

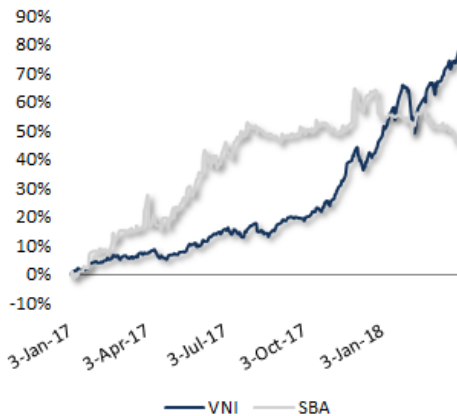
## CÔNG TY CỔ PHẦN SÔNG BA (HSX: SBA)

**Phan Huy Khôi**

Chuyên viên tư vấn đầu tư

 Email: [khoiph@fpts.com.vn](mailto:khoiph@fpts.com.vn)

Điện thoại: (+824) – 3773 7070 - Ext: 5910

**Biến động giá cổ phiếu SBA và VNIndex**


### CẬP NHẬT ĐHCĐ THƯỜNG NIÊN NĂM 2018

**Tổng doanh thu năm 2017 đạt 333,5 tỷ đồng (+60% yoy). Lợi nhuận sau thuế đạt 135,9 tỷ đồng (+112% yoy), theo đó EPS đạt 2.254 đồng.** Doanh nghiệp đã vượt 42% kế hoạch doanh thu và 80% kế hoạch lợi nhuận đặt ra trong năm 2017. Doanh thu tăng mạnh chủ yếu do lượng nước về hai hồ tăng đáng kể (La Nina đạt đỉnh vào cuối năm 2017 tạo ra mưa lớn tại Miền Trung.) ĐHCĐ năm 2018 thông qua trả cổ tức năm 2017 là 15% bằng tiền mặt.

**Năm 2018, SBA đặt kế hoạch doanh thu 257,5 tỷ đồng (-23% yoy) và lợi nhuận sau thuế 94,41 tỷ đồng (-30% yoy), trả cổ tức ít nhất 15% bằng tiền mặt.** Theo đánh giá của chúng tôi, KQKD năm 2018 của SBA có thể vượt 20% so với kế hoạch do tận dụng được nguồn nước tích trữ nhiều từ mùa mưa cuối năm 2017 và La Nina có thể kéo dài tới T5/2018 theo Trung tâm Khí tượng Thủy văn Việt Nam.

**Đầu tư mở rộng nhà máy thủy điện Khe Diên thêm 6,0MW** để tăng hiệu quả phát điện giờ cao điểm và giảm xả lũ qua đập tràn, nâng tổng công suất Nhà máy lên **15MW**. Dự án dự kiến hoàn thành vào tháng 10 năm 2019 sẽ giúp doanh thu của NMTĐ Khe Diên tăng thêm 33%, biên lợi nhuận gộp của SBA tăng thêm 3-4% sau đó.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho cổ phiếu SBA theo phân tích tình hình thực tế. Tuy nhiên, một số rủi ro cần lưu ý với nhà đầu tư như:

- Tình hình thủy văn ảnh hưởng trực tiếp tới sản lượng điện của các nhà máy thủy điện, đặc biệt biến đổi khí hậu khó lường.
- Rủi ro về chi phối giá bán và sản lượng do Công ty Mua bán điện trực thuộc EVN - độc quyền mua điện cho tới khi thị trường bán lẻ điện cạnh tranh vận hành (Năm 2025).

**Thông tin giao dịch (Ngày 20/4/2018)**

Giá hiện tại (VNĐ/cp)	15.700
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	17.250
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	13.000
Số lượng CP niêm yết	60.488.261
Số lượng CP lưu hành	60.288.271
KLGD b/quân 3 tháng (cp/phiên)	35.294
% sở hữu nước ngoài	0,3%
Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	604,9
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	946,5

**Tổng quan doanh nghiệp**

Tên	CTCP Sông Ba
Địa chỉ	Số 573, Núi Thành, Q.Hải Châu, Đà Nẵng
Doanh thu chính	Điện thương phẩm
Chi phí chính	Chi phí lãi vay, khấu hao, nhân công
Lợi thế cạnh tranh	Hồ điều tiết năm

**Danh sách cổ đông Tỷ lệ**

Tổng Công ty Điện lực Miền Trung	39,22%
TGD. Phạm Phong	0,52%
Phó Chủ tịch HĐQT. Thái Văn Thắng	0,14%
Khác	60,12%

## I. KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2017

**Tổng doanh thu năm 2017 đạt 333,5 tỷ đồng (+60% yoy). Lợi nhuận sau thuế đạt 135,9 tỷ đồng (+112% yoy).** Doanh nghiệp đã vượt 42% kế hoạch doanh thu và 80% kế hoạch lợi nhuận đặt ra trong năm 2017.

BẢNG 1: Kết quả HĐKD năm 2017 của SBA

	2016	KH năm 2017	2017	%Yo Y	% Kế hoạch	
<b>1. Tổng doanh thu (tỷ đồng)</b>	<b>208,21</b>	<b>235</b>	<b>333,52</b>	<b>+60%</b>	<b>+42%</b>	Doanh thu đột biến do công ty sử dụng được nguồn nước vào đúng thời điểm nhằm tối ưu giá điện (Phụ lục 1).
<b>2. Sản lượng điện thương phẩm 2 NMTĐ: (triệu kWh)</b>	<b>171,64</b>	<b>209</b>	<b>300,41</b>	<b>+75%</b>	<b>+44%</b>	Mưa nhiều vào cuối năm 2017 khiến sản lượng phát điện cao đột biến. Hợp đồng điện của NMTĐ Khe Diên được hưởng lợi theo Biểu giá chi phí tránh được. NMTĐ Krông H'nhăng cũng tận dụng tối ưu việc bán điện trên thị trường điện giao ngay.
+ Khe Diên	32,82	39	53,33	+63%	+37%	
+ Krông H'nhăng	138,82	170	247,08	+56%	+45%	
<b>3. Tổng chi phí (tỷ đồng)</b>	<b>142,62</b>	<b>153,6</b>	<b>188,45</b>	<b>+32%</b>	<b>+23%</b>	Biên lợi nhuận gộp ở mức cao trên 66% do đặc thù ngành thủy điện có chi phí sử dụng nguồn nước thấp. Biên lợi nhuận gộp ổn định do SBA hạch toán khấu hao theo sản lượng thực tế từ năm 2013.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>68%</i>		<i>66%</i>			
<i>Chi phí lãi vay</i>	<i>64,18</i>		<i>57,95</i>	<i>-10%</i>		Sau 7 năm, khoản nợ vay đầu tư Dự án NMTĐ Krông H'nhăng chỉ còn 583 tỷ đồng, giảm một phần ba. SBA có kế hoạch trả 50 tỷ đồng mỗi năm trong các năm tiếp theo và tắt toán khoản vay vào năm 2023 (Chi tiết theo Phụ lục 2). Từ năm 2018, Công ty sẽ vay thêm 63,68 tỷ đồng cho Dự án mở rộng NMTĐ Khe Diên.
<b>4. LNTT</b>	<b>69,61</b>	<b>81,39</b>	<b>145,07</b>	<b>+108%</b>	<b>+78%</b>	NMTĐ Krông H'nhăng đang được áp dụng mức thuế suất thuế TNDN là 10% trong thời hạn 15 năm (từ năm 2010 đến năm 2024). Năm 2010 là năm đầu tiên NMTĐ Krông H'nhăng có thu nhập chịu thuế theo đó Công ty được miễn thuế TNDN từ năm 2010 đến năm 2013 và giảm 50% thuế TNDN từ năm 2014 đến năm 2022.
Thuế TNDN	5,41		9,16	69%		Sau năm 2024, mức thuế suất thuế TNDN áp dụng cho SBA là 20% nên thuế TNDN phải nộp sẽ tăng mạnh.
<b>5. LNST</b>	<b>64,2</b>	<b>75,59</b>	<b>135,91</b>	<b>+112%</b>	<b>+80%</b>	

Nguồn: SBA, FPT'S Research

## II. KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2018

### 1. Chỉ tiêu kết quả kinh doanh

- Năm 2018, ban lãnh đạo SBA đưa ra kế hoạch kinh doanh khá thận trọng với **doanh thu 247,5 tỷ đồng (giảm 23% so với doanh thu năm 2017) và lợi nhuận sau thuế 94,41 tỷ đồng (giảm 30% so với năm 2017).**

BẢNG 2: Kế hoạch HĐKD năm 2018 của SBA

	Thực hiện năm 2017	Kế hoạch năm 2018	% tăng trưởng
<b>Doanh thu thuần (tỷ đồng)</b>	<b>300,41</b>	<b>257,5</b>	<b>-23%</b>
Khe Diên	53,39	46,5	
Krông H'năng	274,36	204	
Tư vấn	5,77	7	
Sản lượng điện (triệu kWh)	300	222	-26%
<b>Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)</b>	<b>135,91</b>	<b>94,41</b>	<b>-30%</b>

Nguồn: SBA, FPTs Research

**Chúng tôi đánh giá SBA sẽ hoàn thành kế hoạch ít nhất 20% do:**

- (1) Lượng mưa trong năm nay cao hơn mức trung bình nhiều năm ít nhất 20%: Tham khảo số liệu quá khứ năm 1999, 2011, 2017 (những năm La Nina đạt đỉnh), lượng mưa vào 2 năm tiếp theo nhỏ hơn thời điểm đạt đỉnh song vẫn cao hơn mức trung bình nhiều năm.

BẢNG 3: Kết quả HĐKD năm 2017 của SBA

Năm	2000	2001	...	2010	2011	...
Chênh lệch so với lượng mưa TBNN	60%	42%		20%	34%	

Nguồn: SBA, FPTs Research

- (2) Giá bán điện cao hơn năm 2017:

- ✓ Giá bán điện theo Biểu giá chi phí tránh được năm 2018 cao hơn 2.4% so với năm 2017.
- ✓ SBA tận dụng được lợi thế của hồ điều tiết theo năm để phát điện vào mùa khô trên thị trường điện giao ngay.

**Kết quả kinh doanh Quý 1/2018:** Thủy điện Sông Ba (SBA) công bố quý 1/2018 doanh thu thuần đạt hơn 80 tỷ đồng giảm gần 3 tỷ đồng so với cùng kỳ, lãi gộp đạt gần 60 tỷ đồng tăng 3,4% so với cùng kỳ. Sau khi trừ các khoản chi phí và thuế, SBA lãi ròng 38,8 tỷ đồng tăng 7,8% so với quý 1/2017.

SBA có doanh thu và lợi nhuận quý 1/2018 lần lượt vượt 13% và 33% kế hoạch, hoàn thành 41% kế hoạch năm 2018.

BẢNG 4: Kết quả HĐKD năm 2017 của SBA

Năm	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Thực hiện Quý 1/Kế hoạch	3,2%	13%	9,9%	(Lợi nhuận âm)	26,6%	41%

Nguồn: SBA, FPTs Research

Kết quả kinh doanh Quý 1/2018 đang có tỷ lệ hoàn thành kế hoạch tốt nhất từ lúc hoạt động đến nay. Đây là tín hiệu tốt để chúng tôi đánh giá khả năng vượt ít nhất 20% kế hoạch năm 2018 đề ra.

## **2. Dự án Mở rộng NMTĐ Khe Diên**

**Cơ sở:** Qua đánh giá, dung tích hữu ích thực tế của hồ đạt 50,35 triệu m<sup>3</sup>, 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 ngân hàng thương mại : 63,68 tỷ đồng, lãi suất ~ 9,5%;
- ✓ Vốn tự có: 27,29 tỷ đồng, trích từ Quỹ đầu tư phát triển công ty.

**Tiến độ thực hiện dự án:** Từ 18÷20 tháng (bao gồm cả giai đoạn chuẩn bị)

- ✓ Khởi công: Tháng 6/2018
- ✓ Đưa vào hoạt động: Tháng 10/2019.
- ✓ Thời gian hoàn vốn CSH: 6 năm và 2,5 tháng

### **Chúng tôi đánh giá:**

**Dự án giúp biên lợi nhuận gộp của SBA tăng thêm 3-4%** do hồ thủy điện Khe Diên sau khi mở rộng sẽ được tận dụng tối ưu trong mùa khô. Theo Biểu giá chi phí tránh được áp dụng đối với thủy điện nhỏ (Dưới 30 MW), giá điện cao điểm mùa khô cao gấp 3 lần giá điện các giờ còn lại (Bảng 5).

## **III. ĐÁNH GIÁ TRIỂN VỌNG VÀ RỦI RO**

### **Ngắn hạn và trung hạn:**

- ✓ Tích nước đầy hồ từ mùa mưa năm 2017 sẽ giúp SBA đạt sản lượng phát điện tốt trong mùa khô năm nay.
- ✓ Theo Trung tâm Khí tượng Thủy văn Quốc gia, hiện tượng La nina kéo dài tới tháng 5/2018 và chuyển dần sang pha trung tính.

### **Dài hạn:**

- ✓ Dự án nâng cấp NMTĐ Khe Diên tăng doanh thu do khai thác nguồn nước vào mùa khô cho hiệu quả cao hơn.
- ✓ Theo EVN, trong giai đoạn 2010 - 2030 nhu cầu điện ở Việt Nam tăng thêm 10% mỗi năm. Mục tiêu Quy hoạch điện VII vào năm 2020 Việt Nam đạt năng lực sản xuất 265 tỷ kWh, và đến năm 2030 đạt 572 tỷ kWh. Do đó với nhu cầu điện như hiện nay thì nguy cơ thiếu điện giai đoạn 2018-2030 là rất lớn.

#### IV. PHỤ LỤC

##### PHỤ LỤC 1: Các dạng hợp đồng điện của SBA

**Hiện nay, doanh thu bán điện của SBA đến từ 3 dạng hợp đồng:**

- **Giá điện theo hợp đồng:** Theo Hợp đồng sửa đổi, bổ sung số 03 ngày 24/08/2016 với Tập đoàn Điện lực Việt Nam, SBA đã đàm phán thành công với EVN nâng giá điện hợp đồng cho NMTĐ Krông H' năng từ 878,67 đồng/kWh lên 1044,45 đồng/kWh, sản lượng hợp đồng là 147 triệu kWh/năm. Hợp đồng có thời hạn 5 năm kể từ ngày ký kết.
- **Thị trường điện giao ngay:** 100 triệu kWh còn lại của NMTĐ Krông H' năng năm 2017 được bán trên thị trường điện giao ngay. Giá điện trung bình đạt 1206,36 đồng/kWh. Trong khi đó, giá điện trung bình toàn thị trường điện cạnh tranh giao ngay chỉ đạt 457 đồng/kWh. Như vậy, SBA đã tận dụng tốt lợi thế của hồ điều tiết năm để phát điện trong mùa khô, đặc biệt giờ cao điểm. Dự báo sản lượng điện giao ngay năm 2018 đạt 108 triệu kWh (+8% yoy).
- **Biểu giá chi phí tránh được:** Giá điện tại NMTĐ Khe Diên đang áp dụng theo Thông tư số 32/2014/TT-BCT của Bộ Công. EVN đảm bảo mua lại tất cả sản lượng điện của các NMTĐ nhỏ (công suất dưới 30MW) với mức giá quy định hàng (Biểu đồ 3). Giá bán điện giờ cao điểm mùa khô được công thêm giá công suất là 2.306 đồng/kWh. Năm 2017, giá điện trung bình tại NMTĐ Khe Diên là 1.001 đồng/kWh. Số giờ phát điện trong mùa khô đạt 99,5% do hồ Khe Diên là hồ điều tiết năm, khả năng tích nước trong mùa khô tốt.

**BẢNG 5: Biểu giá chi phí tránh được năm 2018**

Giá điện năng (đ/kWh)	Mùa khô			Mùa mưa			
	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	Phần điện năng dự
Miền Bắc	617	618	624	617	625	632	316
Miền Trung	615	617	622	615	622	630	315
Miền Nam	641	643	648	640	648	656	328
Giá công suất (cho cả 3 miền) (đ/kWh)	2.306						

*Nguồn: EVN, FPTs Research*

## PHỤ LỤC 2: Hai loại chi phí lớn: Khấu hao và Lãi vay

### 1. Khấu hao:

Khấu hao là chi phí lớn đặc thù của các NMTĐ với 50% chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố. SBA hạch toán khấu hao theo sản lượng thực tế theo Thông tư số 45/2013/TT-BTC. Các yếu tố chính của phương pháp như sau:

BẢNG 6: *Khấu hao theo sản lượng thực tế*

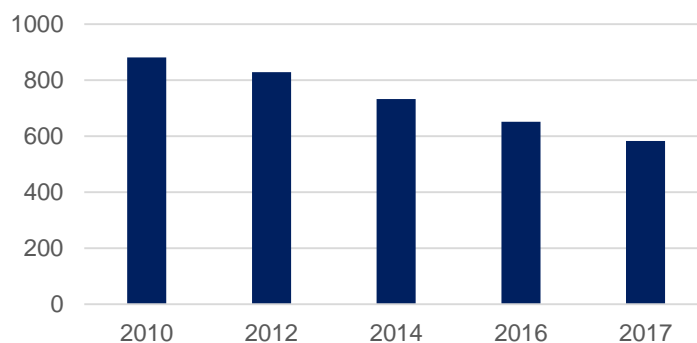
	Khe Diên	Krông H'ăng
Nguyên giá TSCĐ 31/12/2017	191 tỷ đồng	1.401 tỷ đồng
Thời gian khấu hao của Nhà cửa theo đăng ký của Cơ quan thuế	30 năm	50 năm
Thời gian khấu hao của Máy móc theo đăng ký của Cơ quan thuế	15 năm	15 năm
Công suất thiết kế trung bình mỗi năm	40,64 triệu kWh/năm	249,8 triệu kWh/năm

Nguồn: SBA, FPTs Research

Năm 2018 là năm hoạt động thứ 14 của NMTĐ Khe Diên, năm thứ 9 đối với NMTĐ Krông H'ăng. NMTĐ Krông H'ăng là động lực chính duy trì doanh thu trong nhiều năm tới cả về thời gian hoạt động và quy mô (Công suất NMTĐ Khe Diên là 9MW, NMTĐ Krông H'ăng là 64 MW).

### 2. Nợ vay

BẢNG 7: *Nợ vay dài hạn*



Nguồn: SBA, FPTs Research

- **Dư nợ:** Cuối năm 2017, số dư nợ vay dài hạn của SBA tại các tổ chức tín dụng là **582,6** tỷ đồng, tức đã trả được một phần ba khoản nợ vay trong 7 năm qua. Năm 2018, SBA có vay mới 63,68 tỷ đồng để tài trợ dự án nâng cấp NMTĐ Khe Diên.
- **Lãi suất:** Ngân hàng cho vay cam kết giữ biên độ cố định **2,6%** (VCB) và **2,4%** (OCB) trong suốt thời gian cho vay **cộng** với lãi suất bình quân công bố hàng quý của các Ngân hàng: VCB; BIDV; Vietinbank; Agribank; OCB. Đây là điều khoản rất quan trọng để đảm bảo mức chi phí lãi vay hàng năm hợp lý cho Công ty (lãi suất hiện nay tại VCB là **9,275%/năm** và OCB là **9,26%/năm**).
- **Trả nợ dự án Nâng cấp Khe Diên:** SBA trả nợ mỗi năm 1,14 tỷ đồng và tập trung tất toán phần lớn khoản nợ vay trong 3 năm tiếp theo. Như vậy, áp lực trả nợ vay của dự án trên là không nhiều.

## **Tuyên bố miễn trách nhiệm**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS 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 FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS 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, FPTTS nắm giữ 45 cổ phiếu SBA và chuyên viên phân tích 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 <https://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) 3 773 7070 / 271 7171  
Fax: (84.24) 3 773 9058

**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) 6 290 8686  
Fax: (84.28) 6 291 0607

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

100, Quang Trung, P. Thạch Thang,  
Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng  
ĐT: (84.236) 3553 666  
Fax: (84.236) 3553 888