

CÔNG TY CỔ PHẦN THỦY ĐIỆN CẦN ĐƠN (CẦN ĐƠN HSC)

- **Ngành điện có mức độ cạnh tranh thấp, tương lai có thể có thay đổi về chính sách.** Ngành điện có mức độ cạnh tranh thấp do cung hiện đang thấp hơn cầu và đây là ngành vẫn còn chịu sự điều tiết trực tiếp của nhà nước. Hiện nay EVN đang xây dựng lộ trình phát triển thị trường điện cạnh tranh, có khả năng trong tương lai Việt Nam sẽ phát triển thị trường điện theo hướng này.
- **Hoạt động sản xuất điện ổn định.** Tuy sản lượng điện phụ thuộc nhiều vào điều kiện thời tiết, nhưng điện sản xuất ra luôn được tiêu thụ hết với mức giá xác định trước, nên nhiều khả năng lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của công ty sẽ không có nhiều đột biến trong những năm tới.
- **Giá bán điện cố định.** Cần Đơn HSC hoạt động chính là quản lý Nhà máy thủy điện Cần Đơn - đơn vị hoạt động theo hình thức BOT, với hợp đồng mua điện bán theo giá cố định trong 25 năm. Giá bán điện được quy định là 4,5 USD Cent/kWh cho mức sản lượng 292 triệu kWh, đối với sản lượng điện vượt trên mức 292 triệu kwh thì giá bán điện là 2,25 USD cent/kwh.
- **Vay nợ lớn và chi phí tài chính cao.** Các khoản vay chủ yếu là vay từ công ty mẹ (Tổng Công ty Sông Đà, hiện đang nắm giữ 51% cổ phần) nên sức ép không quá lớn như khoản vay từ các tổ chức tài chính khác. Mặc dù vậy nợ vay lớn đã tạo ra một khoản chi phí tài chính đáng kể hàng năm cho Công ty (chi phí lãi vay năm 2008 là 96 tỷ đồng).
- **Dự báo kết quả kinh doanh năm 2009.** Doanh thu và lợi nhuận năm 2009 được dự báo lần lượt là 243 tỷ và 62,6 tỷ. Kết quả kinh doanh của Công ty được dự báo dựa trên sản lượng bình quân trong những năm quá khứ, kết quả có thể thay đổi theo điều kiện thời tiết thực tế từng năm.

KHUYẾN NGHỊ: MUA

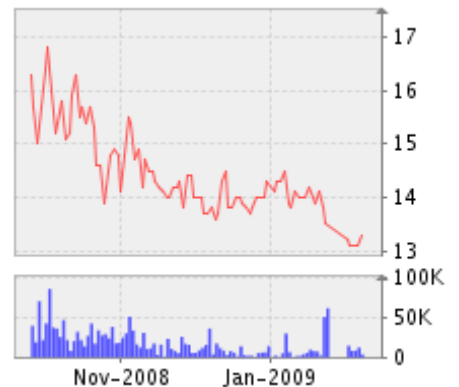
| | |
|-----------------------|--------|
| Giá tham khảo | 17.100 |
| Giá thị trường | 13.600 |
| Giá thấp nhất 52 tuần | 13.100 |
| Giá cao nhất 52 tuần | 32.600 |

THÔNG TIN CỔ PHẦN

| | |
|------------------------------|------------|
| Số lượng CP | 29.899.629 |
| Giá trị thị trường (tỷ đồng) | 407 |

THÔNG TIN SỞ HỮU

| | |
|-------------------|-----|
| Room nhà ĐTN | 49% |
| Sở hữu nước ngoài | 32% |
| Nhà nước | 51% |

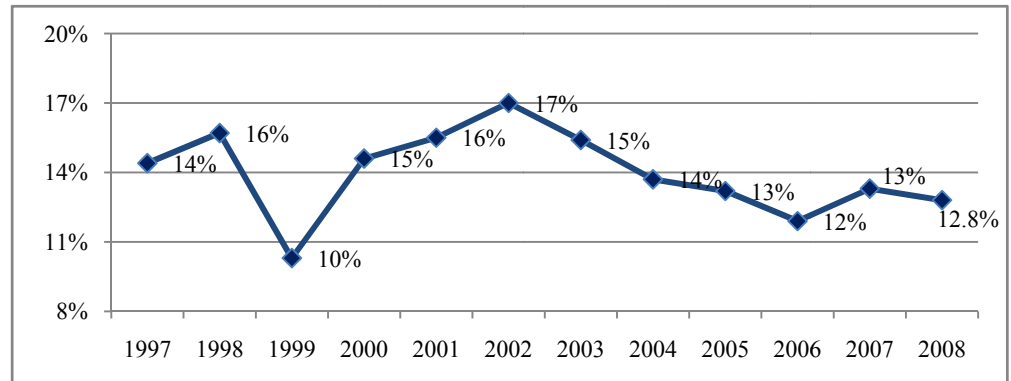
BIỂU ĐỒ GIÁ

CHỈ SỐ CƠ BẢN
ĐVT: 1.000.000VND

| | 2006 | 2007 | 2008E | 2009F | 2010F |
|--------------------|---------|----------|---------|---------|---------|
| Lợi nhuận sau thuế | 62.610 | 68.446 | 35.437 | 62.648 | 65.536 |
| EBITDA | 204.042 | 215.730 | 200.071 | 202.725 | 205.209 |
| Giá trị sổ sách | 13.656 | 13.566 | 12.405 | 13.396 | 14.478 |
| EPS (1.000 đồng) | 3.131 | 2.633 | 1.185 | 2.095 | 2.192 |
| FCFE | 53.260 | (17.716) | 11.916 | 30.637 | 31.140 |
| FCFF | 252.685 | 213.124 | 233.658 | 197.023 | 182.985 |
| P/E (x) | 4,34 | 5,17 | 11,47 | 6,49 | 6,20 |
| P/B (x) | 1,00 | 1,00 | 1,10 | 1,02 | 0,94 |
| P/S (x) | 1,14 | 1,46 | 1,69 | 1,68 | 1,68 |

Các chỉ số P/E, P/B, P/S được tính theo giá thị trường tại ngày 23/03/2009
Nguồn SJD, BVSC

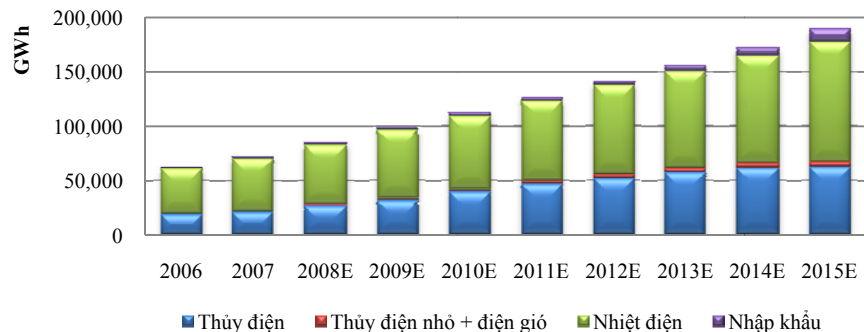
TỔNG QUAN NGÀNH ĐIỆN VIỆT NAM

Tốc độ tăng trưởng ngành Ngành điện có tốc độ tăng trưởng cao với mức tăng trưởng sản lượng điện thương phẩm trung bình mỗi năm 14,7% trong giai đoạn 1997 - 2005. Nhu cầu tiêu thụ điện được dự báo sẽ tiếp tục tăng với mức tăng trung bình khoảng 14% trong giai đoạn 2007 - 2012.

Tốc độ tăng trưởng sản lượng điện thương phẩm giai đoạn 1997 - 2008

Nguồn: EVN

Cơ cấu nguồn điện. Hiện tại các nguồn cung điện của Việt Nam bao gồm: Thủy điện và nhiệt điện (nhiệt điện chạy than, chạy dầu, chạy khí), trong đó nhiệt điện đang chiếm tỉ trọng lớn nhất trong tổng nguồn cung và có khả năng tiếp tục nâng dần tỷ trọng trong tổng nguồn cung điện của Việt Nam trong những năm tới.

Cơ cấu nguồn điện

Nguồn EVN

Các nhà máy nhiệt điện có ưu thế về độ ổn định, còn các nhà máy thủy điện có ưu thế về giá thành sản xuất.

Nhiệt điện là nguồn cung chủ yếu và sẽ phát triển mạnh trong tương lai.

▪ **Thủy điện.** Tiềm năng thủy điện ước tính khoảng 17.000MW, dự kiến đến năm 2020 tiềm năng thủy điện có thể sẽ được khai thác hết. Đặc điểm đầu tư xây dựng các dự án thủy điện là suất đầu tư cao nhưng chi phí hoạt động hàng năm lại thấp hơn nhiều so với các nhà máy điện sử dụng nguồn nguyên liệu khác (do đầu vào sử dụng là nguồn nước tự nhiên). Công suất hoạt động của các nhà máy thủy điện phụ thuộc nhiều vào thời tiết từng mùa và từng năm.

▪ **Nhiệt điện.** Nhiệt điện ở Việt Nam bao gồm nhiệt điện than, nhiệt điện dầu và khí. Các nhà máy nhiệt điện hiện đang chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu nguồn cung điện của Việt Nam. Các nhà máy nhiệt điện có suất đầu tư thấp hơn so với các nhà máy thủy điện, tuy nhiên chi phí vận hành lại tương đối cao vì các loại nguyên liệu dùng trong quá trình sản xuất như than, khí, dầu cao... và có xu hướng tăng dần. Tuy nhiên do sự ổn định và không giới hạn về tiềm năng phát triển, nên các nhà máy nhiệt điện có nhiều khả năng sẽ phát triển mạnh trong tương lai khi nhu cầu sử dụng điện ngày một gia tăng và việc phát triển các nhà máy thủy điện gặp giới hạn về nguồn nước cũng như địa điểm đầu tư.

| | Thủy điện | | | | | Nhiệt điện |
|-----------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | VSH | SJD | TBC | HJS | RHC | PPC |
| Sản lượng 2007 (1.000.000 kWh) | 659 | 372 | 318 | 58 | 58 | 7.028 |
| Giá thành 2007 (VND/ 1kWh) | 255 | 243 | 262 | 236 | 261 | 383 |

Nguồn: Báo cáo thường niên và Báo cáo tài chính của VSH, SJD, TBC, HJS, RHC, PPC

▪ **Điện hạt nhân.** Hiện tại Việt Nam chưa có nhà máy điện nguyên tử. Dự án điện hạt nhân công suất 3000MW tại Ninh Thuận đang trong quá trình nghiên cứu tiền khả thi. Tuy nhiên trong tương lai gần việc phát triển các nhà máy điện hạt nhân là tương đối khó thực hiện do tích chất phức tạp của công nghệ và mức độ nguy hiểm cao.

Cung thấp hơn cầu. Trong những năm gần đây, tốc độ phát triển kinh tế cao dẫn đến nhu cầu tiêu thụ điện gia tăng mạnh mẽ, cao hơn tốc độ tăng trưởng nguồn cung cấp điện, khiến ngành điện luôn trong trạng thái cầu lớn hơn cung, đặc biệt trong mùa khô khi sản lượng điện của các nhà máy thủy điện bị giảm.

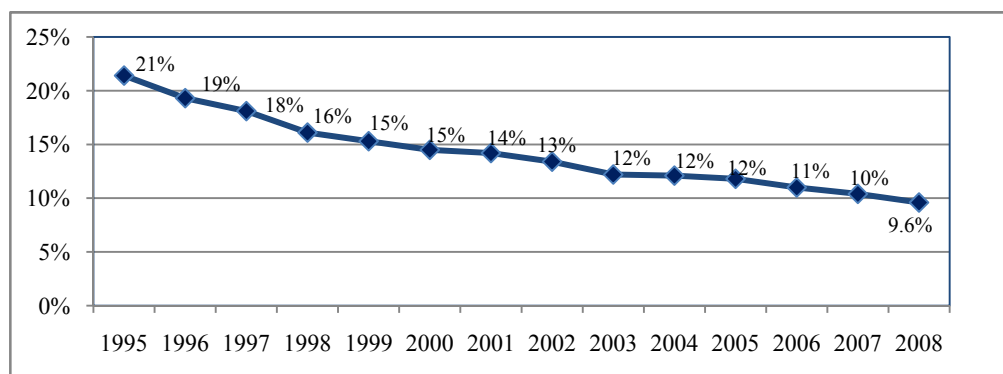
Ngành điện luôn ở trạng thái cầu lớn hơn cung, điện sản xuất ra luôn được tiêu thụ hết.

| Diễn biến thiếu hụt điện | Triệu kWh | | | | | |
|--------------------------|-----------|--------|--------|---------|---------|---------|
| | 2007 | 2008E | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E |
| Tổng lượng tiêu thụ | 73.264 | 85.461 | 98.642 | 112.658 | 126.418 | 140.790 |
| Tổng lượng cung cấp | 73.046 | 85.403 | 98.665 | 112.666 | 126.425 | 140.814 |
| Sản lượng điện thiếu hụt | 218 | 58 | (23) | (8) | (7) | (24) |

Nguồn: EVN

Nếu các dự án xây dựng nhà máy điện được thực hiện đúng theo tiến độ và hao hụt trong truyền tải điện giảm xuống thì việc thiếu hụt điện có thể sẽ không quá nghiêm trọng. Tuy nhiên, phần lớn các dự án có nguy cơ không đảm bảo tiến độ theo kế hoạch. Theo kết quả kiểm tra của Đoàn công tác Chính Phủ, tính cả năm 2008, dự kiến kế hoạch đưa vào hoạt động 2.900 MW thì có khoảng 1.100 MW bị chậm tiến độ¹. Đồng thời mức hao hụt trong truyền tải điện hiện chiếm gần 10% tổng sản lượng điện sản xuất, chính vì vậy trong thời gian tới tình trạng thiếu hụt điện nhiều khả năng sẽ vẫn tiếp tục diễn ra.

Tỷ lệ tổn thất điện năng qua các năm



Ngành điện là ngành có mức độ cạnh tranh rất thấp, EVN hiện là người mua duy nhất và là người quyết định giá điện mua từ các công ty sản xuất điện.

Mức độ cạnh tranh trong ngành thấp. Ngành chịu sự điều tiết mạnh của Nhà nước và gần như chưa có sự cạnh tranh. Người mua điện từ các nhà máy và phân phối điện đến người tiêu dùng duy nhất trên thị trường hiện nay là EVN. Đồng thời EVN hiện sở hữu và nắm giữ cổ phần chi phối tại hầu hết các nhà máy sản xuất điện, tổng công suất các nhà máy này chiếm khoảng 75% sản lượng điện, phần còn lại (25%) được cung cấp bởi các nhà sản xuất điện độc lập (IPP) và nhập khẩu từ Trung Quốc.

Giá thu mua điện giữa các nhà máy điện là rất khác nhau. Việc đàm phán giá điện được thực hiện trực tiếp giữa EVN và các nhà máy sản xuất điện. Giá thu mua điện được EVN tính toán dựa trên giá thành sản xuất điện của từng nhà máy, chính vì vậy mức giá thu mua điện

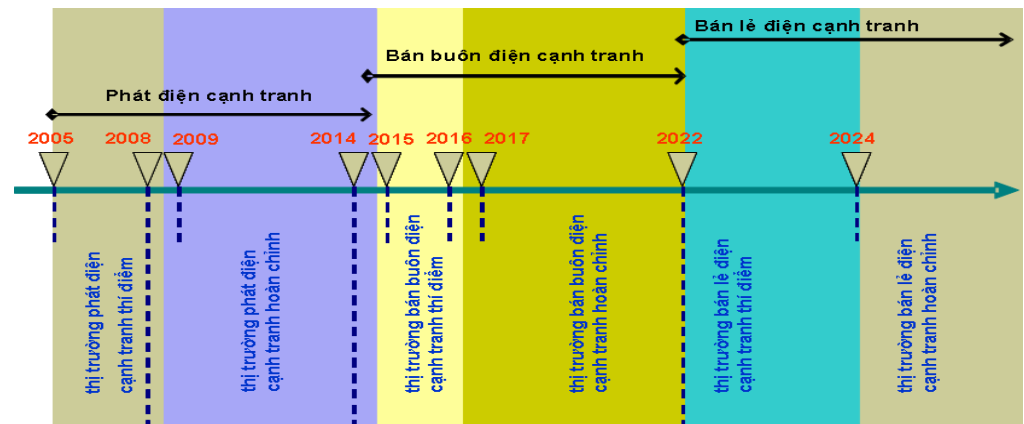
¹ Theo Vovnews

giữa các nhà máy là rất khác nhau. Điều này không tạo tính cạnh tranh cho các doanh nghiệp sản xuất.

Thị trường cạnh tranh là điều kiện tốt để doanh nghiệp giảm bớt sự phụ thuộc vào EVN và tự quyết định được hiệu quả kinh doanh của mình

Thị trường này sẽ tạo ra nhiều cơ hội cho các doanh nghiệp có giá thành sản xuất thấp và bất lợi cho các doanh nghiệp có giá thành sản xuất cao.

Định hướng phát triển thị trường điện trong tương lai. Theo định hướng của Chính Phủ, thị trường điện Việt Nam sẽ được phát triển theo ba cấp độ với lộ trình như sau²:



Nguồn EVN

- **Thị trường phát điện cạnh tranh (2005-2014).** Đây là giai đoạn các đơn vị phát điện sẽ bán điện lên thị trường thông qua các hợp đồng mua bán điện và chào giá cạnh tranh trên thị trường giao ngay. Thị trường phát điện cạnh tranh sẽ tạo điều kiện cho các doanh nghiệp chủ động hơn về giá bán điện mà không hoàn toàn phụ thuộc vào giá thỏa thuận với EVN như hiện nay.
- **Thị trường bán buôn cạnh tranh (2015-2022).** Là thị trường sẽ có nhiều công ty phân phối điện dưới dạng bán buôn. Các công ty này tham gia cạnh tranh để bán điện cho các đơn vị phân phối nhỏ (bán lẻ) và các khách hàng lớn. Các đơn vị phát điện cũng cạnh tranh để bán điện cho các công ty phân phối lớn này. Ở giai đoạn này có sự cạnh tranh nhiều hơn giữa các công ty phát điện và cạnh tranh giữa các công ty phân phối điện.
- **Thị trường bán lẻ cạnh tranh (từ 2022).** Sẽ có nhiều đơn vị bán lẻ điện để cạnh tranh trong khâu bán lẻ. Các đơn vị này được mua điện từ các đơn vị phát điện hoặc từ thị trường để bán lẻ cho khách hàng sử dụng điện. Hiện tại thị trường điện đang trong giai đoạn thị trường phát điện cạnh tranh thí điểm. Các nhà máy điện tham gia thị trường điện chào giá 100% sản lượng nhưng chỉ được thanh toán 5% sản lượng theo giá chào bán còn lại 95% thanh toán theo giá trên hợp đồng.

Việt Nam có phát triển thành công thị trường điện cạnh tranh theo đúng định hướng và lộ trình hay không còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác nhau và tiềm ẩn các rủi ro chính sách. Tuy nhiên nếu Việt Nam phát triển thành công thị trường điện cạnh tranh, hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp điện sẽ có sự thay đổi lớn. Với tốc độ phát triển kinh tế nhanh, nhu cầu tiêu thụ điện năng lớn, các doanh nghiệp điện có rất nhiều tiềm năng phát triển nếu Việt Nam phát triển thành công thị trường điện cạnh tranh, đặc biệt là các doanh nghiệp có quy mô lớn và chi phí sản xuất thấp

Tháng 12/2008, Bộ Công Thương vừa hoàn tất đề án thị trường phát điện cạnh tranh theo mô hình chào giá theo chi phí. Theo mô hình này, tất cả các nhà máy điện có công suất trên 30MW phải tham gia chào giá ra thị trường, trừ các nhà máy điện BOT có hợp đồng bao tiêu nhiều năm. Các đơn vị phát điện sẽ ký hợp đồng mua bán điện theo mẫu được quy định. Tuy nhiên, mỗi loại nhà máy điện (nhiệt điện, thủy điện, thủy điện đa mục tiêu, BOT) sẽ chào giá ra thị trường theo những quy tắc khác nhau với các mức giá trần, sàn khác nhau nhằm tránh hiện tượng tăng giá đột biến³.

² Theo quyết định 26/2006/QĐ-TTg

³ Theo vneconomy

CÔNG TY CỔ PHẦN THỦY ĐIỆN CẦN ĐƠN

| | |
|---------------------------------------|--|
| Tên công ty | CÔNG TY CỔ PHẦN THỦY ĐIỆN CẦN ĐƠN |
| Ngành nghề kinh doanh chính | Sản xuất điện năng là loại hình kinh doanh chính của Công ty. Sản lượng điện năng do Công ty sản xuất ra sau khi trừ đi sản lượng điện tự dùng sẽ được bán cho Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN). |
| Vốn điều lệ | 298.996.290.000 đồng |
| Cơ cấu sở hữu | <ul style="list-style-type: none"> - Nhà nước (Tổng Công ty Sông Đà) 51% - Cổ đông khác <li style="padding-left: 20px;">+ Nhà đầu tư nước ngoài 32,32% <li style="padding-left: 20px;">+ Các cổ đông khác 16,68 % |
| Vị thế của Công ty trong ngành | Nhà máy Thủy điện Cần đơn là nhà máy thủy điện của Tổng Công ty Sông Đà. Với công suất 76 MW, công suất của Nhà máy chiếm khoảng 0,7% trong tổng công suất phát điện của EVN và 0,54% tổng công suất phát điện của quốc gia. |
| Chiến lược phát triển | Chiến lược phát triển của Cần Đơn HSC vẫn tập trung vào hoạt động sản xuất kinh doanh chính và mở rộng hoạt động sang một số lĩnh vực kinh doanh khác để đa dạng hóa hoạt động kinh doanh của mình. |
| Nguồn nhân lực | Ban lãnh đạo của Cần Đơn HSC đa phần là các kỹ sư giàu kinh nghiệm, từng kinh qua những vị trí lãnh đạo chủ chốt tại các công ty thuộc Tổng Công ty Sông Đà. |

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

Hình thức đầu tư BOT. Nhà máy Thủy điện Cần Đơn được xây dựng theo hợp đồng BOT số 001/HĐ/1999 ngày 10/07/1999 giữa Tổng Công ty Sông Đà và Bộ Công nghiệp có thời hạn 25 năm kể từ ngày đi vào hoạt động.

Hợp đồng Xây dựng - Kinh doanh - Chuyển giao (Hợp đồng BOT) là hợp đồng được ký giữa Cơ quan nhà nước có thẩm quyền và Nhà đầu tư để xây dựng, kinh doanh công trình kết cấu hạ tầng trong một thời hạn nhất định; hết thời hạn, Nhà đầu tư chuyển giao không bồi hoàn công trình đó cho Nhà nước Việt Nam quản lý và khai thác⁴.

Cần Đơn HSC tiền thân là Công ty BOT Cần Đơn được thành lập theo quyết định số 560TCT/TCĐL của Tổng Công ty Sông Đà để thực hiện vai trò chủ đầu tư dự án thủy điện Cần Đơn, thi công xây dựng công trình thủy điện Cần Đơn, đưa vào vận hành, khai thác và chuyển giao công trình thủy điện Cần Đơn. Hoạt động chính của Cần Đơn HSC là quản lý công trình BOT – Nhà máy Thủy điện Cần Đơn.

Như vậy sau thời hạn hoạt động 25 năm tính từ năm 2004, Cần Đơn HSC sẽ phải chuyển giao lại nhà máy thủy điện Cần Đơn cho Nhà nước.

Năng lực sản xuất điện. Nhà máy thủy điện Cần Đơn bao gồm 2 tổ máy với công suất lắp đặt 77,6 MW. Sản lượng điện hàng năm của nhà máy biến động tùy thuộc vào tình hình thời tiết và việc điều tiết phát điện của EVN, và có thể đạt mức sản lượng 370-380 triệu Kwh/năm.

⁴ Nghị định 78/2007/NĐ-CP

Sản lượng điện tương đối ổn định: Sản lượng điện của nhà máy thủy điện Cần Đơn tuy phụ thuộc vào 2 yếu tố là thời tiết (lượng nước vào hồ chứa) và huy động phát điện của EVN.

- *Đối với yếu tố thời tiết:* Nhà máy thủy điện Cần Đơn nằm trên địa bàn tỉnh Bình Phước, thuộc vùng Đông Nam Bộ và nằm trên bậc thang thứ 2 của Sông Bé trên tổng số 4 bậc thang đã được quy hoạch (bậc thang thứ nhất là nhà máy thủy điện Thác Mơ với công suất 150 MW). Hoạt động của Công ty phụ thuộc vào nguồn nước từ Sông Bé với lượng nước về tương đối ổn định qua các năm. Tuy nhiên do tác động của thời tiết của vùng Đông Nam Bộ, sản lượng điện tập trung nhiều vào mùa mưa (từ tháng 7 đến tháng 10) và đủ vận hành cho cả 2 tổ máy của nhà máy. Vào mùa khô, hoạt động của nhà máy phụ thuộc vào lượng nước về từ nhà máy thủy điện Thác Mơ và thông thường lưu lượng nước về không đủ để vận hành nhà máy theo thiết kế.

- *Đối với yếu tố điều tiết của EVN:* Mặc dù EVN không cam kết mua hết điện do Cần Đơn HSC sản xuất nhưng do nhu cầu sử dụng điện luôn vượt mức cung nên Công ty không gặp nhiều rủi ro về tiêu thụ điện sản xuất ra. Tuy nhiên giá bán điện cho EVN của Cần Đơn HSC tương đối cao nên nếu hệ thống có công suất dự phòng thì Công ty có thể gặp rủi ro bị huy động thấp. Năm 2005, trong mùa mưa các tổ máy của Công ty chỉ được vận hành trung bình 14-15 giờ/ngày nên mức sản lượng thấp hơn so với năm 2006 và 2007 mặc dù lưu lượng nước về các năm tương đối ổn định.

Giá bán điện cho EVN là 4,5 USD cent/Kwh trong suốt 25 năm của dự án BOT

Giá bán điện biến động theo tỷ giá. Theo hợp đồng BOT được ký giữa Bộ công nghiệp và Tổng công ty Sông Đà (hợp đồng này có giá trị trong 25 năm) quy định giá mua bán điện của dự án BOT Cần Đơn là 4,5 USD cent /kwh với sản lượng 292 triệu Kwh đầu tiên. Đối với sản lượng điện vượt trên mức 292 triệu kwh thì giá bán điện chỉ còn 2,25 USD cent/kwh. Tỷ giá thanh toán được tính theo tỷ giá tại thời điểm thanh toán.⁵

Với các quy định thanh toán và giá này, doanh thu và lợi nhuận của Cần Đơn HSC phụ thuộc và tỷ giá USD/VND tại thời điểm thanh toán. Đồng thời doanh thu và lợi nhuận trong những tháng cuối năm thông thường sẽ thấp hơn những tháng đầu năm (do giá của phần sản lượng vượt trên 292 triệu Kwh thấp hơn giá của phần sản lượng dưới 292 triệu Kwh).

Giá bán điện cao so với một số nhà máy thủy điện khác

| | VSH | SJD | TBC | HJS | NLC | RHC |
|---------------------------------|---------|--------------|---------|---------|--------------|--------------|
| Giá bán điện trung bình (/1kWh) | 582 VND | 4,5 USD cent | 530 VND | 580 VND | 4,2 USD cent | 4,1 USD cent |

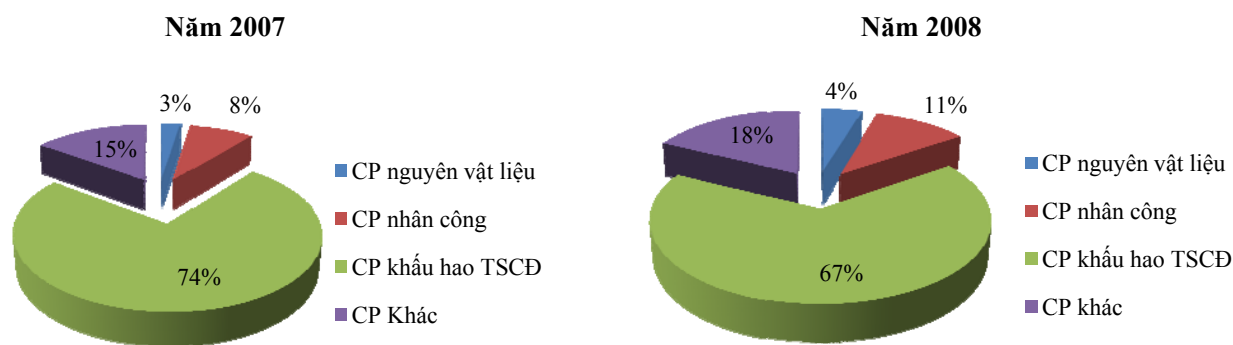
Nguồn Bản cáo bạch của VSH, SJD, TBC, HJS, NLC, RHC

Khấu hao nhà máy được tính theo sản lượng điện. Trong khi chi phí khấu hao đối với các công ty thủy điện là khoản chi phí cố định thì đối với Cần Đơn HSC lại là chi phí biến đổi do khấu hao nhà máy được tính theo sản lượng điện sản xuất với mức khấu hao trung bình là 185,11 đồng/kwh⁶ (khấu hao nhà máy chiếm 98% tổng chi phí khấu hao). Điều này là do nhà máy thủy điện Cần Đơn được xây dựng theo hình thức BOT nên Công ty tính toán với mức sản lượng dự kiến, Nhà máy sẽ hết khấu hao trong vòng 25 năm, trước khi phải chuyển giao lại cho Nhà nước.

Cách tính khấu hao này dẫn đến việc nếu sản lượng trong năm tăng lên thì giá vốn hàng bán của Công ty cũng tăng tương ứng. Trong khi với các công ty thủy điện khác thì chi phí khấu hao là chi phí cố định, nên khi sản lượng điện tăng lên thì giá vốn hàng bán không đổi, giá thành sản xuất giảm và lợi nhuận của công ty tăng lên tương ứng.

^{5, 6} Thông tin từ SJD

Cơ cấu chi phí của Cần Đơn HSC 2007 -2008



Nguồn: SJD

Kế hoạch tài chính: Công ty có kế hoạch đẩy nhanh tiến độ trả các khoản nợ vay từ công ty mẹ - Tổng Công ty Sông Đà, hiện chưa có kế hoạch góp vốn vào các dự án khác, như vậy nếu không có sự điều chỉnh thì đến năm 2014 Công ty có thể sẽ trả hết các khoản nợ dài hạn này.

Các hợp đồng vay từ Tổng Công Ty Sông Đà thường được điều chỉnh lãi suất 6 tháng/lần nên các biến đổi lãi suất trên thị trường sẽ có ảnh hưởng tới chi phí tài chính của doanh nghiệp. Với những năm lãi suất cao như năm 2008 thì chi phí tài chính lớn có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của Công ty.

Sau khi trả hết khoản nợ dài hạn này, Cần Đơn HSC sẽ có kế hoạch tìm kiếm và tham gia vào các dự án bất động sản, tài chính, năng lượng khác với mục tiêu của Công ty là sẽ đầu tư để làm chủ một dự án mới trong tương lai.

Ưu đãi thuế TNDN. Công ty được miễn thuế TNDN năm 2008, 2009, được ưu đãi 50% trong 7 năm tiếp theo nên thuế suất thuế TNDN là 10%, sau thời gian trên là mức thuế suất 20%.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Vay nợ cao từ công ty mẹ. Hệ số nợ của Công ty tại thời điểm cuối 31/12/2008 đang ở mức khá cao so với các công ty khác trong ngành. Tính đến 31/12/2008, số dư nợ vay dài hạn của công ty là 515 tỷ đồng và vay ngắn hạn là 184 tỷ đồng. Tuy nhiên, Các khoản vay chủ yếu là vay từ công ty mẹ (Tổng Công ty Sông Đà hiện đang nắm giữ 51% cổ phần của Cần Đơn HSC) nên sức ép không quá lớn như khoản vay từ các tổ chức tài chính. Mặc dù vậy, khoản vay nợ đã tạo ra một khoảng chi phí tài chính đáng kể (chi phí lãi vay năm 2008 là 96 tỷ đồng).

| Chỉ tiêu về cơ cấu vốn | 2006 | 2007 | 2008 |
|---------------------------|---------|---------|---------|
| Hệ số nợ / Tổng tài sản | 78,89% | 70,91% | 67,38% |
| Hệ số nợ / Vốn chủ sở hữu | 373,27% | 243,80% | 207,14% |

Nguồn: BCTC SJD, BVSC tổng hợp

Hiện nay, Công ty đang có kế hoạch tập trung trả nợ cho Công ty mẹ. Dự báo trong những năm tới, lợi nhuận của Công ty sẽ được cải thiện khi chi phí tài chính giảm dần đi và đặc biệt là đến năm 2013 khi công ty có thể trả hết được số nợ dài hạn.

| Chỉ tiêu về khả năng thanh toán | 2006 | 2007 | 2008 |
|---------------------------------|------|------|------|
| Hệ số thanh toán nhanh | 0,02 | 0,02 | 0,02 |
| Hệ số thanh toán hiện hành | 0,18 | 0,35 | 0,11 |

Nguồn: BCTC SJD, BVSC tổng hợp

Khoản nợ dài hạn với các khoản nợ đến hạn lớn làm cho các chỉ số thanh toán của Cần

Đơn HSC ở mức thấp, tuy nhiên các khoản vay này đều từ công ty mẹ nên Công ty gặp rủi ro thanh khoản ít hơn.

Trong tương quan so sánh với các doanh nghiệp thủy điện khác, có thể thấy tình hình tài chính của Cần Đơn HSC hiện đang khá rủi ro với hệ số đòn bẩy tài chính khá cao và khả năng thanh toán thấp. Biên lợi nhuận gộp của Cần Đơn HSC cũng thấp hơn các doanh nghiệp thủy điện khác trong năm 2008 do chi phí tài chính cao.

So sánh chỉ tiêu tài chính của một số doanh nghiệp thủy điện năm 2008

| | VSH (HOSE) | TBC (HASTC) | SJD (HOSE) | HJS (HASTC) | NLC (HASTC) | RHC (HOSE) |
|-------------------------------------|---------------|----------------|---------------|----------------|----------------|---------------|
| | VSSH PC | TBHPC | Cần Đơn HSC | Nậm Mu HSC | Nà Lơi HSC | Ry Ninh 2 HSC |
| Công suất phát điện | 136 MW | 120 MW | 78 MW | 12 MW | 9 MW | 8 MW |
| KL CP đang LH (ngàn cp) | 137.494 | 63.500 | 29.900 | 6.000 | 5.000 | 3.200 |
| Giá cổ phiếu (23/03) (ngđ) | 27,5 | 15 | 13,6 | 12,5 | 16,4 | 21 |
| Giá trị vốn hóa (tỷ đồng) | 3.781 | 953 | 407 | 75 | 82 | 67 |
| Chỉ tiêu định giá | | | | | | |
| EPS | 2,70 | 2,45 | 1,19 | 1,53 | 4,07 | 3,64 |
| Book value | 15,57 | 12,36 | 12,41 | 13,08 | 17,49 | 20,98 |
| P/E | 10,20 | 6,13 | 11,47 | 8,18 | 4,03 | 5,76 |
| P/B | 1,77 | 1,21 | 1,10 | 0,96 | 0,94 | 1,00 |
| Hiệu quả hoạt động (trđ) | | | | | | |
| DT thuần | 483.680 | 244.566 | 240.447 | 37.809 | 45.218 | 36.316 |
| Lãi gộp | 305.995 | 174.457 | 144.916 | 22.910 | 29.772 | 23.881 |
| DT tài chính | 102.789 | 11.111 | 74 | 2.502 | 3.551 | 163 |
| Lãi sau thuế | 370.841 | 155.283 | 35.437 | 9.172 | 20.334 | 11.663 |
| Tổng tài sản | 2.484.426 | 844.114 | 1.140.170 | 397.610 | 145.286 | 118.514 |
| Vốn chủ sở hữu | 2.141.016 | 785.151 | 370.911 | 78.500 | 87.450 | 67.130 |
| Lãi gộp/ DT | 63% | 71% | 60% | 61% | 66% | 66% |
| ROS | 77% | 63% | 15% | 24% | 45% | 32% |
| ROA | 15% | 18% | 3% | 2% | 14% | 10% |
| ROE | 17% | 20% | 10% | 12% | 23% | 17% |
| Đòn bẩy TC & Khả năng TT | | | | | | |
| Đòn bẩy TC | 15,98% | 7,46% | 207,14% | 405,99% | 65,46% | 75,77% |
| Khả năng TT hiện thời | 2,91 | 4,90 | 0,04 | 0,33 | 13,75 | 0,67 |
| Khả năng TT nhanh | 2,85 | 4,66 | 0,07 | 0,33 | 13,38 | 1,45 |

Nguồn: BCTC của các doanh nghiệp, BVSC tổng hợp

DỰ BÁO TÀI CHÍNH**Các giả định chính**

Doanh thu: được tính bằng sản lượng điện nhân với giá bán:

- **Sản lượng điện** được tính bằng 95% mức trung bình 3 năm 2007 - 2008.
- **Giá bán điện** được tính theo hợp đồng BOT với 4,5 USDcent cho 292 triệu kWh đầu tiên và 2,25 USDcent từ kWh thứ 292 triệu trở đi. Tỷ giá tính toán được lấy theo các dự báo của BMI.

Chi phí: được tính theo chi tiết chi phí năm 2008

- Chi phí khấu hao nhà máy thủy điện Cần Đơn tính theo sản lượng điện sản xuất, khấu hao các tài sản khác dự tính khoảng 1 tỷ đồng/năm.
- Các khoản chi phí được dự báo tăng 5%/năm.

Phân phối lợi nhuận: quỹ khen thưởng phúc lợi 5%, quỹ đầu tư phát triển 5%, quỹ dự phòng tài chính 2%, chia cổ tức 12%

Thuế TNDN: Công ty được miễn thuế TNDN năm 2008, 2009, được ưu đãi 50% trong 7 năm tiếp theo nên thuế suất thuế TNDN còn 10%, sau đó hưởng thuế suất 20%.

Khoản tiền nhàn rỗi của công ty được giả định là sẽ đem gửi ngân hàng với lãi suất 9%/năm trong dài hạn, 7,5% năm trong năm 2009

Kế hoạch trả nợ được tính theo dòng tiền thực tế có thể trả nợ của công ty

Kết quả dự báo một số chỉ tiêu chính

| | ĐVT: triệu đồng | | | | | |
|---------------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2007A | 2008E | 2009F | 2010F | 2011F | 2012F |
| Doanh thu thuần | 241.742 | 240.447 | 242.720 | 242.720 | 231.822 | 224.797 |
| Giá vốn hàng bán | 90.437 | 95.532 | 92.980 | 94.447 | 96.668 | 98.871 |
| Lợi nhuận gộp | 151.305 | 144.916 | 149.740 | 148.273 | 135.154 | 125.926 |
| Doanh thu tài chính | 34 | 74 | 49 | - | - | - |
| Chi phí tài chính | 77.361 | 103.332 | 80.539 | 68.853 | 54.503 | 47.686 |
| Chi phí quản lý DN | 5.829 | 7.054 | 7.160 | 7.160 | 6.839 | 6.632 |
| LN thuần từ HĐKD | 68.149 | 34.603 | 62.090 | 72.260 | 73.813 | 71.609 |
| Lợi nhuận khác | 412 | 833 | 558 | 558 | 533 | 517 |
| LN trước thuế | 68.561 | 35.437 | 62.648 | 72.818 | 74.346 | 72.126 |
| Lợi nhuận sau thuế | 68.446 | 35.437 | 62.648 | 65.536 | 66.911 | 64.914 |

Nguồn: SJD, BVSC

V. ĐỊNH GIÁ

Phương pháp định giá. Hoạt động của Cần Đơn HSC có tính chất ổn định cao vì vậy chúng tôi sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) làm phương pháp cơ sở trong quá trình định giá. Ngoài ra, chúng tôi sử dụng thêm phương pháp so sánh ngang P/E, P/B với các doanh nghiệp thủy điện khác tại Việt Nam để đảm bảo tính thị trường của việc định giá cổ phiếu.

Kết quả định giá

| Mô hình định giá | Giá | Tỷ trọng | Bình quân gia quyền |
|------------------------------|--------|----------|---------------------|
| FCFE (g = 2%, COE = 12%) | 15.500 | 35% | 5.425 |
| FCFF (g = 2%, WACC = 10,65%) | 20.900 | 35% | 7.315 |
| DDM | 15.900 | 7% | 1.113 |
| P/E (P/E=6,57) | 13.800 | 15% | 2.070 |
| P/B (P/B = 1,16) | 15.500 | 8% | 1.240 |
| Giá bình quân | | | 17.163 |

| BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH | | ĐVT | | 1.000.000đ | | |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2007A | 2008A | 2009F | 2010F | 2011F | 2012F |
| Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ | 241.742 | 240.447 | 242.720 | 242.720 | 231.822 | 224.797 |
| Các khoản giảm trừ doanh thu | - | - | - | - | - | - |
| Doanh thu thuần | 241.742 | 240.447 | 242.720 | 242.720 | 231.822 | 224.797 |
| Giá vốn hàng bán | 90.437 | 95.532 | 92.980 | 94.447 | 96.668 | 98.871 |
| Lợi nhuận gộp | 151.305 | 144.916 | 149.740 | 148.273 | 135.154 | 125.926 |
| Doanh thu hoạt động tài chính | 34 | 74 | 49 | - | - | - |
| Chi phí tài chính | 77.361 | 103.332 | 80.539 | 68.853 | 54.503 | 47.686 |
| Chi phí lãi vay | 77.322 | 96.447 | 76.539 | 68.853 | 54.503 | 47.686 |
| Chi phí bán hàng | - | - | - | - | - | - |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | 5.829 | 7.054 | 7.160 | 7.160 | 6.839 | 6.632 |
| Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh | 68.149 | 34.603 | 62.090 | 72.260 | 73.813 | 71.609 |
| Thu nhập khác | 814 | 1.008 | 859 | 859 | 821 | 796 |
| Chi phí khác | 402 | 175 | 301 | 301 | 287 | 279 |
| Lợi nhuận khác | 412 | 833 | 558 | 558 | 533 | 517 |
| Lợi nhuận hoặc lỗ trong Công ty liên kết | - | - | - | - | - | - |
| Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế | 68.561 | 35.437 | 62.648 | 72.818 | 74.346 | 72.126 |
| Chi phí thuế TNDN hiện hành | 115 | - | - | 7.282 | 7.435 | 7.213 |
| Chi phí thuế TNDN hoãn lại | - | - | - | - | - | - |
| Lợi nhuận sau thuế | 68.446 | 35.437 | 62.648 | 65.536 | 66.911 | 64.914 |
| Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đ/cp) | 2.633 | 1.185 | 2.095 | 2.192 | 2.238 | 2.171 |

| BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN | ĐVT | | | 1.000.000đ | | |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|----------------|----------------|
| | 2007A | 2008A | 2009F | 2010F | 2011F | 2012F |
| TÀI SẢN NGẮN HẠN | 27.523 | 28.789 | 28.057 | 29.113 | 27.762 | 26.915 |
| Tiền và các khoản tương đương tiền | 298 | 1.513 | 1.210 | 1.266 | 1.165 | 1.124 |
| Tiền | 298 | 1.513 | 1.210 | 1.266 | 1.165 | 1.124 |
| Các khoản tương đương tiền | - | - | - | - | - | - |
| Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn | - | - | - | - | - | - |
| Đầu tư ngắn hạn | - | - | - | - | - | - |
| Dự phòng giảm giá chứng khoán đầu tư ngắn hạn | - | - | - | - | - | - |
| Phải thu ngắn hạn | 15.115 | 15.936 | 14.691 | 15.691 | 14.987 | 14.533 |
| Phải thu khách hàng | 8.961 | 8.832 | 8.223 | 9.223 | 8.809 | 8.542 |
| Trả trước cho người bán | 80 | 317 | 400 | 400 | 382 | 371 |
| Phải thu nội bộ ngắn hạn | - | - | - | - | - | - |
| Phải thu theo tiến độ kế hoạch hợp đồng xây dựng | - | - | - | - | - | - |
| Các khoản phải thu khác | 6.075 | 6.788 | 6.068 | 6.068 | 5.796 | 5.620 |
| Dự phòng các khoản phải thu khó đòi | - | - | - | - | - | - |
| Hàng tồn kho | 12.093 | 11.282 | 12.136 | 12.136 | 11.591 | 11.240 |
| Hàng tồn kho | 12.093 | 11.282 | 12.136 | 12.136 | 11.591 | 11.240 |
| Dự phòng giảm giá hàng tồn kho | - | - | - | - | - | - |
| Tài sản ngắn hạn khác | 17 | 57 | 20 | 20 | 19 | 18 |
| Chi phí trả trước ngắn hạn | - | - | - | - | - | - |
| Thuế GTGT được khấu trừ | - | - | - | - | - | - |
| Thuế và các khoản phải thu nhà nước | - | - | - | - | - | - |
| Tài sản ngắn hạn khác | 17 | 57 | 20 | 20 | 19 | 18 |
| TÀI SẢN DÀI HẠN | 1.185.182 | 1.111.381 | 1.045.751 | 980.122 | 914.492 | 848.862 |
| Các khoản phải thu dài hạn | - | - | - | - | - | - |
| Phải thu dài hạn của khách hàng | - | - | - | - | - | - |
| Vốn kinh doanh ở đơn vị trực thuộc | - | - | - | - | - | - |
| Phải thu nội bộ dài hạn | - | - | - | - | - | - |
| Phải thu dài hạn khác | - | - | - | - | - | - |
| Dự phòng phải thu dài hạn khó đòi (*) | - | - | - | - | - | - |
| Tài sản cố định | 1.137.686 | 1.069.539 | 1.006.001 | 942.464 | 878.926 | 815.389 |
| Tài sản cố định hữu hình | 1.137.686 | 1.069.539 | 1.006.001 | 942.464 | 878.926 | 815.389 |
| - Nguyên giá | 1.369.117 | 1.369.158 | 1.369.158 | 1.369.158 | 1.369.158 | 1.369.158 |
| - Giá trị hao mòn lũy kế | - 231.432 | - 299.619 | - 363.157 | - 426.694 | - 490.232 | - 553.769 |
| Chi phí xây dựng cơ bản dở dang | - | - | - | - | - | - |
| Bất động sản đầu tư | - | - | - | - | - | - |
| - Nguyên giá | - | - | - | - | - | - |
| - Giá trị hao mòn lũy kế | - | - | - | - | - | - |
| Các khoản đầu tư tài chính dài hạn | - | - | - | - | - | - |
| Đầu tư vào công ty con | - | - | - | - | - | - |
| Đầu tư vào công ty liên kết, liên doanh | - | - | - | - | - | - |
| Đầu tư tài chính dài hạn khác | - | - | - | - | - | - |
| Dự phòng giảm giá chứng khoán đầu tư dài hạn | - | - | - | - | - | - |
| Lợi thế thương mại | - | - | - | - | - | - |
| Tài sản dài hạn khác | 47.496 | 41.842 | 39.750 | 37.658 | 35.566 | 33.474 |
| Chi phí trả trước dài hạn | 47.496 | 41.842 | 39.750 | 37.658 | 35.566 | 33.474 |
| Tài sản thuế thu nhập hoãn lại | - | - | - | - | - | - |
| Tài sản dài hạn khác | - | - | - | - | - | - |
| TỔNG CỘNG TÀI SẢN | 1.212.705 | 1.140.170 | 1.073.809 | 1.009.235 | 942.254 | 875.777 |

| | 2007A | 2008A | 2009F | 2010F | 2011F | 2012F |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|----------------|----------------|
| NGUỒN VỐN | | | | | | |
| NỢ PHẢI TRẢ (300=310+320) | 859.907 | 768.290 | 672.313 | 575.379 | 474.732 | 376.487 |
| Nợ ngắn hạn | 78.975 | 253.026 | 194.219 | 157.085 | 140.038 | 144.035 |
| Vay và nợ ngắn hạn | 43.779 | 184.153 | 131.477 | 101.399 | 91.090 | 102.242 |
| Phải trả người bán | 3.849 | 2.796 | 3.641 | 3.641 | 3.477 | 3.372 |
| Người mua trả tiền trước | - | - | - | - | - | - |
| Thuế và các khoản phải nộp Nhà nước | 947 | 830 | 1.488 | 1.488 | 1.421 | 1.378 |
| Phải trả công nhân viên | 1.950 | 2.776 | 1.966 | 1.966 | 1.878 | 1.821 |
| Chi phí phải trả | 27.359 | 47.759 | 40.936 | 34.113 | 27.291 | 20.468 |
| Phải trả nội bộ | - | - | - | - | - | - |
| Phải trả theo tiến độ kế hoạch hợp đồng xây dựng | - | - | - | - | - | - |
| Các khoản phải trả, phải nộp khác | 1.090 | 14.711 | 14.711 | 14.478 | 14.881 | 14.754 |
| Dự phòng phải trả nợ ngắn hạn | - | - | - | - | - | - |
| Nợ dài hạn | 780.933 | 515.264 | 478.093 | 418.294 | 334.694 | 232.452 |
| Phải trả dài hạn cho người bán | - | - | - | - | - | - |
| Phải trả dài hạn nội bộ | - | - | - | - | - | - |
| Phải trả dài hạn khác | - | - | - | - | - | - |
| Vay và nợ dài hạn | 780.933 | 515.264 | 478.093 | 418.294 | 334.694 | 232.452 |
| Thuế thu nhập hoãn lại phải trả | - | - | - | - | - | - |
| Dự phòng trợ cấp mất việc làm | - | - | - | - | - | - |
| Dự phòng phải trả dài hạn | - | - | - | - | - | - |
| NGUỒN VỐN (400=410+430) | 352.798 | 371.880 | 401.496 | 433.856 | 467.522 | 499.290 |
| Nguồn vốn chủ sở hữu | 352.704 | 370.911 | 400.527 | 432.887 | 466.553 | 498.322 |
| Vốn đầu tư của chủ sở hữu | 260.000 | 298.996 | 298.996 | 298.996 | 298.996 | 298.996 |
| Thặng dư vốn cổ phần | - | - | - | - | - | - |
| Vốn khác của chủ sở hữu | - | - | - | - | - | - |
| Cổ phiếu quỹ (*) | - | - | - | - | - | - |
| Chênh đánh giá lại tài sản | - | - | - | - | - | - |
| Chênh lệch tỷ giá hối đoái | - | - | - | - | - | - |
| Quỹ đầu tư phát triển | 6.332 | 29.468 | 32.600 | 35.877 | 39.223 | 42.468 |
| Quỹ Dự phòng tài chính | 4.281 | 7.010 | 8.263 | 9.574 | 10.912 | 12.210 |
| Quỹ khác thuộc vốn chủ sở hữu | 13.646 | - | - | - | - | - |
| Lợi nhuận chưa phân phối | 68.446 | 35.437 | 60.667 | 88.440 | 117.422 | 144.647 |
| Nguồn vốn đầu tư XD CB | - | - | - | - | - | - |
| Nguồn kinh phí và quỹ khác | 93 | 969 | 969 | 969 | 969 | 969 |
| Quỹ khen thưởng, phúc lợi | 59 | 934 | 934 | 934 | 934 | 934 |
| Nguồn kinh phí | 35 | 35 | 35 | 35 | 35 | 35 |
| Nguồn kinh phí đã hình thành TSCĐ | - | - | - | - | - | - |
| LỢI ÍCH CỦA CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ | - | - | - | - | - | - |
| TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN | 1.212.705 | 1.140.170 | 1.073.809 | 1.009.235 | 942.254 | 875.777 |

Trang này được để trống

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) 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. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của BVSC.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: 84-4-928 8080
Fax: 84-4-928 9899

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Địa chỉ: 11 & 72 Nguyễn Công Trứ, Quận I, TP Hồ Chí Minh
Tel: 84-8-821 8564
Fax: 84-8-914 7477

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH NGÀNH**PHÓ TRƯỞNG PHÒNG PHÂN TÍCH**

Nguyễn Lương Tân tannguyen@bvsc.com.vn

Vũ Thị Thanh Quyên quyenvtt@bvsc.com.vn

Nguyễn Thị Quỳnh Dung dungntq@bvsc.com.vn

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Hải Dương duongnh@bvsc.com.vn

Nguyễn Quang Minh minhng@bvsc.com.vn

Lưu Phương Mai mailp@bvsc.com.vn

Lê Chí Thành thanhlc@bvsc.com.vn

Vũ Thị Mai maivt@bvsc.com.vn

Nguyễn Tuấn Anh anhnt@bvsc.com.vn

Trần Thắng Long longtt@bvsc.com.vn

Hoàng Hồ Phú phuhh@bvsc.com.vn

Vũ Phương Nga ngavp@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Phi Hùng hungnp@bvsc.com.vn