồng/năm khấu hao các thiết bị máy móc nhà xưởng. Đối với nhà máy thủy điện Ry Ninh, nhà máy được đưa vào vận hành từ năm 2002, các tổ máy hiện đã khấu hao được 10 năm với một nửa giá trị tài sản đã được khấu hao, còn lại khoảng 10 năm khấu hao thẳng, với chi phí bình quân hàng năm khoảng 8 tỷ đồng.

Cơ cấu nguồn vốn: SJD có tỷ lệ nợ trên tổng tài sản khoảng 0,32 lần, trong đó chủ yếu là nợ dài hạn. SJD hiện tại có khoản vay chịu lãi dài hạn khoảng 200 tỷ đồng, trong đó 100 tỷ phát hành trái phiếu kì hạn 24 tháng, đáo hạn tháng 10/2014 từ ngân hàng Công thương Việt Nam và 104 tỷ vay ODA đáo hạn vào năm 2034, bằng USD theo lãi suất Libor cộng chênh lệch tại thời điểm do ADB thông báo. Với lượng tiền nhàn rỗi tương đối nhiều, khả năng thanh khoản của SJD tương đối cao.

Trong khi đó, RHC có tỷ lệ nợ nhiều hơn, với nợ trên tổng số tài sản khoảng 0,47 lần, trong đó phần lớn là vay ngắn hạn. Tính thanh khoản thấp hơn nhiều so với SJD (khả năng thanh toán ngắn hạn dao động ở mức 0,7-0,9 lần) và khoản vay dài hạn không đáng kể (4 tỷ đồng). Do khoản vay ngắn hạn của RHC thấp tương đối so với giá trị tài sản ngắn hạn của SJD, sau khi sáp nhập cơ cấu nguồn vốn của SJD sẽ không có nhiều thay đổi, vẫn duy trì tính thanh khoản cao.

Hiệu quả hoạt động: Do giá bán điện SJD cho EVN cao hơn so với RHC và công suất SJD cao hơn hẳn so với RHC vì vậy hiệu quả hoạt động của SJD luôn cao hơn RHC. Khi sáp nhập với RHC, các chỉ số SJD có bị ảnh hưởng, giảm nhẹ so với trước khi sáp nhập. Thêm vào đó, quy mô hoạt động của SJD lớn hơn nhiều so với quy mô của RHC, vì vậy công suất và quy mô hoạt động của SJD sẽ không có nhiều cải thiện đáng kể sau khi sáp nhập.

| Chỉ tiêu | SJD | RHC |
|------------------------------------|-------|-------|
| Công suất (MW) | 77,6 | 8,1 |
| Tổng tài sản (Tỷ VND) | 1.056 | 169 |
| Tỷ lệ Nợ/Tổng tài sản (Q3'13) (x) | 0,32 | 0,47 |
| Tỷ lệ thanh toán nhanh (Q3'13) (x) | 2,09 | 0,81 |
| BLNG 2012 (%) | 59 | 56 |
| ROA 2012 (%) | 15 | 10 |
| ROE 2012 (%) | 25 | 17 |
| EPS (4 quý gần nhất) (VND) | 4.826 | 2.118 |

Thời điểm thực hiện sáp nhập: Tập đoàn Sông Đà chủ trương sáp nhập 3 doanh nghiệp RHC, SJD và NLC trong kế hoạch tái cấu trúc hoạt động các doanh nghiệp Nhà nước. Thời điểm phát hành cổ phiếu hoán đổi SJD vẫn chưa được xác định cụ thể, tuy nhiên theo lộ trình sáp nhập, khoảng tháng 12/2013 cổ phiếu RHC sẽ được hủy niêm yết và thực hiện hợp nhất giữa hai doanh nghiệp này từ năm 2014. Đối với NLC, thời điểm và cơ chế sáp nhập vào SJD vẫn chưa được xác định do chưa nhận được sự đồng thuận của các cổ đông thiểu số của NLC.

Quan điểm đầu tư: P/E và P/B của SJD tại ngày 6/11 lần lượt đạt 4,1 và 0,95 lần là một trong những 4 doanh nghiệp thấp nhất ngành, so với mức bình quân ngành thủy điện là 9,375 và 1,19 lần. Do đó, mức giá hiện tại của SJD tương đối hấp dẫn đối với nhà đầu tư so với các doanh nghiệp khác trong ngành. Mức giá kỳ vọng chúng tôi đưa ra là 23.781 đồng/Cổ phiếu do phần lớn tài sản của doanh nghiệp là tài sản cố định, có giá trị lớn. Thêm vào đó, hoạt động sản xuất của doanh nghiệp tương đối ổn định và có tỷ lệ cổ tức cao cũng là điểm nhấn thu hút đầu tư vào mã cổ phiếu này. Tuy nhiên, điểm lưu ý khi đầu tư vào doanh nghiệp là tính thanh khoản thấp do phần lớn cổ phiếu được nắm giữ bởi các tổ chức lớn (51% do Tổng công ty Sông Đà nắm giữ, 29% do các tổ chức lớn khác nắm giữ), chỉ khoảng 20% tương đương 7 triệu cổ phiếu giao dịch thực tế trên thị trường. Vì vậy, đầu tư cổ phiếu này phù hợp với mục đích đầu tư dài hạn.

Đánh giá mức giá cổ phiếu theo các phương pháp P/E và P/B tại ngày 6/11/2013 như sau:

| Chỉ tiêu | Giá trị |
|--------------------------------|---------|
| P/E ngành (x) | 9,375 |
| P/B ngành (x) | 1,19 |
| EPS 2013 (kỳ vọng) (VND) | 3.811 |
| Giá trị sổ sách cổ phiếu (VND) | 19.910 |
| Giá theo P/E (VND) | 35.728 |
| Giá theo P/B (VND) | 23.781 |

THÔNG TIN CHUNG

| | |
|--------------|---|
| Mã CK | SJD |
| Tên công ty | Công ty CP thủy điện Cần Đơn |
| Trụ sở chính | Thị trấn Thanh Bình, Bù Đốp, Bình Phước. |
| Điện thoại | (84.0561) 3 563.359 |
| Fax | (84.0561) 3 563.133 |
| Email | info@candon.com.vn |
| Website | http://candon.com.vn |

LĨNH VỰC KINH DOANH CHÍNH

- Sản xuất, kinh doanh điện năng;
- Đầu tư, kinh doanh các công trình thủy điện vừa và nhỏ;
- Xây lắp các công trình dân dụng, công nghiệp, giao thông, thủy lợi, các công trình cấp thoát nước, kỹ thuật hạ tầng đô thị và khu công nghiệp;
- Kinh doanh vật tư, máy móc thiết bị.

CHIẾN LƯỢC PHÁT TRIỂN

- Nghiên cứu mở rộng quy mô, ngành nghề sản xuất kinh doanh, đặc biệt là những ngành có thế mạnh.
- Phát huy mọi nguồn lực sẵn có để duy trì sự ổn định và nâng cao năng lực sản xuất.
- Duy trì và tiếp tục phát triển công ty thành đơn vị mạnh có khả năng quản lý và đầu tư các dự án lớn trong lĩnh vực thủy điện quy mô vừa và nhỏ có công nghệ hiện đại.

BÁO CÁO KQKD

| Chỉ tiêu (tr. đồng) | 2011 | 2012 | Q3'13 |
|---------------------|---------|---------|---------|
| Doanh thu thuần | 287.071 | 344.825 | 133.613 |
| Lợi nhuận gộp | 195.310 | 201.822 | 91.278 |
| Thu nhập tài chính | 533 | 6.297 | 26 |
| Chi phí tài chính | 78.321 | 24.876 | 20.503 |
| LNTT | 100.022 | 163.197 | 64.621 |
| LNST | 89.989 | 154.893 | 61.385 |

BẢNG CÂN ĐỐI TS – NV

| Chỉ tiêu (tr. đồng) | 2011 | 2012 | Q3'13 |
|-----------------------|------------------|------------------|------------------|
| Tiền mặt | 1.030 | 2.983 | 8.809 |
| ĐTTT ngắn hạn | | 51.300 | 51.300 |
| Phải thu ngắn hạn | 84.890 | 131.416 | 223.272 |
| Hàng tồn kho | 13.905 | 11.533 | 12.881 |
| TS ngắn hạn khác | 28 | 6 | 226 |
| Phải thu dài hạn | | | |
| TSCĐ&XDCh | 881.606 | 797.964 | 745.749 |
| Đầu tư dài hạn | | | |
| TS dài hạn khác | 24.917 | 19.275 | 13.634 |
| TỔNG TÀI SẢN | 1.006.378 | 1.014.481 | 1.055.874 |
| Nợ ngắn hạn | 270.327 | 153.284 | 135.400 |
| Nợ dài hạn | 183.446 | 204.285 | 206.125 |
| Vốn chủ sở hữu | 552.605 | 656.911 | 714.315 |
| Lợi ích CĐTS | | | |
| TỔNG NGUỒN VỐN | 1.006.378 | 1.014.481 | 1.055.874 |

CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

| Chỉ tiêu | 2011 | 2012 | Q3'13 |
|----------------------|-------|-------|-------|
| Tỷ suất LN gộp(%) | 68,04 | 58,53 | 66,54 |
| Tỷ suất LNST | 34,84 | 47,33 | 56,22 |
| ROE% | 17,42 | 25,61 | 11 |
| ROA% | 8,69 | 15,33 | 7,34 |
| Vòng quay tồn kho | 7,28 | 11,24 | 0,83 |
| Vòng quay phải thu | 4,26 | 3,19 | 0,20 |
| Nợ phải trả/VCSH | 0,33 | 0,31 | 0,29 |
| Khả năng TT nhanh | 0,32 | 1,21 | 2,09 |
| Khả năng TT tiền mặt | 0,00 | 0,02 | 0,07 |

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, chuyên viên phân tích và FPTS không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.4) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh

29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 1,
Tp.Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 6 290 8686
Fax: (84.8) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

124 Nguyễn Thị Minh Khai, Quận Hải
Châu, Tp.Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553 666
Fax: (84.511) 3553 888