

CÔNG TY CỔ PHẦN THỦY ĐIỆN SÔNG BA (HSX: SBA)

PHAN HUY KHÔI

Chuyên viên tư vấn đầu tư

 Email: khoiph@fpts.com.vn

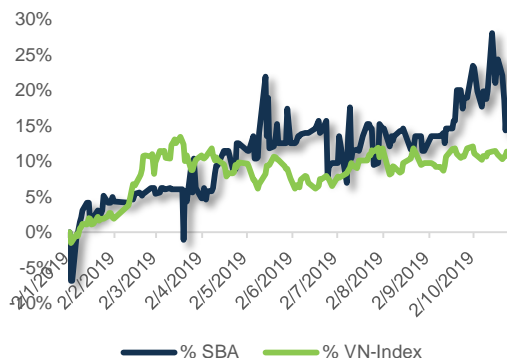
Phone: (+84 24) – 3773 7070/5910

Giá hiện tại : 14.950

Giá mục tiêu : 16.100

 Tăng/giảm : **+7,7%**
Khuyến nghị

THEO DÕI

Biến động giá cổ phiếu SBA và VNIndex


BÁO CÁO CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ 2019

I. Định giá và khuyến nghị

Bằng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** với cổ phiếu SBA với mức giá mục tiêu là **16.100 VND/cp** (+7,7% so với giá đóng cửa 14/11/2019). Nhà đầu tư có thể mua tại mức giá 13.650 VND/cp trở xuống (+18% so với giá mục tiêu).

II. Luận điểm đầu tư

- Hai hồ điều tiết năm giúp doanh nghiệp có khả năng điều tiết được thời điểm phát điện. SBA thường tích trữ nước để sản xuất điện vào giờ cao điểm với giá bán cao nhất.
- Dự kiến vận hành tổ máy thứ 3 (6MW) của nhà máy thủy điện Khe Diên vào tháng 6/2020 giúp doanh thu và lợi nhuận sau thuế giai đoạn 2019 - 2024 tăng thêm lần lượt 37% và 55% so với giai đoạn 2013 – 2018.
- Giá bán điện theo thị trường điện cạnh tranh và Biểu giá chi phí tránh được của SBA duy trì xu hướng tăng 2,5%/năm do: (1) Lạm phát trung bình 6 năm qua đạt 3,22% mỗi năm tác động tới chi phí sản xuất đầu vào của đơn vị phát điện. Chi phí đầu vào tăng lên do lạm phát khiến giá điện theo hợp đồng được điều chỉnh tăng theo quy định trong Thông tư 56/2014/TT-BCT. (2) Nhu cầu sử dụng điện được EVN dự báo sẽ tăng trưởng hàng năm khoảng 10% cho giai đoạn 2018-2030 do tăng trưởng nhu cầu sử dụng điện ở khu vực sản xuất và xây dựng, trong khi đó công suất nguồn không đáp ứng kịp.
- Doanh nghiệp chi trả cổ tức bằng tiền mặt hàng năm ổn định từ 1.000 – 2.000đ/cp. SBA dự kiến chi trả cổ tức bằng tiền năm 2019 là 1.200đ/cp, tương đương với tỷ lệ cổ tức/thị giá hiện tại là 8,03%.

III. Rủi ro và các yếu tố cần theo dõi

- Hiện tượng biến đổi khí hậu ngày càng rõ nét gây ra nhiều hiện tượng thời tiết cực đoan như bão, lũ, hạn hán,... Điều này khiến thủy văn có diễn biến khó lường, gây khó khăn cho việc dự báo và điều tiết phát điện.
- Tỷ lệ sản lượng điện năng thanh toán theo giá hợp đồng do Đơn vị phát điện và Đơn vị mua buôn điện thỏa thuận (hiện tại là Công ty mua bán điện EPTC), thống nhất hàng năm theo Thông tư 24/2019/TT-BCT.

Thông tin giao dịch
14/11/2019

Giá hiện tại (VND)	14.950
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	15.200
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	13.650
Số lượng CP niêm yết (cp)	60.488.261
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	21.209
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	0,04%
Vốn hóa (tỷ VND)	901
EPS trailing (VND/cp)	1.455,67
P/E trailing (lần)	10,27

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty Cổ phần Sông Ba
Địa chỉ	Số 573, Núi Thành, Q.Hải Châu, Đà Nẵng
Lĩnh vực chính	Sản xuất và kinh doanh điện.
Chi phí chính	Chi phí lãi vay, khấu hao, nhân công
Lợi thế cạnh tranh	Hồ điều tiết năm, giá vốn hàng bán rẻ

Cơ cấu cổ đông (30/9/2019)
Tỷ lệ

Tổng Công ty Điện Lực Miền Trung	39,22%
TGD. Phạm Phong	0,54%
Phó Chủ tịch HĐQT. Thái Văn Thắng	0,14%
Khác	60,10%

I. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. Sửa chữa dài ngày và lượng mưa thấp trong quý 3/2019 khiến kết quả kinh doanh 9T2019 giảm nhẹ so với cùng kỳ

BẢNG 1: KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2019, DỰ PHÓNG 2019

Tỷ đồng	9T/2019	9T/2018	9T yoy	%KH	2019F	yoy	%KH
Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ:	167,27	174,44	-4,11%	75,26%	230,72	-9,17%	103,81%
Sản lượng điện (triệu KWh)	131,65	129,82	+1,41%	69,29%	186	-1,78%	97,89%
Giá vốn hàng bán	47,90	49,06	-2,36%				
Lợi nhuận gộp	119,37	125,38	-4,79%				
Chi phí tài chính	36,02	39,73	-9,33%				
Chi phí lãi vay	35,47	39,73	-10,72%				
Chi phí quản lý doanh nghiệp	11,25	11,97	-6,08%				
Lợi nhuận thuần hoạt động kinh doanh	72,57	74,06	-2,01%				
Lợi nhuận trước thuế	73,59	74,11	-0,70%	92,57%	90,01	-11,10%	113,22%
Thuế TNDN	5,99	6,18	-3,12%				
Lợi nhuận sau thuế hợp nhất	67,61	67,93	-0,47%	92,15%	84,17	-10,52%	114,72%

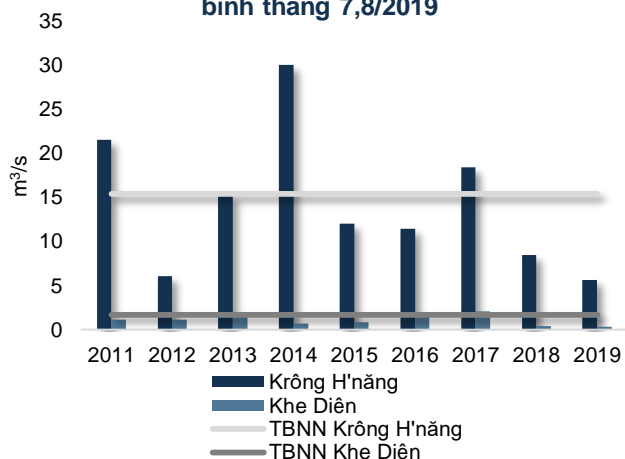
Nguồn: Báo cáo tài chính SBA quý 3/2019

Lũy kế 9T/2019, SBA có doanh thu đạt 167,27 tỷ đồng (-4,11%yoy), hoàn thành 75,26% kế hoạch năm. Cụ thể:

- NMTĐ Krông H'nh:
 - ✓ Doanh thu bán điện đạt 139 tỷ đồng (-0,7%yoy), hoàn thành 80,83% kế hoạch năm.
 - ✓ Sản lượng đạt 114,41 triệu kWh (+10,35%yoy), hoàn thành 73,34% kế hoạch năm.
- NMTĐ Khe Diên:
 - ✓ Doanh thu bán điện đạt 27,41 tỷ đồng (-14,77%yoy), hoàn thành 64,06% kế hoạch năm.
 - ✓ Sản lượng đạt 17,23 triệu kWh (-34,08%yoy), hoàn thành 50,69% kế hoạch năm.

Lưu lượng nước về các hồ tháng 7,8/2019 thấp nhất trong những năm vận hành đã qua

Biểu đồ 1: Lưu lượng nước về hồ trung bình tháng 7,8/2019



Nguồn: SBA, FPTS tổng hợp

Quý 3/2019 tại lưu vực các hồ Khe Diên, Krông H'nh hầu như không có mưa. Lưu lượng nước về hồ chứa Krông H'nh và Khe Diên trung bình tháng 7,8/2019 lần lượt chỉ đạt 5,65 m³/s, 0,33 m³/s. Trong khi mức trung bình nhiều năm tại 2 nhà máy này lần lượt đạt 15,41 m³/s và 1,66 m³/s. Đây là nguyên nhân chính khiến sản lượng điện của NMTĐ Krông H'nh vào quý 3/2019 chỉ đạt 26,62 triệu kWh (-20%yoy).

NMTĐ Khe Diên được tạm dừng sửa chữa, bảo dưỡng định kỳ từ 1/7/2019 đến 15/10/2019:

Khoảng thời gian sửa chữa dài, tuy nhiên đây là hoạt động cần thiết để duy trì hoạt động ổn định cho các tổ máy trong dài hạn. Kế hoạch sửa chữa, bảo dưỡng được lập vào đầu năm và kế hoạch sản lượng, doanh thu đã tính đến việc này. Thêm nữa, quý 2 hàng năm là mùa cạn tại Nam Trung Bộ, các hồ thường cạn nước. Mùa mưa bắt đầu vào quý 3 hàng năm, hồ chứa Khe Diên là hồ điều tiết năm nên có khả năng chứa nước lớn so với công suất chỉ 15MW. Cả khi trong điều kiện hệ thống hoạt động bình thường, NMTĐ Khe Diên có xu hướng tích trữ nước để tập trung phát điện trong quý 4, khi giá bán điện giờ cao điểm mùa khô được áp dụng.

2. Đánh giá khả năng hoàn thành kế hoạch năm 2019:

Chúng tôi đánh giá, SBA sẽ hoàn thành kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2019 như sau:

- Doanh thu đạt 230,72 tỷ đồng, hoàn thành 103,81% kế hoạch. Lợi nhuận sau thuế đạt 84,17 tỷ đồng, hoàn thành 114,72% kế hoạch.

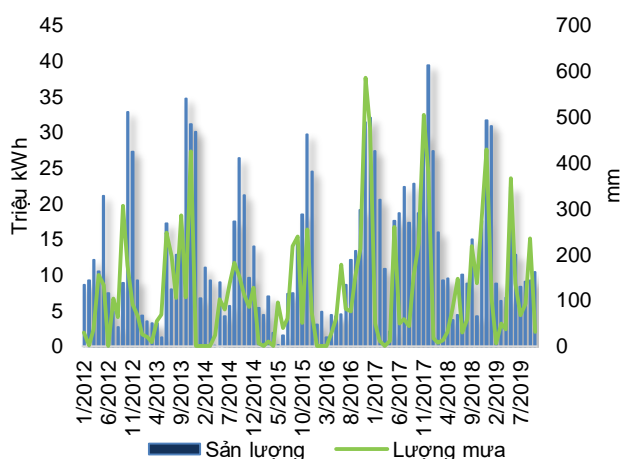
Theo dự báo của Trung tâm Khí tượng Thủy văn Quốc gia: Tháng 11/2019, tổng lượng mưa (TLM) tại khu vực Nam Trung Bộ thấp hơn trung bình nhiều năm (TBNN) từ 15-30%. Quý 4 hàng năm là thời kỳ lũ chính vụ trên các sông Trung, Nam Trung Bộ và khu vực Tây Nguyên, dòng chảy trên các sông có xu thế tăng dần. Đây cũng là nguyên nhân chính khiến sản lượng và doanh thu quý 4 hàng năm của các nhà máy thủy điện tại Nam Trung Bộ thường là cao nhất năm.

Tuy nhiên, tại lưu vực của NMTĐ Krông H' năng mùa mưa đến muộn hơn mọi năm vì vậy lượng mưa tháng 10 sẽ kém hơn mức trung bình nhiều năm và có xu hướng tăng vào 2 tháng cuối năm. Với việc đã hoàn thành được 73,34% kế hoạch năm về sản lượng, 80,83% về doanh thu và tình hình thủy văn trong quý 4/2019 theo phân tích, chúng tôi đánh giá rằng NMTĐ Krông H' năng sẽ hoàn thành đúng theo kế hoạch năm 2019. Đối với NMTĐ Khe Diên, với xu hướng lượng mưa 3 tháng cuối năm khả quan như dự báo trên, khả năng đạt được sản lượng bằng mức trung bình nhiều năm là khả thi. Theo đó, chúng tôi đưa ra dự báo doanh thu và sản lượng năm 2019 của 2 NMTĐ như sau:

- ✓ Doanh thu từ NMTĐ Krông H' năng đạt 188,66 tỷ đồng, hoàn thành 109,7% kế hoạch. Sản lượng đạt 156 triệu kWh, hoàn thành 100% kế hoạch.
- ✓ Doanh thu từ NMTĐ Khe Diên đạt 35,34 tỷ đồng, hoàn thành 82,6% kế hoạch. Sản lượng đạt 30 triệu kWh, hoàn thành 91,18% kế hoạch.

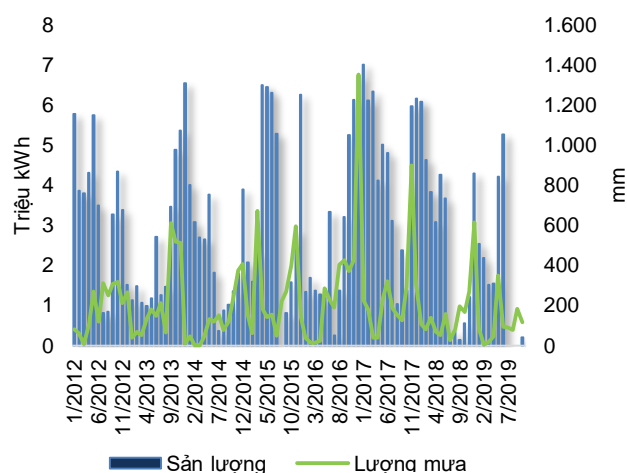
3. Sản lượng phụ thuộc lớn vào lượng mưa tại lưu vực và dự báo hiện tượng ENSO giai đoạn tới

Biểu đồ 2: Sản lượng và lượng mưa của NMTĐ Krông H' năng theo tháng



Nguồn: SBA, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 3: Sản lượng và lượng mưa của NMTĐ Khe Diên theo tháng



Nguồn: SBA, FPTS tổng hợp

Hai biểu đồ cho thấy sản lượng có sự tương quan khá lớn với lượng mưa. Hay nói cách khác, lượng mưa là yếu tố chính tác động tới sản lượng điện của SBA. Hiện tượng La nina đạt mức mạnh (strong) vào cuối năm 2016, 2017 khiến lượng mưa tại lưu vực NMTĐ Krông H' năng trong 2 quý cuối năm này đạt trung bình lần lượt 425 mm và 369 mm. Lượng mưa này gấp tới 3,1 – 3,6 lần mức trung bình nhiều năm. Theo đó, NMTĐ Krông H' năng năm

2017 đạt kết quả kinh doanh kỷ lục kể từ khi hoạt động với doanh thu, sản lượng lần lượt là 274 tỷ đồng và 247 triệu kWh. NMTĐ Krông H' năng tận dụng lợi thế trữ nước từ hồ điều tiết năm để phát điện vào giờ cao điểm mùa khô trên thị trường điện cạnh tranh. Vì vậy, giá bán điện trung bình năm 2018 của NMTĐ Krông H' năng đạt 1.312 đồng/kWh, cao hơn 25,6% so với giá bán điện theo hợp đồng (1.044,45 đồng/kWh).

Đối với nhà máy thủy điện Khe Diên: Lượng mưa có sự chênh lệch rất lớn giữa các tháng nhưng sản lượng lại thường duy trì ổn định ở mức cao hoặc thấp nhiều tháng liên tiếp. Điều này được giải thích bằng cơ chế thanh toán giá điện theo “Biểu giá chi phí tránh được” áp dụng với thủy điện nhỏ (Thông tư 32/2014/TT-BCT). Với lợi thế hồ điều tiết năm, khả năng trữ nước lớn so với công suất, NMTĐ Khe Diên có cơ sở để điều tiết phát điện vào giờ cao điểm mùa khô. Vì vậy, quý 3 hàng năm là mùa giá điện thấp điểm, sản lượng phát điện của NMTĐ Khe Diên thường thấp như trên biểu đồ. Theo đó, giá bán điện trung bình của NMTĐ Khe Diên năm 2018 đạt 1.975,28 đồng/kWh.

Theo Trung tâm Quốc gia về dự báo môi trường của Hoa Kỳ (NCEP), nhiều khả năng ENSO chuyển dần sang pha trung tính và El Nino đạt mức mạnh trở lên vào năm 2022. Đây là cơ sở để chúng tôi đánh giá thủy văn tại lưu vực và sản lượng điện cả SBA giai đoạn 2019 – 2014 có sự tương đồng lớn với giai đoạn 2013 – 2018.

**Hiện tượng ENSO dùng để chỉ chung 2 hiện tượng El Nino và La Nina.*

4. Giá bán điện có xu hướng tăng trưởng kép 2,5% tới năm 2030 do sức ép từ nhu cầu sử dụng điện tăng 10%/năm:

Theo lộ trình của Quy hoạch Điện VII điều chỉnh, nhu cầu sử dụng điện tăng trưởng kép 10% tới năm 2030 đến từ nhu cầu tăng mạnh ở nhóm ngành công nghiệp và xây dựng.

- ✓ (1) Điện là hàng hóa đặc biệt, không có khả năng lưu trữ nên công suất cũng phải tăng trưởng kép 10% để luôn sẵn sàng sản xuất đủ điện theo nhu cầu vào bất cứ thời điểm nào.
- ✓ (2) Sự khác biệt về thời gian (thủy điện mùa khô không hoạt động hết công suất) và vị trí địa lý (hao phí điện năng truyền tải) khiến công suất phải cao hơn 1,3 – 1,5 lần nhu cầu sử dụng điện.

Hai lý do trên khiến tổng công suất lắp máy phải tăng lên liên tục để đáp ứng nhu cầu sử dụng điện tương ứng. Đặc biệt vấn đề cung cấp điện trở nên cấp bách khi:

- Thủy văn tới năm 2022 được Trung Tâm Khí tượng Thủy văn Quốc gia dự báo không thuận lợi, xu hướng El nino tăng dần;
- Nhóm nhiệt điện than và khí cũng bị hạn chế nguồn cung than và khí đầu vào trong năm 2019 nên khả năng đáp ứng sản lượng điện sẽ không theo kịp với tăng trưởng nhu cầu sử dụng điện: Nguyên nhân do:
 - ✓ Theo kế hoạch sản xuất năm 2019 cần khoảng 54 triệu tấn than. Trong đó, EVN nhập khẩu 10 triệu tấn than cho 2 Nhà máy nhiệt điện Vĩnh Tân 4, Duyên Hải 3 và cần khoảng 44 triệu tấn than antraxit trong nước. Tuy nhiên, do Tập đoàn Than và khoáng sản (TKV) và Than Đông Bắc không cung cấp đủ nên dự kiến thiếu 8 triệu tấn than để phát điện.
 - ✓ Tương tự, các nhà máy điện trong hệ thống đang cần 22 triệu m³ khí/ngày đêm, nhưng hiện Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) chỉ có thể cung cấp được 16 triệu m³ khí/ngày đêm. Do đó, các nhà máy tua-bin khí đặt tại khu vực Phú Mỹ - Nhơn Trạch không huy động được hết công suất. Trường hợp cần huy động các nhà máy này thì phải đổ dầu vào phát điện với giá thành lên hơn 5.000 đồng/kWh. Trong khi mức giá bán lẻ điện bình quân quy định hiện nay là 1.720,65 đồng/kWh, sẽ tạo áp lực càng lớn.

Theo Báo cáo tại Hội nghị tổng kết thực hiện kế hoạch 2018 và triển khai nhiệm vụ năm 2019 của Tập Đoàn Điện lực Việt Nam

Giá điện tại NMTĐ Krông H' năng đang áp dụng theo cơ chế hợp đồng PPA tại Thông tư 56/2014/TT-BCT và NMTĐ Khe Diên áp dụng theo Biểu giá chi phí tránh được tại Thông tư số 32/2014/TT-BCT của Bộ Công Thương. Nguyên tắc đàm phán lại giá điện hợp đồng PPA và điều chỉnh giá điện niêm yết theo Biểu giá chi phí tránh được hàng năm dựa trên sự thay đổi các chi phí đầu vào của nhà máy điện. Với tình trạng nhu cầu sử dụng điện được dự báo tiếp tục tạo sức ép lên lạm phát, chi phí thành phần của nhà máy điện tăng theo. Do đó, chúng tôi ước tính giá bán điện của SBA có xu hướng tăng trung bình 2,5%/năm tới năm 2030.

5. Về ảnh hưởng khi vận hành theo Thị trường bán buôn điện cạnh tranh (VWEM):

Từ ngày 01/01/2019, VWEM chính thức vận hành, số lượng đơn vị mua buôn tăng lên 06 đơn vị (ngoài Công ty mua bán điện (EPTC), có thêm 05 Tổng công ty Điện lực), các đơn vị phát điện có cơ hội lựa chọn người mua trong giai đoạn đàm phán hợp đồng.

Trong giai đoạn đầu của VWEM, chỉ có các nhà máy mới (Vĩnh Tân 4, Thái Bình 1, Vĩnh Tân 4 mở rộng, Duyên Hải 3 mở rộng) ký hợp đồng trực tiếp với các Tổng Công ty điện lực. NMTĐ Krông H' năng cũng như những nhà máy khác vẫn bán điện cho EPTC. Các quy định về chào giá, vận hành, thanh toán cơ bản không thay đổi. Do đó, khi vận hành theo VWEM chưa ảnh hưởng về doanh thu, lợi nhuận so với khi vận hành theo Thị trường phát điện cạnh tranh trước đây. Điều cần theo dõi là tỷ lệ sản lượng điện năng thanh toán theo giá hợp đồng do SBA và Đơn vị mua buôn điện (hiện tại là EPTC) thỏa thuận, thống nhất hàng năm theo Thông tư 24/2019/TT-BCT (đối với nhà máy thủy điện Krông H' năng). Tỷ lệ sản lượng điện năng thanh toán theo giá hợp đồng càng giảm sẽ càng có lợi cho nhà máy thủy điện Krông H' năng do giá bán điện trên thị trường điện giao ngay cao hơn giá hợp đồng như phân tích trong mục 3 phần I.

6. Dự án mở rộng NMTĐ Khe Diên, nâng tổng công suất nhà máy từ 9MW lên 15MW:

Công ty đã hoàn thành các thủ tục đầu tư xây dựng theo quy định; Ký hợp đồng mua sắm thiết bị đồng bộ và chuẩn bị triển khai các hạng mục chính: Xây dựng nhà máy, kênh xả, đường ống áp lực... Dự kiến đưa vào vận hành tổ máy số 3 trong khoảng tháng 3-6/2020 (chậm hơn khoảng 6-9 tháng so với dự kiến lần đầu tại đại hội cổ đông năm 2018 do một số thủ tục phát lý bị chậm trễ). Thời gian hoàn vốn chủ sở hữu: 6 năm và 2,5 tháng. Chúng tôi đã cập nhật vào mô hình định giá về việc chậm trễ triển khai và vận hành tổ máy số 3 nêu trên.

Cơ sở: Qua đánh giá, dung tích hữu ích thực tế của hồ đạt 50,35 triệu m³, cao gấp đôi so với dung tích thiết kế. Các thông số chính của dự án:

- ✓ Tổng mức đầu tư (trước thuế VAT) : 90,97 tỷ đồng;
- ✓ Doanh thu trung bình năm : 58,1 tỷ đồng, tăng thêm so với nhà máy hiện nay là 14,31 tỷ đồng/năm (+33%). Lợi nhuận sau thuế tăng thêm 6 tỷ đồng/năm (Do tăng thêm 15 triệu kWh/năm giờ điện cao điểm mùa khô).

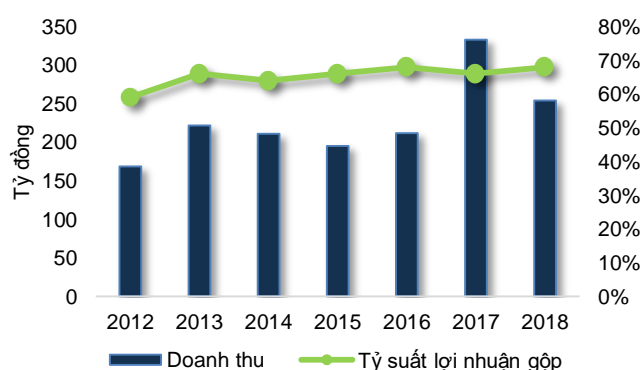
Nguồn vốn:

- ✓ Vay vốn tại Ngân hàng Thương mại Cổ phần Phương Đông (OCB) : 63,68 tỷ đồng, lãi suất ~ 9,6%; thời hạn vay: 132 tháng kể từ ngày giải ngân đầu tiên, ân hạn trả gốc: 12 tháng.
- ✓ Vốn tự có: 27,29 tỷ đồng, trích từ lợi nhuận sau thuế năm 2018 thông qua Quỹ đầu tư phát triển.

II. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

1. Biên lợi nhuận gộp trung bình có xu hướng ổn định

Biểu đồ 4: Kết quả hoạt động kinh doanh



Nguồn: SBA, FPTs tổng hợp

Như đã đề cập ở trên, tình hình doanh thu từng năm của SBA có sự tương quan khá chặt chẽ với tình hình thủy văn tại lưu vực. Vào những thời điểm mưa nhiều, cụ thể thường là quý 3,4 doanh thu của các nhà máy thủy điện như SBA khả quan. Điều này được giải thích là tuy giá điện vào mùa mưa không cao song sản lượng lớn giúp doanh thu khả quan vào 2 quý cuối năm.

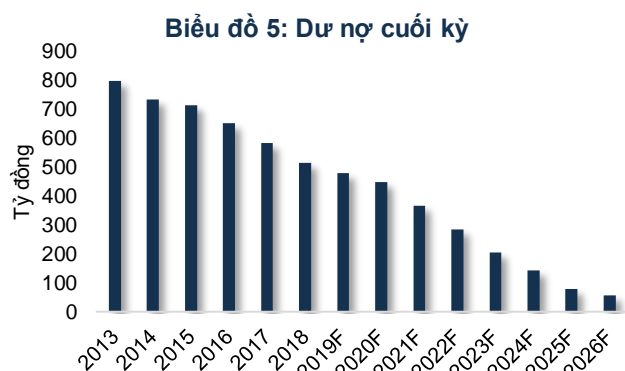
Biên lợi nhuận gộp trung bình có xu hướng ổn định do 2 chi phí lớn nhất là chi phí nhân công và chi phí khấu hao của SBA đều được tính theo doanh thu và sản lượng. Cụ thể:

- Chi phí nhân công hàng năm có mức khoán khoảng 8%/doanh thu.
- SBA thực hiện khấu hao theo sản lượng thực tế, ước tính khấu hao tài sản cố định để sản xuất 1kWh điện tại NMTĐ Krông H' năng và NMTĐ Khe Diên lần lượt là 201 đồng/kWh và 219 đồng/kWh.

2. Tình hình chi trả nợ vay

Tại ngày 26/3/2019, Công ty đã ký 2 hợp đồng vay dài hạn với Ngân hàng Phương Đông, chi nhánh Trung Việt. Cụ thể:

- Hợp đồng 1:
 - ✓ Hạn mức: 90.734.000.000 VND, thời hạn vay 62 tháng kể từ ngày rút vốn.
 - ✓ Mục đích: Tái tài trợ dự án thủy điện Khe Diên (cho vay mua nợ của Công ty tại VCB-CN Đà Nẵng).
- Hợp đồng 2:
 - ✓ Hạn mức: 72.000.000.000 VND, thời hạn vay 132 tháng kể từ ngày rút vốn.
 - ✓ Mục đích: Đầu tư Dự án mở rộng nhà máy thủy điện Khe Diên.



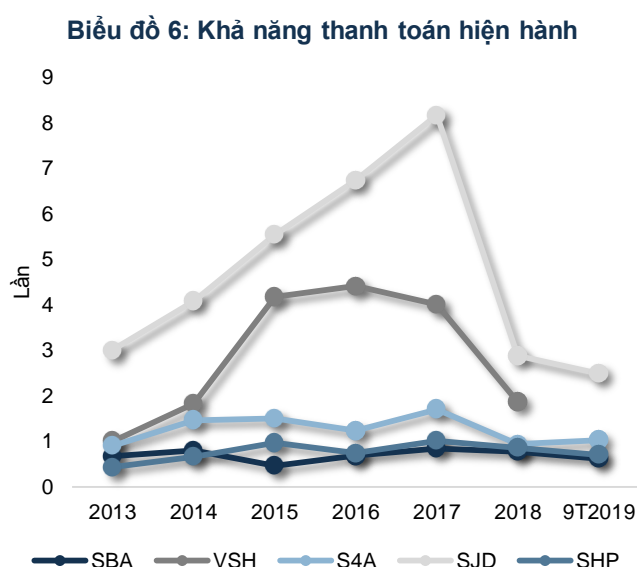
Nguồn: SBA, FPTS tổng hợp

- **Dư nợ:** Tính đến cuối quý 3/2019, tổng dư nợ chịu lãi của SBA tại các tổ chức tín dụng là 487 tỷ đồng, chiếm 37,8% tổng nguồn vốn. SBA có kế hoạch trả 63-82 tỷ đồng mỗi năm trong các năm tiếp theo và tất toán 2 khoản vay lớn nhất trước năm 2026. Trong năm 2019 và 2020, SBA sẽ vay mới 63,68 tỷ đồng để tài trợ dự án nâng cấp NMTĐ Khe Diên (đã giải ngân 14,78 tỷ đồng trong quý 3/2019).

- **Lãi suất:** Lãi suất trung bình cho tổng nợ vay của SBA khoảng 9,x% hàng năm. Khoản vay áp dụng lãi suất thả nổi, cập nhật hàng quý, song có xu hướng ít biến động.

Chúng tôi đánh giá, với lộ trình trả nợ như trên, SBA sẽ chịu sức ép lớn để chi trả cổ tức trong 3 năm tới. Việc thỏa thuận giãn trả nợ với ngân hàng có thể xảy ra, chúng tôi sẽ cập nhật trong báo cáo lần tới.

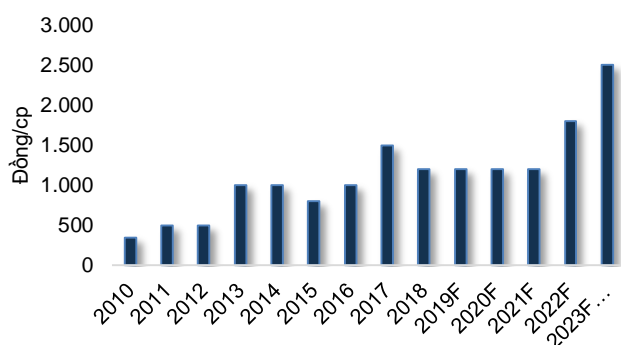
3. Khả năng thanh toán hiện hành chưa phải là rủi ro



Nguồn: FPTS tổng hợp

Chỉ số thanh toán hiện hành của SBA giai đoạn 2013 – 9T2019 thấp hơn so với các doanh nghiệp thủy điện tương đồng về công suất do lượng vốn lưu động hạn chế. Công ty cũng đã ký hợp đồng vay vốn ngắn hạn trong năm 2019 với số tiền vay tối đa 15 tỷ đồng để bổ sung nguồn vốn lưu động. Chúng tôi đánh giá trong 3 năm tới, SBA sẽ cần tới các khoản vay ngắn hạn để bổ sung vốn lưu động do kết quả kinh doanh kém khả quan theo tình hình thủy văn được dự báo, vốn tự có để đầu tư dự án Mở rộng NMTĐ Khe Diên và cân đối với việc trả cổ tức hàng năm. Tuy nhiên, rủi ro thanh toán hiện hành không lớn do SBA có thể ưu tiên trả nợ vay bằng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh nhiều hơn, chấp nhận trả cổ tức ít hơn. Bởi hàng năm, SBA thường dành trung bình 82% lợi nhuận sau thuế để chi trả cổ tức giai đoạn 2013 – 2018.

4. Dự kiến cổ tức các năm tới:

Biểu đồ 7: Cổ tức


Nguồn: SBA, FPTS tổng hợp

Dự kiến cổ tức bằng tiền 5 năm tới đã được SBA trình bày tại cuộc họp ĐHCĐ năm 2019 vào ngày 12/04/2019: Dự kiến từ năm 2019 ÷ 2021 không thấp hơn 1.200 đồng/cp; Năm 2022 có thể đạt 1.800 đồng/cp và từ năm 2023 có thể duy trì trên 2.500 đồng/cp. SBA dự kiến chi trả cổ tức bằng tiền năm 2019 là 1.200đ/cp, tương đương với tỷ lệ cổ tức/thị giá hiện tại là 8,03%. Chúng tôi đánh giá rằng, kế hoạch trả cổ tức như trên là khó thực hiện trong 3 năm tới khi áp lực trả nợ vay còn lớn và hiện tượng El nino được dự báo còn tiếp diễn. Tuy nhiên giai đoạn sau đó khả năng trả cổ tức có thể duy trì trên 2.000 đồng/cp.

III. CẬP NHẬT KHUYẾN NGHỊ VÀ ĐỊNH GIÁ

Bằng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF, chúng tôi cập nhật mức giá mục tiêu của SBA là **16.100 VND/cp** (+7,7% so với giá đóng cửa ngày 14/11/2019). Chúng tôi giữ khuyến nghị **THEO DÕI** với cổ phiếu SBA. Nhà đầu tư có thể mua tại mức giá 13.650 VND/cp trở xuống (+18% so với giá mục tiêu).

Kết quả định giá (làm tròn)

STT	Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Kết quả (VND/cp)	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	15.951	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	16.271	50%
Giá mục tiêu		(Đã làm tròn) 16.100	

Điều chỉnh giá mục tiêu

So với [kết quả định giá SBA lần đầu tháng 07/2018](#) là 18.397 VND/cp, mức định giá cập nhật thấp hơn 12,43%. Việc giảm mức giá khuyến nghị chủ yếu do các hệ số chiết khấu thị trường chứng khoán tăng so với báo cáo lần đầu tiên:

Các hệ số chiết khấu định giá	Báo cáo cập nhật T11/2019	Báo cáo lần đầu T7/2018
Beta đòn bẩy	0,91	0,77
Lãi suất phi rủi ro	6,50%	4,78%
Phần bù rủi ro	9,34%	8,51%
Chi phí sử dụng Vốn chủ sở hữu	14,97%	11,34%
Chi phí sử dụng Nợ trước thuế	9,24%	9,6%
WACC	12,52%	10,33%

Giá định mô hình định giá

Giá định mô hình	Giá trị	Giá định mô hình	Giá trị
WACC	12,52%	Phần bù rủi ro	9,34%
Chi phí sử dụng nợ trước thuế	9,24%	Hệ số Beta đòn bẩy	0,91
Chi phí sử dụng VCSH	14,97%	Tăng trưởng dài hạn	0%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 5 năm	6,50%	Thời gian dự phóng	19 năm

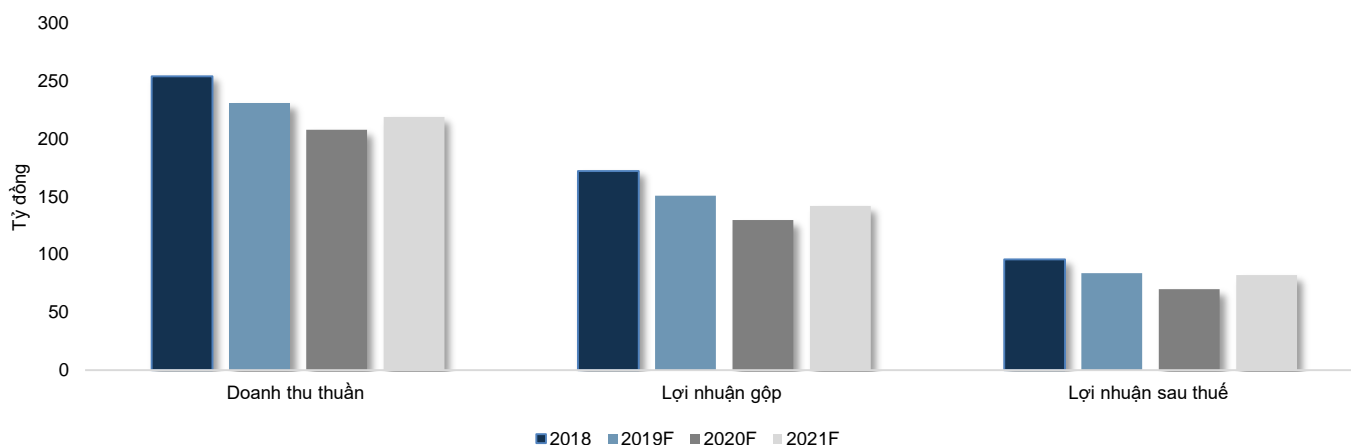
Tổng hợp định giá

Tổng hợp định giá FCFE (Đơn vị: Triệu VND)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền chủ sở hữu	811,712

(+) Tiền và đầu tư tài chính	0
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	0
Giá trị vốn chủ sở hữu	964,841
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	60,488
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	15.951

Tổng hợp định giá FCFF (Đơn vị: Triệu VND)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp	1334,000
(+) Tiền và đầu tư tài chính	0
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	514,734
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	0
Giá trị vốn chủ sở hữu	984,229
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	60,488
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	16.271

Kết quả dự phóng hoạt động kinh doanh SBA



TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH (Đơn vị: Tỷ VNĐ)

HĐKD	2018	2019F	2020F	2021F	CĐKT	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần	254	231	208	219	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	82	80	77	77	+ Tiền và tương đương tiền	11	6	7	3
Lợi nhuận gộp	172	151	130	142	+ Các khoản phải thu	83	75	75	76
- Chi phí bán hàng	0	0	0	0	+ Hàng tồn kho	2	2	2	2
- Chi phí quản lí DN	17	11	10	11	+ Tài sản ngắn hạn khác	1	1	1	1
- Doanh thu tài chính	0	1	0	0	Tổng tài sản ngắn hạn	98	83	84	82
- Chi phí tài chính	53	51	47	41	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	1.601	1.617	1.682	1.677
- Chi phí lãi vay	53	46	44	38	+ Khấu hao lũy kế	(411)	(449)	(482)	(516)
Lợi nhuận thuần HĐKD	103	90	74	90	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	1.190	1.168	1.200	1.161
- (Lỗ)/lãi khác	0	0	0	0	+ Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	103	90	74	90	+ Tài sản dài hạn khác	14	14	14	14

- Thuế TNDN	7	6	5	8
LNST	96	84	70	82
EPS (đ)	1.595	1.375	1.138	1.337

Chỉ số khả năng sinh lợi	2018	2019F	2020F	2021F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	68%	65%	63%	65%
Tỷ suất LNST	38%	36%	34%	37%
ROE DuPont	13,1%	11,1%	8,8%	9,7%
ROA DuPont	7,1%	6,5%	5,4%	6,3%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	40,6%	39%	35,8%	41,1%
LNST/LNTT	93,4%	93,5%	93,6%	91%
LNTT / EBIT	100%	100%	100%	100%
Vòng quay tổng tài sản	18,8%	17,7%	16,0%	16,9%
Đòn bẩy tài chính	183,5%	171,4%	164,4%	153,5%

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2018	2019F	2020F	2021F
CS thanh toán hiện hành	0,77	0,65	0,66	0,64
CS thanh toán nhanh	0,76	0,64	0,64	0,63
CS thanh toán tiền mặt	0,09	0,04	0,05	0,02
Nợ / Tài sản	0,39	0,37	0,34	0,29
Nợ / Vốn CSH	0,68	0,63	0,54	0,42
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,11	0,11	0,10	0,09
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,57	0,53	0,44	0,33
Khả năng TT lãi vay	1,96	1,96	1,71	2,35

Tổng tài sản dài hạn	1.223	1.200	1.233	1.194
Tổng tài sản	1.320	1.284	1.318	1.276

Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	1	5	4	3
+ Vay và nợ ngắn hạn	81	81	82	82
+ Nợ ngắn hạn khác	8	8	8	8
Nợ ngắn hạn	126	127	129	127
+ Vay và nợ dài hạn	433	398	365	283
+ Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Nợ dài hạn	433	398	365	283
Tổng nợ	559	526	494	410
+ Thặng dư	0	0	0	0
+ Vốn điều lệ	605	605	605	605
+ LN chưa phân phối	118	108	171	212
+ Khác	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	761	758	824	865
Tổng cộng nguồn vốn	1.320	1.284	1.317	1.275

Chỉ số hiệu quả vận hành	2018	2019F	2020F	2021F
Số ngày phải thu	84,0	96,3	95,0	90,0
Số ngày tồn kho	9,1	7,8	8,0	8,1
Số ngày phải trả	1,0	7,5	6,7	5,5
Thời gian luân chuyển tiền	92,1	96,5	96,2	92,6
COGS / Hàng tồn kho	34,8	47,0	45,9	45,1

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 tư vấn đầu tư 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 kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo cập nhật định giá, FPTS nắm giữ 57 cổ phiếu SBA và chuyên viên tư vấn đầu tư không nắm giữ cổ phiếu nào.

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

52 Lạc Long Quân, phường Bưởi
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.24) 37737070 / 2717171
Fax: (84.24) 37739058

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

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times Square,
136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm, Q1, Tp. Hồ
Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.28) 62908686
Fax: (84.28) 62910607

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

100 Quang Trung, P.Thạch Thang, Quận
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.236) 3553666
Fax: (84.236) 3553888