

CÔNG TY CỔ PHẦN SÔNG BA (HSX: SBA)
Phan Huy Khôi

Chuyên viên tư vấn đầu tư

 Email: khoiph@fpts.com.vn

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

Biến động giá cổ phiếu SBA và VNIndex

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH NỬA ĐẦU NĂM 2018

Tổng doanh thu nửa đầu năm 2018 đạt 118,4 tỷ đồng (-16% yoy). Lợi nhuận sau thuế đạt 45,6 tỷ đồng (-16% yoy), theo đó EPS đạt 757 đồng. Doanh nghiệp đã vượt 6,3% kế hoạch doanh thu và 17,3% kế hoạch lợi nhuận đặt ra trong nửa đầu năm 2018. Doanh thu tăng mạnh chủ yếu do lượng nước về hai hồ tăng đáng kể (La Nina đạt đỉnh mức vừa phải vào cuối năm 2017 tạo ra mưa lớn tại Nam Trung Bộ).

Riêng Quý 2/2018, doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 37,9 tỷ đồng (-34% yoy), 6,8 tỷ đồng (-62%). So với kế hoạch, doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt giảm -9,3% và -30%.

SBA đã thực hiện trả cổ tức đợt 2 năm 2018 bằng tiền tỷ lệ 7% vào ngày 24/4/2018.

Chúng tôi giữ khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu SBA với giá mục tiêu là **18.397 đồng** trong trung và dài hạn theo phân tích tình hình thực tế (Chi tiết Báo cáo định giá [tại đây](#)). 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 doanh thu giảm do sự thay đổi của cơ chế mua bán điện trong ngành điện Việt Nam.

Thông tin giao dịch (Ngày 03/08/2018)

Giá hiện tại (VNĐ/cp)	14.700
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	17.250
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	14.500
Số lượng CP niêm yết	60.488.261
Số lượng CP lưu hành	60.288.271
KLGD b/quân 30 ngày (cp/phiên)	19.451
% sở hữu nước ngoài	0,58%
Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	604,9
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	886,3

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 QUÝ 2/2018

Tổng doanh thu nửa đầu năm 2018 đạt 118,4 tỷ đồng (-16% yoy). Lợi nhuận sau thuế đạt 45,6 tỷ đồng (-16% yoy). Doanh nghiệp đã vượt 6,3% kế hoạch doanh thu và 17,3% kế hoạch lợi nhuận đặt ra trong nửa đầu năm 2018.

Riêng Quý 2/2018, doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 37,9 tỷ đồng (-34% yoy), 6,8 tỷ đồng (-62%). So với kế hoạch, doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt giảm -9,3% và -30%.

BẢNG 1: Kết quả HĐKD Quý 2/2018 của SBA

	Q2/2017	KH Q2/2018	Q2/2018	%YoY	% Kế hoạch	
1. Tổng doanh thu (tỷ đồng)	57,61	41,82	37,92	-34%	-9,3%	Mặc dù giá bán điện của 2 nhà máy thủy điện đạt hơn 1.300 đồng, cao hơn năm ngoái khoảng 20% song tình hình thủy văn Quý 2/2018 không thuận lợi đã khiến doanh thu sụt giảm đáng kể. Tuy vậy, SBA cũng đã dự báo trước được kịch bản này và có kế hoạch kết quả kinh doanh khá thận trọng.
2. Sản lượng điện thương phẩm 2 NMTĐ: (triệu kWh)	52,2	32,4	28,5	-45%	-12%	Vừa qua, thời tiết diễn biến nắng nóng phức tạp, trên lưu vực các nhà máy hầu như không có mưa, lượng mưa trung bình là thấp nhất trong chuỗi số 0% liệu quan trắc, lưu lượng nước về các hồ giảm thấp, nên sản lượng các nhà máy được điều chỉnh linh hoạt để đảm bảo hiệu quả vận hành và phù hợp với kế hoạch sản lượng phát điện Quý 2/2018.
+ Khe Diên	13,91	11	11	-21%		
+ Krông H'nh	38,29	21,4	17,5	-55%	-18%	
3. Tổng chi phí (tỷ đồng)	37,7	30,4	29,9	-21%	-1,6%	Biên lợi nhuận gộp ổn định ở mức 66% do hạch toán khấu hao theo sản lượng thực tế, khoản chi phí nhân công bằng 8%/doanh thu.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	65,7%		66%			
<i>Chi phí lãi vay</i>	14,8		13,5	-10,4%		Chi phí lãi vay chỉ giảm khoảng 10% so với cùng kỳ năm ngoái tương ứng với mức giảm của tổng nợ chịu lãi. Chi phí quản lý doanh nghiệp tuy chỉ chiếm 12% trong tổng chi phí song về con số tuyệt đối có mức tăng là 26% so với Quý 2/2017. Nguyên nhân do việc triển khai mở rộng nhà máy Khe Diên cần thêm chi phí quản lý.
4. LNTT	20,15	11,42	8,29	-59%	-27%	NMTĐ Krông H'nh 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'nh 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. Sau năm 2024, mức thuế suất thuế TNDN áp dụng cho SBA là 20% nên thuế TNDN phải nộp sẽ tăng mạnh.
Thuế TNDN	2,12	1,68	1,48	-30%	-12%	
5. LNST	18,03	9,74	6,81	-62%	-30%	

Nguồn: SBA, FPT Research

II. KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2018

- Năm 2018, ban lãnh đạo SBA đưa ra kế hoạch kinh doanh khá thận trọng với **doanh thu là 257,5 tỷ đồng (giảm 23% so với doanh thu năm 2017) và lợi nhuận sau thuế là 94,41 tỷ đồng (giảm 30% so với năm 2017).**

Với phân tích thận trọng kết hợp với kết quả kinh doanh thực tế nửa đầu năm 2018, **chúng tôi điều chỉnh khả năng vượt kế hoạch kinh doanh của SBA khoảng 10% với những lý do sau:**

- (1) Lượng mưa trong năm nay cao hơn mức trung bình nhiều năm khoảng 10%:** Tham khảo số liệu quá khứ năm 1999, 2011, 2017 (những năm La Nina đạt mức vừa phải đến mức mạnh – chi tiết trong [Báo cáo định giá lần đầu - SBA](#)), lượng mưa vào 2 năm tiếp theo nhỏ hơn thời điểm đạt đỉnh song vẫn cao hơn mức trung bình nhiều năm.

BẢNG 2: Chênh lệch so với lượng mưa trung bình nhiều năm

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

Nguồn: SBA, FPT'S 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 tích thêm nước tới mùa khô năm sau, từ đó phát được nhiều điện hơn với giá cao.

III. ĐÁNH GIÁ ĐIỂM NHẤN VÀ RỦI RO

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- Hai hồ điều tiết năm giúp doanh nghiệp có khả năng sản xuất nhiều điện hơn vào giờ cao điểm, giá cao hơn.** SBA thường tích được nước vào mùa mưa để có thêm nước sản xuất điện vào giờ cao điểm mùa khô năm sau.
- Mở rộng nhà máy thủy điện Khe Diên từ 9MW lên 15MW** sẽ giúp doanh thu của nhà máy này tăng thêm 33% và tỷ suất lợi nhuận gộp tăng và ổn định khoảng 60%.
- Nhu cầu tiêu thụ điện trong nước vẫn tiếp tục tăng giúp doanh nghiệp đảm bảo sản lượng đầu ra.** Nhu cầu điện được dự báo sẽ tăng với tốc độ tăng trưởng hàng năm khoảng 10% cho giai đoạn 2018-2030 nhờ tăng trưởng nhu cầu sử dụng điện ở khu vực sản xuất và xây dựng.
- Doanh nghiệp chi trả cổ tức bằng tiền mặt hàng năm ổn định** trong tỷ lệ 10% - 20%.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Rủi ro doanh thu giảm do sự thay đổi của cơ chế mua bán điện trong ngành điện Việt Nam.** EVN hiện đang nắm vị thế độc quyền trong vai trò là bên mua điện từ các nhà máy điện và khâu phân phối truyền tải điện. Mặt khác, các doanh nghiệp phát điện phụ thuộc nhiều vào cơ chế mua bán điện.
- Ngành thủy điện phụ thuộc lớn vào tình hình thủy văn,** với tần suất xảy ra các hiện tượng thiên nhiên dị thường ngày càng lớn vì vậy làm ảnh hưởng đến công tác dự báo.

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:

1. Giá bán điện tại NMTĐ Krông H'nhăng:

- **Giá bán điện trung bình của NMTĐ Krông H'nhăng** trong quý 2/2018 đạt 1.335 đồng/kWh cao hơn 24% so với giá bán điện cùng kỳ năm ngoái.
- **Sản lượng đạt 17,5 triệu kWh giảm 54% so với cùng kỳ năm ngoái.** Nguyên nhân do: (1) 2 tổ máy của NMTĐ Krông H'nhăng được dừng để thực hiện sửa chữa, bảo dưỡng định kỳ trong quý này, nâng số ngày không phát điện trong quý lên 42 ngày (năm ngoái 30 ngày). Tình hình thủy văn không thuận lợi cũng khiến lượng mưa trong quý sụt giảm chỉ đạt 260 mm so với 322 mm của năm ngoái. Vì vậy, những ngày không phát điện còn lại là do doanh nghiệp chủ động lập lịch để tối ưu phát điện vào những ngày sau đó. Cụ thể, tổng công suất khả dụng chỉ đạt 38% (cùng kỳ năm ngoái đạt 54%). Như vậy, vào các quý sau, 2 tổ máy không cần thực hiện sửa chữa bảo dưỡng trong năm sẽ giúp sản lượng phát điện của nhà máy được tối ưu.

2. Giá bán điện tại NMTĐ Khe Diên:

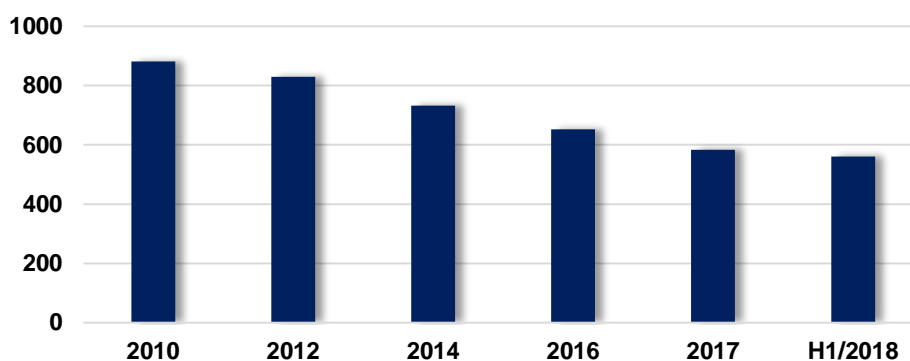
- **Biểu giá chi phí tránh được:** Giá điện tại NMTĐ Khe Diên đang áp dụng theo Thông tư số 32/2014/TT-BCT của Bộ Công. EVN đảm bảo mua lại tất cả sản lượng điện của các NMTĐ nhỏ (công suất dưới 30MW) với mức giá quy định hàng (Biểu đồ 3). Giá bán điện giờ cao điểm mùa khô được công thêm giá công suất là 2.306 đồng/kWh. Quý 2/2018, giá điện trung bình tại NMTĐ Khe Diên là 1.317,5 đồng/kWh cao hơn 14% so với giá điện cùng kỳ năm ngoái. Số giờ phát điện trong mùa khô đạt 81%.
- Dung tích hữu ích thực tế là 50,35 triệu m³ cao hơn gấp đôi so với số liệu đánh giá giai đoạn đầu của dự án (năm 2007). Với công suất hiện tại là 9MW, nhỏ hơn tương đối so với quy mô của hồ chứa giúp doanh thu và sản lượng của NMTĐ Khe Diên hàng năm khá ổn định mặc dù lượng mưa trong Quý 2/2018 tại lưu vực hồ chứa Khe Diên chỉ đạt 276 mm, bằng 47% so với lượng mưa cùng kỳ năm ngoái.
- Tính đến ngày 03/08/2018, NMTĐ Khe Diên đã dừng hoạt động 34 ngày để thực hiện sửa chữa, bảo dưỡng định kỳ cả 2 tổ máy (cùng kỳ năm ngoái dừng 32 ngày). Đây là khoảng thời gian SBA thường tranh thủ lúc mực nước thấp (tính tới ngày 25/7/2018 đạt 188,68m/187,44m) để thực hiện hoạt động này cho nhà máy nên chúng tôi đánh giá, việc sửa chữa trên không gây biến động về sản lượng lớn cho NMTĐ Khe Diên so với cùng kỳ năm ngoái.

BẢNG 3: Biểu giá chi phí tránh được năm 2018

Giá điện năng (đ/kWh)	Mùa khô			Mùa mưa			Phản điện năng dư
	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	
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: Cục Điều tiết Điện lực ERAV

Bảng 4: Nợ vay



Nguồn: SBA, FPT'S Research

- **Dư nợ:** Kết thúc nửa đầu năm 2018, số dư nợ vay của SBA tại các tổ chức tín dụng là **560** tỷ đồng, tức chỉ trả 20 tỷ đồng trong năm nay do tiền mặt hiện tại của doanh nghiệp đang hạn chế (Lũy kế dòng tiền kết thúc nửa đầu năm 2018 chỉ còn 15 tỷ đồng). 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 tư vấn đầu tư 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 57 cổ phiếu SBA và chuyên viên tư vấn đầu tư 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