

CTCP Thủy điện Cần Đơn

Mã giao dịch: SJD

Reuters: SJD.HM

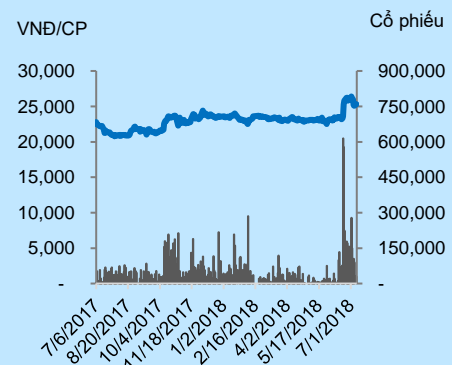
Bloomberg: SJD VN

Cổ tức bằng tiền đều đặn với tỷ lệ cổ tức cao

THÔNG TIN CỔ PHẦN

| | |
|------------------------|---------------|
| Sàn giao dịch | HSX |
| Khoảng giá 52 tuần | 20.780-26.400 |
| Vốn hóa | 1.746 Tỷ VND |
| SL cổ phiếu lưu hành | 68.998.620 |
| KLGD bình quân 10 ngày | 119.403 |
| % sở hữu nước ngoài | 32,1% |
| Room nước ngoài | 49% |
| Giá trị cổ tức/cổ phần | 4.500 |
| Tỷ lệ cổ tức/thị giá | 18% |
| Beta | 0,2 |

BIẾN ĐỘNG GIÁ



| | YTD | 1T | 3T | 6T |
|----------|-------|--------|--------|--------|
| SJD | 7,2% | 8,1% | 9,1% | 7,7% |
| VN-Index | -8,1% | -10,3% | -22,0% | -11,5% |

Sở hữu những nhà máy thủy điện có suất đầu tư thấp.

Công ty Cổ phần Thủy điện Cần Đơn (SJD) đang sở hữu 4 nhà máy thủy điện là: Cần Đơn, Ry Ninh 2, Nà Lơi và Hà Tây. Các nhà máy này có suất đầu tư trên 1 MW lần lượt là 14, 17, 19 và 36 tỷ đồng.

Công ty thường xuyên trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ cao.

SJD trả cổ tức bằng tiền mặt đều đặn với tỷ lệ trả cổ tức khá cao, đặc biệt là tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt năm 2017 lên tới 45%. BVSC đánh giá SJD có thể tiếp tục duy trì kết quả kinh doanh tích cực, từ đó có thể duy trì tỷ lệ cổ tức khoảng 25% trong những năm tới.

Nhà máy Thủy điện Cần Đơn sẽ được bàn giao cho nhà nước từ 2029.

Nhà máy Thủy điện Cần Đơn được xây dựng theo hình thức BOT và có thời hạn 25 năm kể từ ngày đi vào hoạt động. Như vậy, SJD sẽ bàn giao nhà máy Cần Đơn cho nhà nước kể từ năm 2029. Nếu SJD không thể mua lại nhà máy thì thời điểm 2029, công ty chỉ còn lại ba nhà máy với công suất lắp đặt là 26,4 MW.

Sản lượng điện thương phẩm có thể sụt giảm.

Năm 2017, hiện tượng La Nina gây mưa trên diện rộng đã giúp cho các công ty thủy điện tăng mạnh sản lượng. Sản lượng điện thương phẩm của SJD năm 2017 đạt 414 triệu kWh (+ 72,42% yoy) và gần cao bằng mức sản lượng lịch sử là 442 triệu kWh (năm 2012). Tuy nhiên, hiện tượng La Nina đã kết thúc vào đầu năm 2018 và chuyển sang pha trung tính. Bên cạnh đó, theo dự báo của Viện nghiên cứu thời tiết của Đại học Columbia thì hiện tượng gây nắng nóng El Nino có thể xuất hiện trở lại vào đầu năm 2019 với xác suất lên tới 80%. Do đó, nhiều khả năng sản lượng điện của SJD sẽ giảm trong năm 2018 và 2019.

Quan điểm đầu tư.

SJD sở hữu những nhà máy thủy điện có máy móc thiết bị tốt, suất đầu tư thấp và công ty cũng trả cổ tức tiền mặt đều đặn với tỷ lệ cổ tức cao. Với mức giá đóng cửa ngày 09/7/2018 là 25.300 VND/CP, hệ số P/E trượt của SJD là 9,7 lần cao hơn so với mức P/E trung bình của các công ty thủy điện là 8,4 lần. Chúng tôi cũng lưu ý thêm về việc sản lượng điện thương phẩm có thể sụt giảm trong năm 2018 và 2019 do hiện tượng La Nina đã kết thúc và hiện tượng El Nino có thể sẽ quay trở lại vào đầu năm tới. Bên cạnh đó, nhà đầu tư dài hạn cần lưu ý về việc Nhà máy thủy điện Cần Đơn sẽ được bàn giao cho nhà nước kể từ 2029.

Chuyên viên phân tích

Lê Thanh Hòa

(84 8) 3914.6888 ext 257

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Sở hữu những nhà máy thủy điện có suất đầu tư thấp.

Công ty Cổ phần Thủy điện Cần Đơn (SJD) đang sở hữu 4 nhà máy thủy điện là: Cần Đơn, Ry Ninh 2, Nà Lơi và Hà Tây. Ba nhà máy thủy điện đầu tiên thuộc công ty và thủy điện Hà Tây được sở hữu thông qua công ty con là CTCP Thủy điện Sông Đà Tây Nguyên (tỷ lệ sở hữu của SJD là 81,25%).

| Nhà máy | Công suất (MW) | Sản lượng thiết kế (triệu kWh) | Tổng mức đầu tư (tỷ VND) | Suất đầu tư (tỷ VND/MW) | Năm phát điện | Địa bàn |
|------------|----------------|--------------------------------|--------------------------|-------------------------|---------------|------------|
| Cần Đơn | 77,6 | 292 | 1.117 | 14,39 | 2003 | Bình Phước |
| Ry Ninh II | 8,1 | 55 | 139 | 17,16 | 2002 | Gia Lai |
| Nà Lơi | 9,3 | 46 | 179 | 19,25 | 2003 | Điện Biên |
| Hà Tây | 9,0 | 38 | 325 | 36,11 | 2015 | Gia Lai |

Nguồn: SJD

Các nhà máy thủy điện của SJD sử dụng máy móc thiết bị của các nước tiên tiến giúp cho nhà máy vận hành có độ ổn định cao, từ đó tiết kiệm chi phí vận hành bảo dưỡng.

- Nhà máy thủy điện Cần Đơn sử dụng máy phát và turbin của Nga, thiết bị điều khiển của Metso (Hoa Kỳ).
- Nhà máy thủy điện Ry Ninh II: Tuabin do chi nhánh Va Tech tại Ấn Độ của tập đoàn Va Tech Hydro Group (Áo) sản xuất, máy phát điện do tập đoàn Leroy-Sumer (Pháp) sản xuất.
- Nhà máy thủy điện Nà Lơi: máy phát điện do Tập đoàn Andritz (Ấn Độ) sản xuất.

Các nhà máy được ký hợp đồng mua bán điện dài hạn.

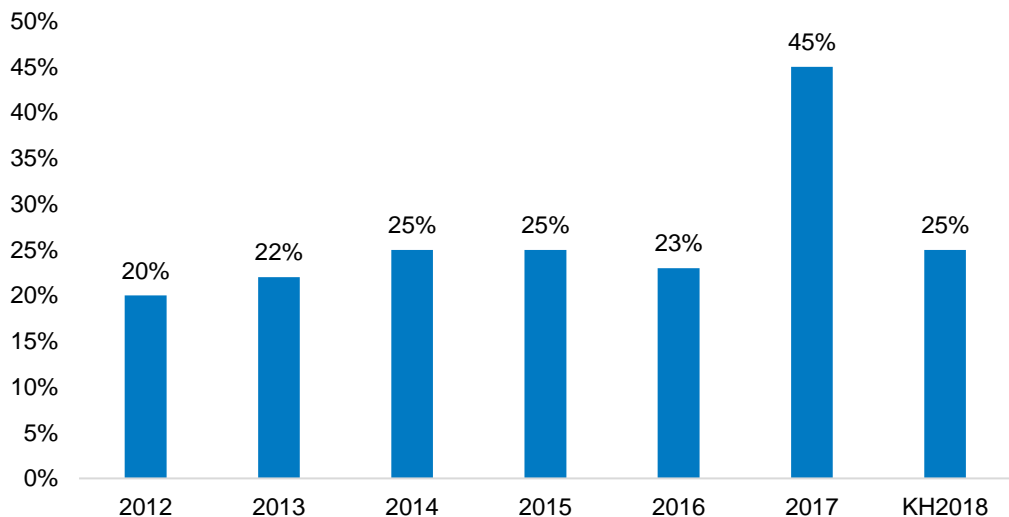
Các nhà máy của SJD đều được ký hợp đồng dài hạn cụ thể như sau:

- Nhà máy Cần Đơn: Hợp đồng 25 năm (cũng là thời hạn hợp đồng BOT), giá bán là 0,045 USD/kWh đối với sản lượng từ 0-292 triệu kWh, đối với sản lượng trên 292 triệu kWh mức giá là 0,0225 USD/kWh (EVN sẽ thanh toán bằng đồng VND dựa trên tỷ giá quy đổi của Ngân hàng nhà nước tại thời điểm thanh toán).
- Nhà máy Ry Ninh II: Hợp đồng có thời hạn 20 năm với mức giá cố định 0,041 USD/kWh (EVN sẽ thanh toán bằng đồng VND dựa trên tỷ giá quy đổi của Ngân hàng nhà nước tại thời điểm thanh toán), kể từ năm thứ 21 hai bên sẽ xem xét ký lại hợp đồng dựa trên những quy định hiện hành tại thời điểm đó.
- Nhà máy Nà Lơi: Hợp đồng có thời hạn 25 năm với mức giá cố định 0,042 USD/kWh (EVN sẽ thanh toán bằng đồng VND dựa trên tỷ giá quy đổi của Ngân hàng nhà nước tại thời điểm thanh toán).

Công ty thường xuyên trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ cao.

SJD là doanh nghiệp thủy điện với chi phí sản xuất thấp và được bao tiêu sản phẩm với mức giá cố định khá cao giúp cho công ty tạo ra lợi nhuận khá cao trong khi nhu cầu dòng tiền đầu tư là chưa đáng kể. Vì vậy, công ty đã thường xuyên trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ cổ tức cao, đặc biệt là tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt năm 2017 lên tới 45% (với mức giá đóng cửa ngày 09/07/2017 là 25,300 VND/CP thì tỷ lệ cổ tức này tương đương với tỷ suất cổ tức là 17,79%, là mức cao gấp đôi lãi suất gửi ngân hàng). BVSC đánh giá SJD có thể tiếp tục duy trì kết quả kinh doanh tích cực, từ đó có thể trả cổ tức với tỷ lệ khoảng 25% trong những năm tới.

Tỷ lệ cổ tức



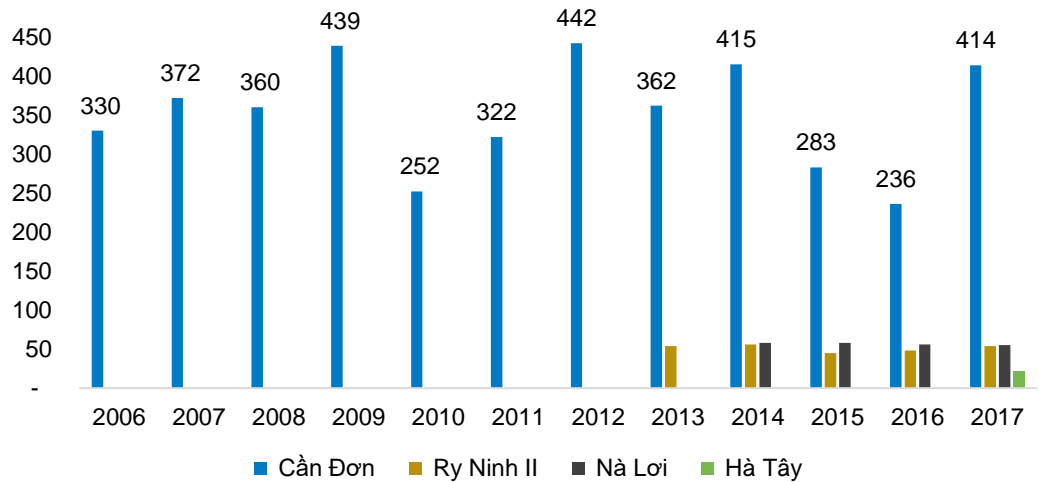
Nguồn: SJD

Nhà máy Thủy điện Cần Đơn sẽ được bàn giao cho nhà nước từ 2029.

Nhà máy Thủy điện Cần Đơn được xây dựng theo hình thức BOT và có thời hạn 25 năm kể từ ngày đi vào hoạt động. Như vậy, SJD sẽ bàn giao nhà máy Cần Đơn cho nhà nước kể từ năm 2029. Hiện tại, chúng tôi chưa có thông tin về hình thức bàn giao và SJD có được ưu tiên mua lại nhà máy hay không. Nếu SJD không thể mua lại nhà máy thì từ thời điểm 2029, công ty chỉ còn lại ba nhà máy với công suất lắp đặt là 26,4 MW.

Sản lượng điện thương phẩm có thể sẽ sụt giảm.

Năm 2017, hiện tượng La Nina gây mưa trên diện rộng đã giúp cho các công ty thủy điện tăng mạnh sản lượng. Sản lượng điện thương phẩm của SJD năm 2017 đạt 414 triệu kWh (+72,42% yoy) và gần cao bằng mức sản lượng lịch sử là 442 triệu kWh (năm 2012). Tuy nhiên, hiện tượng La Nina đã kết thúc vào đầu năm 2018 và chuyển sang pha trung tính. Bên cạnh đó, theo dự báo của Viện nghiên cứu thời tiết của Đại học Columbia thì hiện tượng gây nắng nóng El Nino có thể xuất hiện trở lại vào đầu năm 2019 với xác suất lên tới 80%. Do đó, nhiều khả năng sản lượng điện của SJD sẽ giảm trong năm 2018 và 2019.

Sản lượng điện thương phẩm (triệu kWh)

Nguồn: SJD
Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm khả quan.

Sản lượng điện Quý 1/2018 của SJD đạt 73,24 triệu kWh (+17,77% yoy) nhờ hiện tượng La Nina vẫn tiếp tục kéo dài sang đầu năm 2018. Quý 2/2018 sản lượng điện giảm nhẹ do hiện tượng La Nina kết thúc và chuyển sang pha trung tính. Tính tổng 6 tháng đầu năm 2018, sản lượng điện thương phẩm SJD đạt 202,15 triệu kWh (-1,49% yoy), doanh thu đạt khoảng 207 tỷ đồng (-2,81% yoy) và LNTT đạt khoảng 100 tỷ đồng (+0,7% yoy).

| Sản lượng điện | Q1/2017 | Q2/2017 | 6T2017 | Q1/2018 | Q2/2018 | 6T2018 |
|------------------------|--------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| Cần Đơn (triệu kWh) | 43,07 | 121,52 | 164,59 | 54,89 | 102,52 | 157,41 |
| Ry Ninh II (triệu kWh) | 4,69 | 9,51 | 14,20 | 4,30 | 10,92 | 15,22 |
| Nà Lơi (triệu kWh) | 12,33 | 9,24 | 21,57 | 12,18 | 12,05 | 24,23 |
| Hà Tây (triệu kWh) | 2,10 | 2,74 | 4,84 | 1,87 | 3,42 | 5,29 |
| Tổng | 62,19 | 143,01 | 205,20 | 73,24 | 128,91 | 202,15 |

Nguồn: SJD
Quan điểm đầu tư.

SJD sở hữu những nhà máy thủy điện có máy móc thiết bị tốt, suất đầu tư thấp và công ty cũng trả cổ tức tiền mặt đều đặn với tỷ lệ cổ tức cao. Với mức giá đóng cửa ngày 09/7/2018 là 25.300 VND/CP, hệ số P/E trượt của SJD là 9,7 lần cao hơn so với mức P/E trung bình của các công ty thủy điện là 8,4 lần. Chúng tôi cũng lưu ý thêm về việc sản lượng điện thương phẩm có thể sụt giảm trong năm 2018 và 2019 do hiện tượng La Nina đã kết thúc và hiện tượng El Nino có thể sẽ quay trở lại vào đầu năm tới. Bên cạnh đó, nhà đầu tư dài hạn cần lưu ý về việc Nhà máy thủy điện Cần Đơn sẽ được bàn giao cho nhà nước kể từ 2029.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

| Kết quả kinh doanh | | | | |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Đơn vị (tỷ VND) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| Doanh thu | 391 | 382 | 374 | 495 |
| Giá vốn | 163 | 155 | 154 | 212 |
| Lợi nhuận gộp | 228 | 227 | 220 | 283 |
| Doanh thu tài chính | 9 | 7 | 5 | 8 |
| Chi phí tài chính | 15 | 15 | 17 | 17 |
| Lợi nhuận sau thuế | 183 | 179 | 145 | 193 |

| Bảng cân đối kế toán | | | | |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Đơn vị (tỷ VND) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| Tiền & khoản tương đương tiền | 43 | 47 | 50 | 43 |
| Các khoản phải thu ngắn hạn | 153 | 215 | 282 | 388 |
| Hàng tồn kho | 19 | 5 | 7 | 9 |
| Tài sản cố định hữu hình | 775 | 969 | 903 | 809 |
| Các khoản đầu tư tài chính dài hạn | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Tổng tài sản | 1.296 | 1.389 | 1.411 | 1.433 |
| Nợ ngắn hạn | 79 | 71 | 71 | 73 |
| Nợ dài hạn | 209 | 256 | 264 | 256 |
| Vốn chủ sở hữu | 995 | 1.062 | 1.076 | 1.104 |
| Tổng nguồn vốn | 1.296 | 1.389 | 1.411 | 1.433 |

| Chỉ số tài chính | | | | |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Chỉ tiêu | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| Chỉ tiêu tăng trưởng | | | | |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | 26,2% | -2,2% | -2,2% | 32,5% |
| Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%) | 23,5% | -2,1% | -18,9% | 32,7% |
| Chỉ tiêu sinh lời | | | | |
| Lợi nhuận gộp biên (%) | 58,3% | 59,5% | 58,8% | 57,2% |
| Lợi nhuận thuần biên (%) | 46,9% | 46,9% | 38,9% | 39,0% |
| ROA (%) | 15,0% | 13,4% | 10,4% | 13,6% |
| ROE (%) | 20,3% | 17,4% | 13,6% | 17,7% |
| Chỉ tiêu cơ cấu vốn | | | | |
| Tổng nợ/Tổng tài sản (%) | 0,22 | 0,24 | 0,24 | 0,23 |
| Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%) | 0,29 | 0,31 | 0,31 | 0,30 |
| Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần | | | | |
| EPS (đồng/cổ phần) | 3.983 | 3.899 | 3.160 | 2.796 |
| Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần) | 21.637 | 23.077 | 23.385 | 15.995 |

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Lê Thanh Hoà** 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

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentieldung@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyên

Cao su tự nhiên

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hoà

Vật liệu xây dựng

lethanhhua@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng, Dệt may

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dược, Vận tải

hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

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:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888