

## CÔNG TY CỔ PHẦN THỦY ĐIỆN MIỀN NAM

**Đoàn Khắc Lâm**

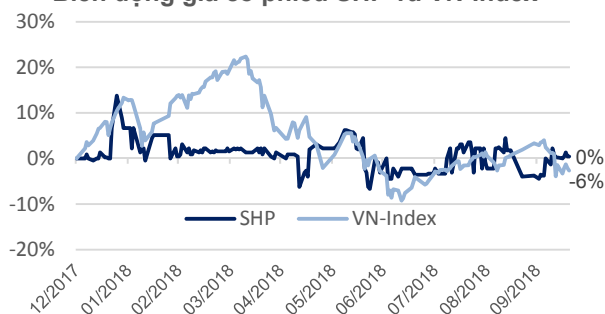
Chuyên viên tư vấn đầu tư

Email: lamdk@fpts.com.vn

Điện thoại: (+84 28)-6290 8686/8922

Giá hiện tại (24/10/2018): 22.600

Giá mục tiêu : 26.600

 Tăng/(giảm): **17,70%**
**Khuyến nghị**
**MUA**
**Biến động giá cổ phiếu SHP và VN-Index**

**Thông tin giao dịch ngày 24/10/2018**

Giá hiện tại (VND/cp)	22.600
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	25.600
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	21.000
Số lượng CP niêm yết (cp)	93.710.200
Số lượng CP đang lưu hành (cp)	93.710.200
KLGD bình quân 30 ngày	2.251
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.118
EPS trailing (đồng/cp)	2.076
P/E trailing (lần)	10,9

**Tổng quan doanh nghiệp**

Tên	CTCP Thủy điện Miền Nam
Địa chỉ	P.106 Tòa Nhà Citilight, 45 Võ Thị Sáu, P. ĐaKao, Q.1, Tp. Hồ Chí Minh
Doanh thu chính	Bán điện thương phẩm từ Thủy điện
Chi phí chính	Chi phí khấu hao, Thuế tài nguyên, chi phí nhân công, chi phí lãi vay
Lợi thế cạnh tranh	Máy móc thiết bị hiện đại, tiêu thụ đầu ra được đảm bảo
Rủi ro chính	Rủi ro thời tiết, rủi ro thanh khoản, rủi ro lãi suất

Danh sách cổ đông tại ngày 24/10/2018	Tỉ lệ (%)
Tổng Cty Điện lực miền Nam	48,86%
CTCP Cơ điện lạnh	10,69%
Cổ đông nội bộ	0,4%
Cổ đông khác	40,05%

### LỢI THẾ TỪ VỊ TRÍ ĐỊA LÝ VÀ ĐIỀU KIỆN THỦY VĂN, SỨC HẤP DẪN TỪ DÒNG CỐ TỨC ĐỀU ĐẶN

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu SHP – Công ty cổ phần Thủy điện Miền Nam niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu một cổ phiếu SHP là **26.600 đồng/cp**, cao hơn **17,70%** so với mức giá hiện tại. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung và dài hạn.

Chúng tôi ước tính doanh thu trong năm 2018 của SHP đạt khoảng 602 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế ước đạt 171,5 tỷ đồng, tương ứng mức EPS 1.830 đồng/cp.

### ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- ✓ **Nhu cầu điện trong nước tiếp tục tăng giúp tiêu thụ sản lượng đầu ra được đảm bảo:** Nhu cầu tiêu thụ điện trong nước dự báo tăng 10%/năm cho giai đoạn 2018-2030, tình trạng cung không đủ cầu, đặc biệt vào mùa cao điểm giúp lượng điện sản xuất của các nhà máy điện được đảm bảo tiêu thụ.
- ✓ **Hoạt động kinh doanh có nhiều thuận lợi nhờ vị trí địa lý, điều kiện khí hậu thủy văn:** SHP có lợi thế nhờ vị trí địa lý thuận lợi khi các nhà máy nằm tại Lâm Đồng – một trong những khu vực có lượng mưa cao nhất cả nước giúp số giờ phát điện bình quân cao hơn các nhà máy thủy điện tại miền Bắc và miền Trung. Đồng thời giảm hao phí truyền tải do các nhà máy được đặt gần khu vực Nam Bộ, nơi có nhu cầu tiêu thụ điện cao nhất cả nước.
- ✓ **Nợ vay phải trả lãi giảm, cơ cấu vốn cải thiện theo hướng tích cực:** Dòng tiền hoạt động kinh doanh của SHP hiện chủ yếu sử dụng trả cổ tức cho cổ đông và nợ vay. Với tốc độ giảm nợ hiện nay, mỗi năm SHP có thể tiết kiệm 13-15 tỷ đồng lãi vay, giúp tăng lợi nhuận.
- ✓ **SHP duy trì chi trả cổ tức tiền mặt ổn định:** Giai đoạn 2014 - 2017, SHP trả cổ tức tiền mặt từ 1.500 đ/cp - 1.700 đ/cp. Năm 2018, cổ tức tiền mặt dự kiến chi trả 1.600 đ/cp. Tỷ suất cổ tức/thị giá bình quân đạt 7,5% - 8%/năm. Chính sách cổ tức tiền mặt dự báo tiếp tục duy trì ổn định trong những năm tới.
- ✓ **Cổ phiếu đang được định giá thấp so với giá trị hợp lý của doanh nghiệp:** Bằng cách sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền, chúng tôi

xác định giá trị hợp lý của một cổ phiếu SHP là 26.600 đồng/cp, cao hơn 17,70% so với giá đóng cửa ngày 24/10/2018.

### RỦI RO ĐẦU TƯ

- ✓ **Rủi ro thời tiết:** SHP chịu nhiều ảnh hưởng của điều kiện thủy văn. Đặc biệt, vào mùa khô tại khu vực Lâm Đồng (từ tháng 12 năm trước đến tháng 4 năm sau), 2 nhà máy Đa Siat và Đa Dâng 2 chỉ có hồ chứa điều tiết ngày đêm, không có khả năng dự trữ nước và hoàn toàn phụ thuộc vào lưu lượng nước về trong ngày từ thượng nguồn.
- ✓ **Rủi ro biến động lãi suất:** Tính đến 30/09/2018, SHP còn 1.081 tỷ đồng nợ vay phải trả lãi. Ước tính lãi suất tăng 1% sẽ làm lợi nhuận SHP suy giảm khoảng 10 tỷ đồng.
- ✓ **Thanh khoản bình quân thấp:** Khối lượng giao dịch bình quân 30 phiên chỉ 2.251 cổ phiếu/phiên. Nhà đầu tư cần cân nhắc rủi ro thanh khoản khi mua vào SHP.

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### Lịch sử hình thành

CTCP Thủy điện Miền Nam (SHP) thành lập ngày 13/07/2004 với vốn điều lệ 250 tỷ đồng, hoạt động kinh doanh chính là đầu tư xây dựng, vận hành khai thác và kinh doanh điện năng. SHP hiện đang sở hữu và vận hành 3 nhà máy thủy điện trên thượng nguồn và phụ lưu sông Đồng Nai là Đa Siat, Đa Dâng 2 và Đa M'Bri. Công ty không có công ty con và công ty liên kết.



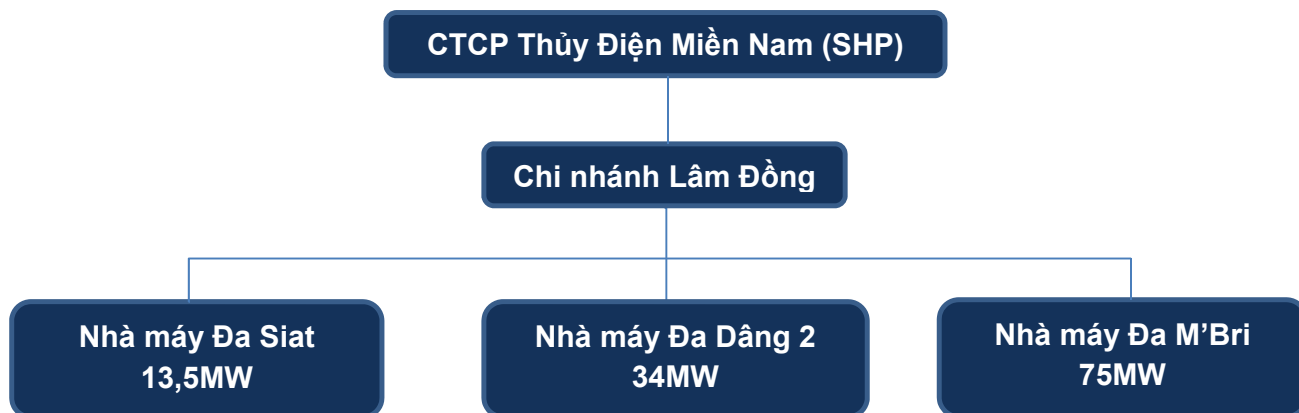
**2005:** CTCP Thủy điện Miền Nam đi vào hoạt động với vốn điều lệ 250 tỷ đồng.

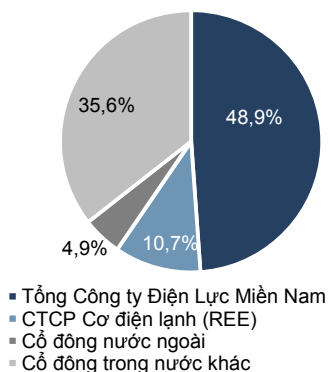
**2010:** Nhà máy Thủy điện Đa Siat (công suất 13,5MW) và nhà máy Đa Dâng 2 (Công suất 34MW) đi vào vận hành phát điện, SHP cũng chính thức đưa cổ phiếu đăng ký giao dịch tại sàn Upcom từ ngày 10/09/2010.

**2014:** Nhà máy Thủy điện Đa M'Bri (công suất 75MW), cổ phiếu SHP chuyển niêm yết lên Sở GDCK TP. Hồ Chí Minh (HSX).

**2015:** Nhà máy Đa M'Bri trực tiếp tham gia thị trường phát điện cạnh tranh.

### Cơ cấu tổ chức



**Biểu đồ 1: Cơ cấu cổ đông tại ngày 24/10/2018**


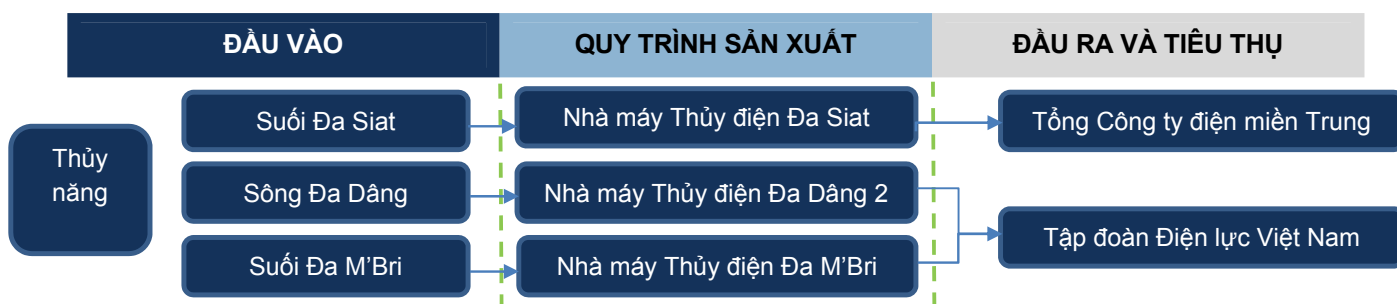
Cổ đông lớn nhất của SHP hiện nay là Tổng Công ty Điện lực Miền Nam với tỷ lệ sở hữu của 48,86% cổ phần. Ngoài ra, cơ cấu cổ đông của SHP còn có CTCP Cơ điện lạnh (REE) với tỷ lệ sở hữu 10,66%.

Tổng công ty Điện lực Miền Nam – Công ty con của Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) là đơn vị quản lý lưới điện phân phối từ 110 kv trở xuống và kinh doanh bán điện trên địa bàn 21 tỉnh/thành phố phía Nam.

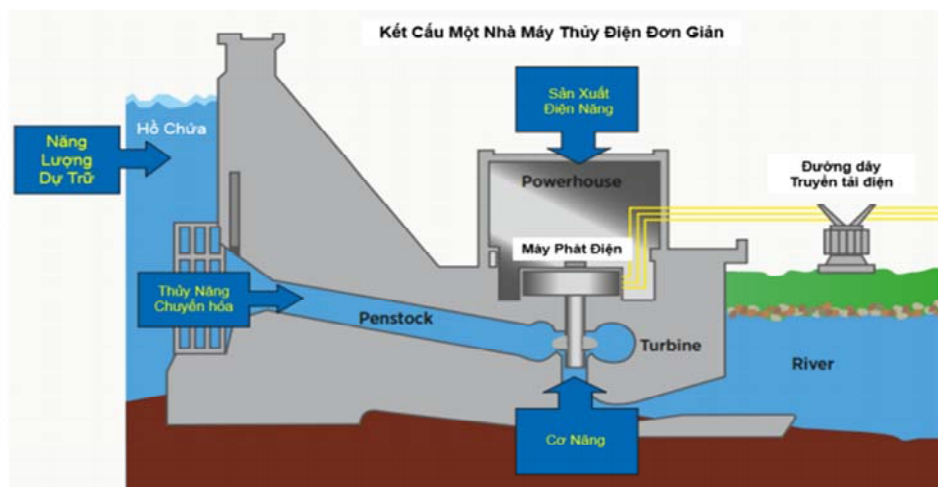
*Nguồn: SHP, FPTS tổng hợp*

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### Chuỗi giá trị sản xuất của SHP



Diễn giải



Thủy điện Đa Siat



Thủy điện Đa Dâng 2



Thủy điện Đa M'Bri

## Lĩnh vực hoạt động kinh doanh

SHP là doanh nghiệp hoạt động kinh doanh chính trong mảng thủy điện với 3 nhà máy:

### (1) Nhà máy thủy điện Đa Siat

Đa Siat là nhà máy thủy điện được xây dựng trên dòng chính suối Đa Siat, một nhánh bờ trái sông Đồng Nai. Với 2 tổ máy (công suất lắp đặt 6,75MW/tổ máy), khởi công tháng 6/2015 và chính thức phát điện từ tháng 01/2010. Tổng mức vốn đầu tư sau quyết toán là 339 tỷ đồng.

### (2) Nhà Máy thủy điện Đa Dâng 2

Đa Dâng 2 là nhà máy thủy điện được xây dựng trên sông Đa Dâng, kênh dẫn nước đến nhà máy đặt tại bờ trái sông Đa Dâng, khu vực ngã 3 cửa sông Đa Dâng đổ vào sông Đồng Nai, được khởi công xây dựng từ đầu năm 2008, chính thức phát điện tháng 9/2010 gồm 2 tổ máy (công suất 17MW/tổ máy). Tổng vốn đầu tư sau quyết toán là 498 tỷ đồng.

### (3) Nhà máy thủy điện Đa M'Bri

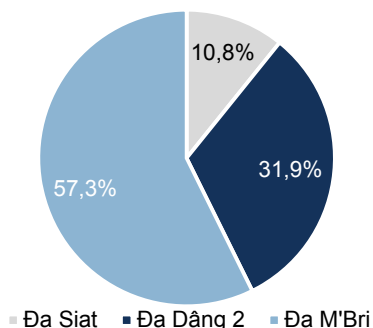
Đa M'Bri là dự án thủy điện mới nhất và có công suất lớn nhất của SHP, được xây dựng trên dòng chính suối Đa M'Bri, thuộc địa bàn xã Lộc Tân - huyện Bảo Lâm, xã Phước Lộc - huyện Đa Huoai và xã Triệu Hải - huyện Đa Tềh, tỉnh Lâm Đồng. Suối Đa M'Bri là một trong hai nhánh chính của sông Đa Huoai - một phụ lưu trái của sông Đồng Nai. Đa M'Bri là nhà máy mới nhất (đi vào hoạt động từ 2014) và cũng có công suất lắp đặt lớn nhất trong ba nhà máy của SHP với 2 tổ máy công suất 37,5MW/tổ máy. Tổng vốn đầu tư sau quyết toán là 2.418 tỷ đồng.

**Bảng 1: Thông tin về các nhà máy Thủy điện của SHP**

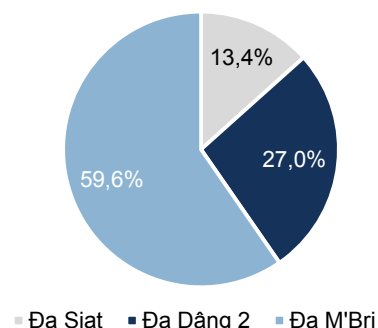
Nhà máy	Đa Siat	Đa Dâng 2	Đa M'Bri
Địa chỉ	TP. Bảo Lộc, Lâm Đồng	H. Đức Trọng, Lâm Đồng	H. Đa Tềh, Lâm Đồng
Số tổ máy	2	2	2
Tổng mức đầu tư (Tỷ đồng)	339	500	2.186
Tổng công suất (MW)	13,5	34	75
Suất đầu tư (Tỷ đồng/MW)	25,1	14,7	29,2
Sản lượng thiết kế (Triệu kwh/năm)	60	172,11	338,2
Loại Turbin	Francis	Francis	Francis
Ngày phát điện	01/2010	09/2010	05/2014

*Nguồn: SHP, FPTS tổng hợp*

**Biểu đồ 2: Cơ cấu sản lượng năm 2017**



**Biểu đồ 3: Cơ cấu doanh thu năm 2017**



*Nguồn: SHP, FPTS tổng hợp*

## Hoạt động sản xuất mang tính mùa vụ, phụ thuộc vào điều kiện thời tiết

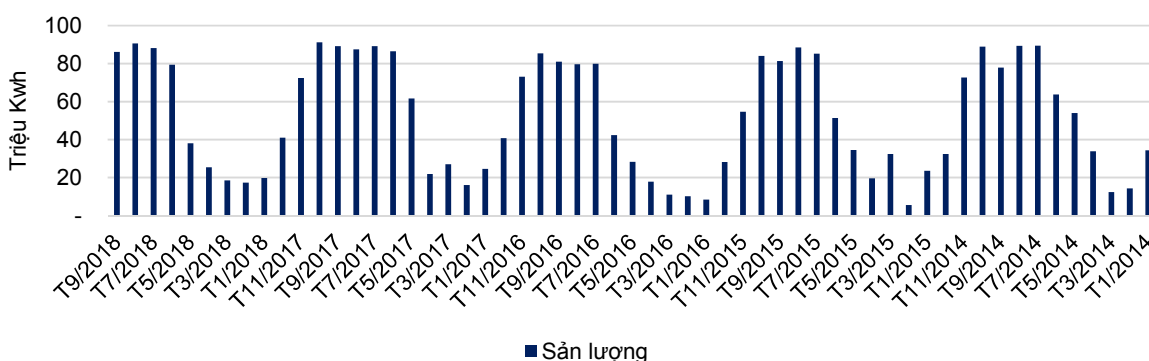
### (1) Tính mùa vụ của thời tiết

Ba nhà máy thủy điện của SHP đều đặt tại thượng nguồn sông Đồng Nai, tỉnh Lâm Đồng. Do nằm trong khu vực chịu ảnh hưởng của khí hậu nhiệt đới gió mùa, thời tiết tại Lâm Đồng có sự phân biệt mùa mưa và mùa khô rõ rệt: mùa mưa kéo dài 6 tháng (từ tháng 5 đến tháng 11 hàng năm) và mùa khô kéo dài 6 tháng (từ tháng 12 năm trước đến tháng 4 năm sau).

Trong 3 nhà máy của SHP, chỉ có nhà máy Đa M'Bi có hồ chứa điều tiết năm dung tích 56,3 triệu m<sup>3</sup>, còn nhà máy Đa Siat và Đa Dâng 2 chỉ có hồ chứa điều tiết ngày đêm dung tích 0,462 triệu m<sup>3</sup> và 0,912 triệu m<sup>3</sup>, khả năng phát điện hoàn toàn phụ thuộc chủ yếu vào lưu lượng nước về thượng nguồn.

Yếu tố mùa vụ của thời tiết và hạn chế trong khả năng tích trữ nước khiến sản lượng điện sản xuất của SHP cũng thay đổi theo mùa rõ rệt với quý 1 là thời gian cao điểm mùa khô nên sản lượng thường thấp nhất năm, còn quý 3 là quý đóng góp sản lượng điện cao nhất, qua đó tác động khá lớn đến kết quả kinh doanh của Công ty.

**Biểu đồ 4: Doanh thu, sản lượng sản xuất theo tháng của SHP**

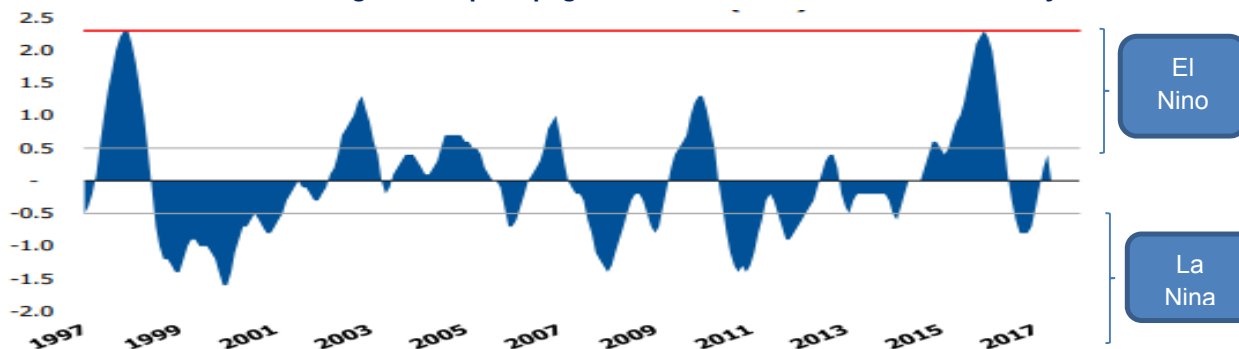


Nguồn: SHP, FPTs tổng hợp

Bên cạnh yếu tố mùa mưa và mùa khô ảnh hưởng đến sản lượng điện giữa các quý trong năm, sản lượng sản xuất của SHP còn chịu ảnh hưởng từ tính chu kỳ của hiện tượng El Nino và La Nina tác động đến lượng mưa hàng năm.

Vào năm 2015 – 2016, chu kỳ El Nino mạnh và kéo dài nhất trong lịch sử đã khiến sản lượng của SHP sụt giảm nghiêm trọng. Tuy nhiên, từ nửa đầu năm 2017, chu kỳ hạn hán ở khu vực miền Trung – Tây nguyên kết thúc, sau đó là hiện tượng La Nina diễn ra đã khiến sản lượng điện sản xuất của 2017 đạt kỷ lục. Chu kỳ thời tiết sẽ là yếu tố chi phối quan trọng đến hoạt động sản xuất của SHP trong những năm tiếp theo.

**Biểu đồ 5: Chỉ số Enso<sup>1</sup> thống kê về hiện tượng El Nino và La Nina từ năm 1997 đến nay**



Nguồn: Bloomberg

<sup>1</sup> ENSO là chữ viết tắt của các từ ghép El Nino Southern Oscillation (El Nino - Dao động Nam) để chỉ cả 2 hai hiện tượng El Nino và La Nina và có liên quan với dao động của khí áp giữa 2 bờ phía Đông Thái Bình Dương với phía Tây Thái Bình Dương - Đông Ấn Độ Dương (Được gọi là Dao động Nam) để phân biệt với dao động khí áp ở Bắc Đại Tây Dương), chi tiết về ENSO xem thêm tại: <http://www.vasi.gov.vn/khoa-hoc-cong-nghe/nhung-hieu-biet-ve-ens0-va-tac-dong-cua-no/t708/c304/i414>

## (2) Tính mùa vụ của giá bán

**Đối với Nhà máy Đa Siat:** Do được xếp vào nhóm thủy điện nhỏ (công suất lắp đặt dưới 30MW) và toàn bộ điện năng được bán theo “Biểu giá chi phí tránh được<sup>2</sup>” của Bộ Công thương công bố hàng năm. Mức giá trong biểu giá chi phí tránh được có sự phân chia rõ rệt giữa mùa mưa và mùa khô.

**Bảng 2: Biểu giá chi phí tránh được năm 2018**

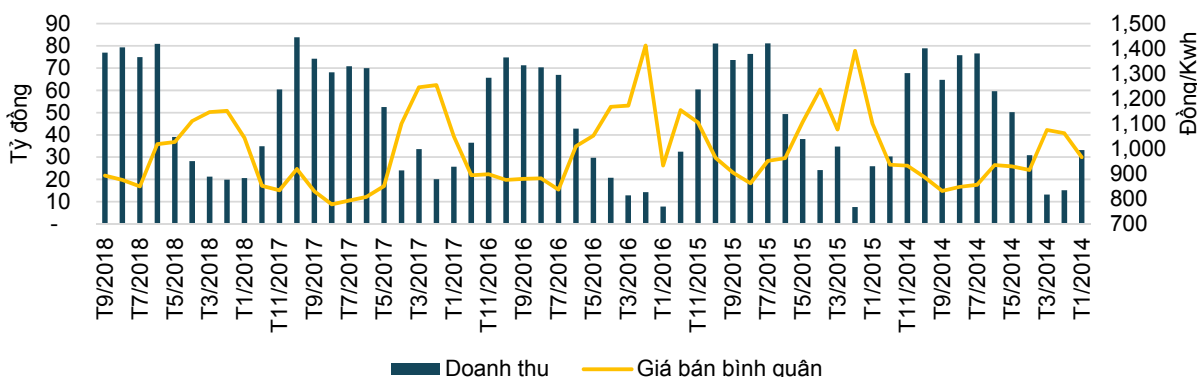
Giá điện năng (đ/kwh)	Mùa khô			Mùa mưa			Phần điện năng dư
	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	
Miền Bắc	617	618	624	617	625	632	316
Miền Trung	615	617	622	615	622	630	315
<b>Miền Nam</b>	<b>641</b>	<b>643</b>	<b>648</b>	<b>640</b>	<b>648</b>	<b>656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

Nguồn: QĐ 341-BCT ngày 24/01/2018 của Bộ trưởng Bộ Công thương

**Đối với nhà máy Đa Dâng 2 và nhà máy Đa M'Bri:** Hiện nay, khoảng 80% sản lượng điện sản xuất hằng năm của Đa Dâng 2 và Đa M'Bri được bán theo hợp đồng mua bán điện ký kết với Tập đoàn Điện lực Việt Nam, còn lại được bán trên thị trường phát điện cạnh tranh. Trong đó, giá bán điện hợp đồng (PPA - Power Purchase Agreement) của nhà máy Đa Dâng 2 được chia làm hai giai đoạn: Mùa khô và mùa mưa.

Với chênh lệch giữa giá hợp đồng mùa khô và mùa mưa, kết hợp với giá điện trên thị trường điện cạnh tranh có sự chênh lệch theo mùa (tăng cao vào mùa khô, do nguồn cung từ thủy điện giảm trong khi nhu cầu sử dụng điện tăng và giảm thấp trong mùa mưa) khiến cho giá bán điện bình quân của SHP có sự cách biệt lớn giữa các quý trong năm.

**Biểu đồ 6: Doanh thu và giá bán bình quân của SHP**



Nguồn: SHP, FPTs tổng hợp

### Giá bán điện của Đa Siat cao hơn Đa Dâng 2 và Đa M'Bri

Như đã nói ở trên, trong 3 nhà máy của SHP, giá bán của Đa Siat được áp dụng theo biểu phí tránh được hàng năm áp dụng cho nhà máy thủy điện nhỏ (công suất dưới 30MW). Đối với Đa Dâng 2 và Đa M'Bri, khoảng 80% sản lượng được bán theo giá hợp đồng PPA cho từng nhà máy, sản lượng còn lại được bán trên thị trường điện.

Với mức giá căn cứ trên biểu giá chi phí tránh được, mức giá bán điện bình quân của nhà máy Đa Siat cao hơn đáng kể so với giá bán bình quân của Đa Dâng 2 và Đa M'Bri vốn phụ thuộc chủ yếu vào giá hợp đồng PPA được tính toán trên tổng mức đầu tư, đời sống kinh tế, tỷ lệ điện tự dùng, tỷ lệ vốn chủ sở hữu - vốn vay, thời gian trích khấu hao, lãi suất, thuế... của nhà máy với tỷ suất sinh lợi nội tại về tài chính (IRR) không vượt quá 12%.

<sup>2</sup> *Biểu giá chi phí tránh được* là biểu giá được tính toán căn cứ vào các chi phí tránh được của hệ thống điện quốc gia khi có 01 (một) kwh công suất phát từ nhà máy thủy điện nhỏ được phát lên lưới điện phân phối. *Chi phí tránh được* là chi phí sản xuất 01 (một) kwh điện của tổ máy phát có chi phí cao nhất trong hệ thống điện quốc gia, chi phí này có thể tránh được nếu Bên mua mua 01kwh từ một nhà máy thủy điện nhỏ thay thế.



**Bảng 3: Giá bán bình quân của 3 nhà máy điện của SHP**

Đơn vị: đồng/kwh	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	9th2018
Đa Siat	742,1	867,8	923,0	891,9	1.075,9	1.065,5	1.079,5	1.132,2
Đa Dâng 2	669,2	687,7	682,3	733,4	759,2	751,7	738,5	799,9
Đa M'bri	-	-	-	994,7	1,099,8	970,3	922,2	994,5

Nguồn: SHP, FPTS tổng hợp

## Thị trường - Đối thủ cạnh tranh

### (1) Tiêu thụ điện đầu ra được đảm bảo, SHP có lợi thế cạnh tranh so với các nhà máy nhiệt điện và các nhà máy thủy điện miền Bắc và miền Trung

Hiện nay, việc tiêu thụ điện đầu ra của SHP đã được đảm bảo bởi hợp đồng mua bán điện dài hạn được ký giữa Công ty và Tập đoàn Điện lực Việt Nam, Tổng Công ty Điện lực miền Trung.

Đặc điểm của các nhà máy thủy điện là chi phí nguyên vật liệu đầu vào không đáng kể trong giá thành sản xuất điện, do đó, giá thành điện của các nhà máy thủy điện thấp hơn so với các nhà máy nhiệt điện. Đây là lợi thế của SHP nói riêng và các nhà máy thủy điện nói chung khi tham gia thị trường điện cạnh tranh có thể chào giá thấp hơn mỗi khi có nước về và chạy hết công suất trong khi các nhà máy nhiệt điện cần bán ở giá tối thiểu cao hơn chi phí nguyên liệu và chỉ bán được điện sau khi nguồn cung thủy điện không đáp ứng hết nhu cầu điện năng (đặc biệt là tình trạng thiếu điện nghiêm trọng trong mùa khô).

So với các nhà máy thủy điện từ khu vực miền Trung và miền Bắc, SHP cũng có lợi thế nhờ vị trí thuận lợi nằm tại miền Nam – khu vực chiếm khoảng 50% lượng điện tiêu thụ cả nước nhưng nguồn điện tại chỗ chỉ đáp ứng được khoảng 80% nhu cầu và phần thiếu hụt được truyền tải từ miền Bắc và miền Trung vào qua đường dây 500kv Bắc – Nam với hao phí truyền tải từ 7%-9%.

Tính bình quân, số giờ chạy bình quân của các nhà máy thủy điện của SHP giai đoạn 2015-2017 lên đến đến 5.000 – 5.500 giờ/năm, cao hơn các nhà máy ở miền Bắc và miền Trung. Nguyên nhân là do: (1) Lượng mưa ở các khu vực, (2) Chủ trương ưu tiên huy động nguồn điện tại chỗ của EVN nhằm giảm áp lực cung ứng cho đường dây 500kv cũng như tiết kiệm chi phí nhờ giảm hao phí truyền tải. Việc đầu ra được đảm bảo, lợi thế về vị trí giúp SHP chủ động trong sản xuất, nâng cao lợi nhuận hàng năm khi gặp điều kiện thủy văn thuận lợi.

**Bảng 4: Số giờ chạy tương đương ở công suất tối đa của một số nhà máy điện**

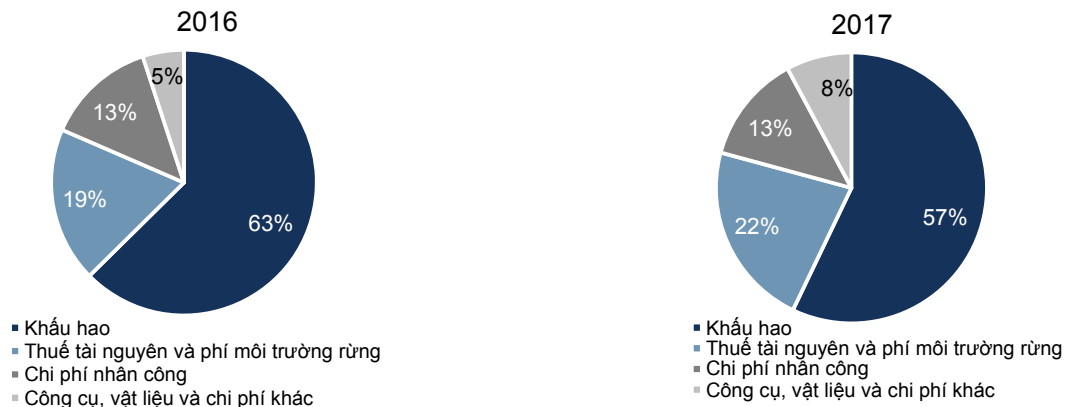
Mã CK	Tên nhà máy	Loại	Khu vực	Số giờ chạy tương đương công suất tối đa			Bình quân
				2017	2016	2015	
TBC	Thác Bà	Thủy điện lớn	Miền Bắc	4.091	2.537	2.848	3.159
CHP	A Lưới	Thủy điện lớn	Miền Trung	5.127	3.732	3.857	4.239
VSH	Vĩnh Sơn, Sông Hinh	Thủy điện lớn	Miền Trung	6.363	4.936	4.902	5.400
SBA	Krong Hnang	Thủy điện lớn	Miền Trung	3.859	2.171	1.906	2.645
	Khe Diên	Thủy điện nhỏ	Miền Trung	5.925	3.670	4.670	4.755
SJD	Ry Ninh II	Thủy điện nhỏ	Tây Nguyên	6.698	5.925	5.555	6,059
	Cần Đơn	Thủy điện lớn	Miền Nam	5.337	3.041	3.646	4,008
SHP	Đa M'Bri	Thủy điện lớn	Miền Nam	5.413	4.527	4.771	4.904
	Đa Dâng 2	Thủy điện lớn	Miền Nam	6.645	4.537	4.988	5.390
	Đa Siat	Thủy điện nhỏ	Miền Nam	6.052	4.741	4.718	5.170

Nguồn: Báo cáo các doanh nghiệp, FPTS tổng hợp

## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

### Chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng chi phí sản xuất

**Biểu đồ 7: Cơ cấu chi phí sản xuất của SHP**



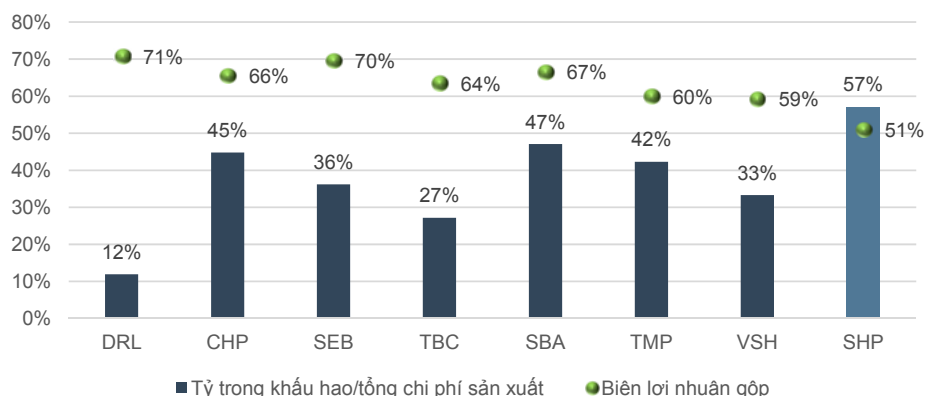
Nguồn: SHP, FPTS tổng hợp

#### (1) Khấu hao: Chi phí phi tiền mặt chiếm trên 50% tổng chi phí sản xuất

Do thủy điện là ngành có yêu cầu cao về vốn đầu tư thiết bị sản xuất và nhà máy ban đầu, tương tự như hầu hết các doanh nghiệp thủy điện khác, khấu hao là chi phí chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng chi phí sản xuất của SHP với tỷ trọng bình quân từ 50%-60% tổng chi phí sản xuất hàng năm (năm 2017, tỷ trọng chi phí khấu hao trong tổng chi phí sản xuất là 57,1%). Hiện nay, các tài sản cố định của SHP đều được khấu hao theo phương pháp đường thẳng, tổng chi phí khấu hao hàng năm khá ổn định, ít biến động.

So với một số doanh nghiệp thủy điện khác đang niêm yết, tỷ lệ khấu hao trên tổng chi phí sản xuất của SHP cao hơn dẫn đến SHP có biên lợi nhuận gộp thấp hơn các doanh nghiệp cùng ngành. Nguyên nhân là do các nhà máy của SHP có tuổi đời khá mới, nhất là với Đa M'Bri, nhà máy mới nhất và lớn nhất của SHP chỉ mới đưa vào hoạt động 2014. Ngược lại, thiết bị máy móc còn mới và hiện đại cũng là ưu thế giúp các nhà máy của SHP có số giờ hoạt động bình quân cao, tiết kiệm thời gian, chi phí sửa chữa, bảo dưỡng.

**Biểu đồ 8: Tỷ trọng khấu hao trong tổng chi phí sản xuất và biên lợi nhuận gộp một số doanh nghiệp thủy điện năm 2017**



Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, FPTS tổng hợp

#### (2) Chi phí tài nguyên nước và dịch vụ môi trường rừng tăng 20,7% từ 1/12/2017, tuy nhiên đây là chi phí danh nghĩa sẽ được bên mua điện hoàn lại vào giá bán

Theo Nghị định số 147/2016/NĐ-CP của Chính phủ về chính sách chi trả dịch vụ môi trường rừng, Quyết định 4495/QĐ-BCT ngày 20/11/2017 của Bộ Công thương về giá điện thương phẩm để tính thuế tài nguyên nước, từ ngày 01/12/2017, giá bán lẻ điện thương phẩm tính thuế tài nguyên nước là 1.720,65 đồng/kwh (trước đó là 1.622,01 đồng/kwh) và mức



phí dịch vụ môi trường rừng áp dụng đối với các cơ sở sản xuất thủy điện là 36 đồng/kwh điện thương phẩm, tăng 16 đồng so với trước.

Như vậy, theo các quy định này, từ 1/12/2017, SHP phải trả phí dịch vụ môi trường rừng và tài nguyên nước là 122,0375 đồng/kwh, tăng 20,937 đồng/kwh so với giai đoạn trước đó. Điều này làm tăng phí dịch vụ môi trường và tài nguyên nước trong cơ cấu giá vốn của SHP năm 2018 dự báo cao hơn 2017 dù sản lượng sản xuất giảm. Tuy vậy, đây chỉ là khoản chi phí danh nghĩa khi theo quy định, bên mua điện có trách nhiệm thanh toán mức phí này cho bên bán thông qua giá bán điện thương phẩm của nhà máy thủy điện.

### (3) Chi phí nhân công tăng nhưng chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng chi phí

Trong cơ cấu chi phí nhân công của SHP, 2/3 là chi phí cho lao động trực tiếp sản xuất và tính vào chi phí giá vốn, 1/3 là chi phí lao động quản lý và tính vào chi phí quản lý doanh nghiệp. Trong giai đoạn 2015-2017, chi phí nhân công của đã tăng trưởng với mức bình quân 10%/năm theo mức tăng thâm niên của người lao động và mức năng lương tối thiểu vùng của nhà nước.

Với chính sách năng lương tối thiểu vùng của nhà nước từ 5%-7%/năm những năm qua, khá sát với tăng tỷ lệ lạm phát hàng năm, chúng tôi dự báo tốc độ tăng của chi phí này trong tổng chi phí sản xuất của SHP sẽ tiếp tục tăng với tốc độ tương đương trong những năm tới. Với tỷ trọng 12,96% tổng chi phí sản xuất của SHP trong 2017, mức tăng này sẽ khiến tổng chi phí sản xuất của SHP dự báo tăng khoảng 0,5%-1%/năm.

### SHP được hưởng nhiều ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) đến 2028

Do đầu tư tại địa bàn có điều kiện kinh tế xã hội đặc biệt khó khăn, SHP được hưởng thuế suất ưu đãi 10% trong 15 năm, miễn thuế trong 4 năm đầu và giảm 50% trong 9 năm tiếp theo kể từ khi dự án đi vào hoạt động, điều này giúp công ty tiết kiệm đáng kể chi phí thuế hàng năm. Mức thuế suất thực tế trong giai đoạn 2014-2017 chỉ 3,3% và sẽ tăng lên 5% từ 2018 sau khi nhà máy Đa M'Bri hết thời gian được miễn thuế.

**Bảng 5: Biểu thuế suất TNDN ưu đãi của SHP và thuế suất thuế TNDN của một số nhà máy thủy điện trong 2017**

	2010-2013	2014-2017	2018-2022	2023-2024	2025-2026	2027-2028
Đa Siat	0%	5%	5%	10%	Hết ưu đãi	Hết ưu đãi
Đa Dâng 2	0%	5%	5%	10%	Hết ưu đãi	Hết ưu đãi
Đa M'Bri	-	0%	5%	5%	5%	10%

**Mức thuế suất TNDN áp dụng tại một số nhà máy thủy điện khác trong 2017**

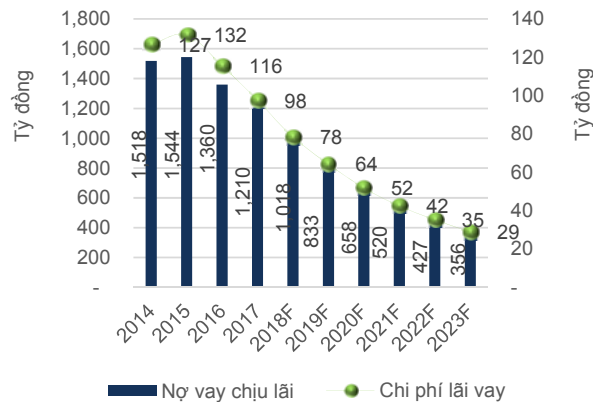
CHP	TBC	TMP	DRL	SEB	SBA
A Lưới	Thác Bà	Thác Mơ	Dray H'linh 2	EaKrong-Rou	Khe Diên
5%	20%	20%	5%	5%	20%
					Krông H'nh
					5%

*Nguồn: SHP, BCTC các doanh nghiệp, FPTs tổng hợp*

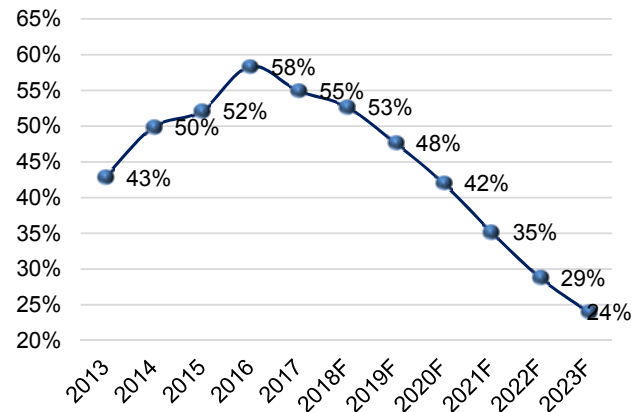
### Nợ vay phải trả lãi giảm dần giúp giảm chi phí lãi vay, cơ cấu vốn được cải thiện tích cực

Trong giai đoạn 2010 - 2013, SHP đã tăng cường huy động nguồn vốn đầu tư cho nhà máy Đa M'bri bằng các khoản nợ dài hạn. Hệ số Nợ/VCSH tăng mạnh lên 1,47 trong quý 2/2014 so với 0,67 vào năm 2010. Tuy nhiên, sau khi dự án nhà máy Đa M'Bri được hoàn thành (năm 2014), 2 nhà máy còn lại đã đi vào hoạt động ổn định, tỷ trọng nợ phải trả trên tổng tài sản có xu hướng giảm.

Tính tại thời điểm 30/09/2018, tổng nợ vay phải trả lãi của SHP là 1.081 tỷ đồng, giảm 10,6% so với cuối năm 2017. Hiện nay, dòng tiền của SHP chủ yếu được sử dụng để chi trả cổ tức và các khoản nợ theo hợp đồng vay đầu tư nhà máy. Bình quân mỗi năm SHP chi trả khoảng 150-180 tỷ đồng nợ vay, với mức lãi suất ổn định như giai đoạn 2016-2017, vay nợ giảm giúp SHP tiết kiệm được khoảng 13-15 tỷ đồng chi phí lãi vay, lợi nhuận gia tăng tương ứng.

**Biểu đồ 9: Dư nợ vay và chi phí lãi vay của SHP**


Nguồn: SHP, FPTIS tổng hợp, dự báo

**Biểu đồ 10: Tỷ trọng nợ vay trong cơ cấu vốn của SHP**


Nguồn: SHP, FPTIS tổng hợp, dự báo

## Chính sách trả cổ tức tiền mặt ổn định

**Bảng 7: Tình hình chi trả cổ tức tiền mặt của SHP**

Năm	2015	2016	2017	2018F
Cổ tức tiền mặt (đồng/cổ phiếu)	1.600	1.500	1.700	1.600
Tỷ suất cổ tức/thị giá (%)	8,1%	7,5%	7,4%	7,1%

Nguồn: SHP, FPTIS tổng hợp

Tỷ lệ cổ tức tiền mặt của SHP được duy trì ở mức 1.500 – 1.700 đồng/cổ phiếu/năm. Do sự thận trọng trong kế hoạch kinh doanh trong năm 2018, ban lãnh đạo SHP đã trình Đại hội đồng cổ đông kế hoạch chi trả cổ tức dự kiến năm 2018 là 1.600 đồng/cổ phiếu. Với thị giá SHP trên thị trường quanh mức 22.000 đồng/cổ phiếu, tỷ suất cổ tức đạt 7,3%.

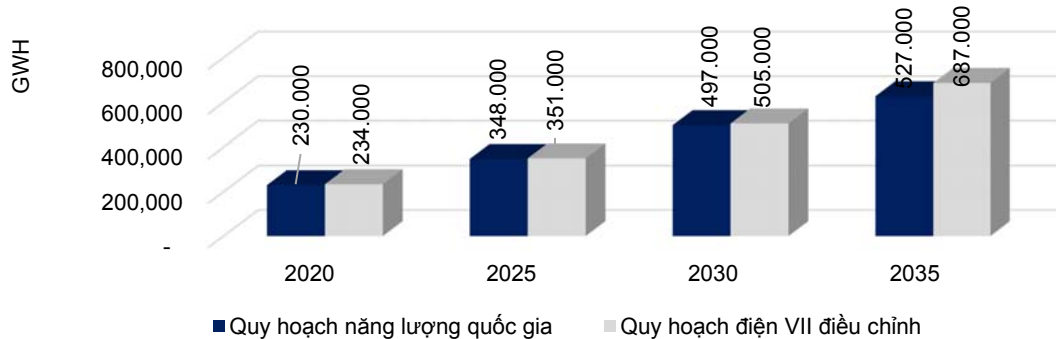
Với việc không có kế hoạch đầu tư lớn trong thời gian tới (Nhà máy điện mặt trời tại Đa Dâng 2 vẫn đang trong giai đoạn chờ Bộ Công thương phê duyệt, tuy nhiên, mức đầu tư nếu thực hiện cũng ước tính khoảng 15% - 17% tổng tài sản của SHP hiện tại, trong đó phần lớn sẽ được tài trợ bằng vốn vay). Chính sách cổ tức tiền mặt là điểm hấp dẫn với được các nhà đầu tư trung và dài hạn, đầu tư với mong muốn có thu nhập ổn định hàng năm.

## TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

### Nhu cầu tiêu thụ điện tại Việt Nam còn nhiều dư địa tăng trưởng

Tỷ lệ tiêu thụ điện ở Việt Nam đã tăng trưởng với tốc độ bình quân 12% trong giai đoạn 2006 - 2016, gấp đôi mức tăng trưởng GDP (bình quân 6%/năm), Quy hoạch phát triển ngành điện điều chỉnh – Tổng sơ đồ VII (ban hành tháng 3/2016) dự báo lượng điện tiêu thụ sẽ tăng trưởng ở mức 10-11% trong đến năm 2030. Cụ thể, lượng điện tiêu thụ ước tính đạt 245 - 265 tỷ kwh vào năm 2020, 352 - 379 tỷ kwh vào năm 2025 và 506 - 559 tỷ kwh vào 2030. Riêng giai đoạn 2018 - 2020, Quyết định 219/QĐ-TTg phê duyệt kế hoạch sản xuất kinh doanh của EVN dự báo, nhu cầu tiêu thụ điện giai đoạn 2018 - 2020 dự kiến tăng trưởng ở mức 10%/năm.

**Biểu đồ 11: So sánh nhu cầu điện và khả năng cung cấp theo Quy hoạch điện VII điều chỉnh**



Nguồn: Báo cáo triển vọng năng lượng 2017- Bộ Công thương

### Giá bán điện sẽ tăng trưởng trong dài hạn dù tốc độ tăng chậm

Trong điều kiện các khu vực có khả năng xây dựng nhà máy thủy điện lớn (nguồn điện giá rẻ) đã được tận dụng hết, Việt Nam sẽ phải hướng đến các nguồn điện có chi phí cao hơn (nhiệt điện than, nhiệt điện khí,...) để đáp ứng nhu cầu điện năng. Thực tế trong các quy hoạch phát triển nguồn điện thời gian tới, tỷ trọng nhiệt điện (than, khí) cũng ngày càng cao trong cơ cấu sản lượng điện sản xuất,....

Với việc giá các loại nhiên liệu hóa thạch (than đá, dầu mỏ, khí đốt) trong xu hướng tăng, điều này dự báo sẽ làm tăng giá vốn của các nhà máy nhiệt điện thì giá điện theo biểu chi phí tránh được và trên thị trường điện.

**Bảng 8: Biểu giá chi phí tránh được tại khu vực miền Nam giai đoạn 2013-2018**

Năm	Giá công suất (đ/kwh)	Mùa khô			Mùa mưa			Phần điện năng dư (đ/kwh)
		Giờ cao điểm (đ/kwh)	Giờ bình thường (đ/kwh)	Giờ thấp điểm (đ/kwh)	Giờ cao điểm (đ/kwh)	Giờ bình thường (đ/kwh)	Giờ thấp điểm (đ/kwh)	
2012	1.805	638	629	596	583	574	559	279
2013	1.805	666	657	624	611	602	587	293
2014	1.805	666	657	624	611	602	587	293
2015	2.158	663	662	623	598	602	605	302
2016	2.242	637	638	642	636	644	652	326
2017	2.242	637	638	642	636	644	652	326
2018	2.306	641	643	648	640	648	656	328

Nguồn: FPTIS tổng hợp

### SHP lên kế hoạch đầu tư nhà máy điện mặt trời nhưng sẽ không kịp hoàn thành trước tháng 6/2019 để được hưởng ưu đãi theo cơ chế hiện hành

Theo quy hoạch điện VII điều chỉnh, nguồn điện sử dụng năng lượng mặt trời sẽ đẩy nhanh phát triển nhằm đưa tổng công suất nguồn điện mặt trời từ mức không đáng kể hiện nay lên 850MW vào năm 2020, khoảng 4.000 MW vào năm 2025 và 12.000 MW vào năm 2030. Điện năng sản xuất từ điện mặt trời sẽ chiếm khoảng 0,5% tổng nguồn cung cấp

điện vào 2020, 1,6% vào 2025 và 3,3% vào 2030, góp phần giảm tải thiếu hụt nguồn điện trong mùa khô (lượng mưa giảm ảnh hưởng hoạt động của các nhà máy thủy điện nhưng bù lại là nguồn bức xạ mặt trời tăng cao).

Để thúc đẩy các doanh nghiệp đầu tư vào năng lượng mặt trời, Thủ tướng Chính Phủ đã phê duyệt “Cơ chế khuyến khích phát triển các dự án điện mặt trời tại Việt Nam” tại Quyết định số 11/2017/QĐ-TTg ngày 11/04/2017 với nhiều hỗ trợ về giá bán điện, thời hạn hợp đồng, ưu đãi thuế, phí, tiền sử dụng đất, tiền thuê đất.... Cơ chế này có hiệu lực từ 01/06/2017 đến 30/06/2019.

**Bảng 9: Mục tiêu phát triển một số loại năng lượng tái tạo**

Loại hình Năng lượng tái tạo	2016	2020	2025	2050
Thủy điện (MW)	17.000	21.600	24.600	27.800
Điện mặt trời (MW)	-	850	4.000	12.000
Điện gió (MW)	120	800	2.000	6.000

*Nguồn: Quy hoạch điện VII điều chỉnh*

Tại ĐHCĐ thường niên 2017, SHP đã thông qua kế hoạch đầu tư vào dự án điện mặt trời tại khu vực Nhà máy Đa Dâng 2. Được biết SHP sẽ tận dụng quỹ đất có sẵn của nhà máy để lắp đặt các tấm máy điện, giúp tiết kiệm được nhiều chi phí liên quan so với đầu tư xây dựng một nhà máy hoàn toàn mới, đồng thời giảm chi phí xây dựng hệ thống đầu nối với hệ thống điện quốc gia do tận dụng được hệ thống hiện hữu.

Hiện nay dự án điện mặt trời của SHP vẫn đang trong giai đoạn hồ sơ trình Bộ Công thương phê duyệt, và qua trao đổi với doanh nghiệp cho biết, tiến độ từ khi chính thức mời thầu mua sắm thiết bị, lắp đặt và đưa vào hoạt động dự kiến trong khoảng 1 năm. Như vậy, dự án điện mặt trời gần như chắc chắn không kịp hoàn thành trước tháng 6/2019 để hưởng các chính sách ưu đãi hiện nay. Với những thông tin chưa rõ ràng về dự án, chúng tôi chưa đưa kế hoạch đầu tư này vào mô hình dự phóng và định giá SHP.

Tuy vậy, với chính sách ưu tiên phát triển điện mặt trời nói riêng và năng lượng tái tạo nói chung của Chính Phủ. Chúng tôi đánh giá điện mặt trời sẽ tiếp tục được hưởng nhiều chính sách hỗ trợ sau khi “Cơ chế khuyến khích phát triển các dự án điện mặt trời tại Việt Nam” hết hiệu lực và dự án điện mặt trời khi được triển khai sẽ là động lực tăng trưởng mới của SHP.

## **El Nino quay trở lại, sản lượng sản xuất từ năm 2018 dự báo sụt giảm sau khi đạt đỉnh vào 2017 tuy nhiên kết quả kinh doanh 2018 sẽ vượt kế hoạch đề ra**

### **(1) Sản lượng điện sản xuất 9 tháng 2018 giảm nhưng doanh thu tăng so với cùng kỳ nhờ giá bán thuận lợi**

Năm 2017, mức sản lượng sản xuất đạt kỷ lục cao nhất từ khi các nhà máy điện của SHP đi vào hoạt động đến nay. Nguyên nhân là do trong năm 2017, mùa mưa tại Lâm Đồng đến sớm và kết thúc muộn hơn chu kỳ hàng năm giúp lưu lượng nước tăng cao, thuận lợi cho sản xuất điện giúp sản lượng và lợi nhuận tăng trưởng mạnh.

Sự đột biến trong kết quả hoạt động 2017 cùng với kế hoạch thực hiện đại tu các tổ máy H2 - nhà máy Đa Siat, H1 - Nhà máy Đa M'Bri trong năm 2018 khiến tại Đại hội cổ đông 2018, SHP lên kế hoạch kinh doanh năm nay khá thận trọng với sản lượng mục tiêu ở mức bình quân giai đoạn 2011- 2017. Cụ thể:

(1) **Sản lượng điện sản xuất:** 614 triệu kwh (-13,37%yoy).

(2) **Doanh thu:** 590,6 tỷ đồng (-4,5%yoy)

(3) **Lợi nhuận trước thuế:** 163,6 tỷ đồng (-14,6%yoy)

Thực tế, sau 9 tháng đầu năm, sản lượng sản xuất của SHP đã giảm 8%yoy (đạt 463,5 triệu kwh) do lượng nước tại nhánh sông Đa Dâng 2 giảm so với năm trước cùng việc đại tu tổ máy H2-Đa Siat và H2-Đa M'Bri giảm số giờ hoạt động của 2 tổ máy này. Tuy nhiên, nhờ giá bán thuận lợi mà kết thúc 9 tháng, doanh thu của SHP đạt 441,4 tỷ đồng, tăng 1,1%yoy. Lợi nhuận trước thuế 134,2 tỷ đồng, tăng 9,5%yoy. Qua đó, SHP đã hoàn thành 75,5% kế hoạch sản lượng, 74,5% kế hoạch doanh thu và 82% kế hoạch lợi nhuận năm.

### **(2) Hiện tượng El Nino dự báo quay trở lại trong những tháng cuối năm 2018, đầu năm 2019 sẽ làm giảm sản lượng điện sản xuất**

Theo Bản tin dự báo khí tượng thủy văn thời hạn mùa được Trung tâm dự báo khí tượng thủy văn quốc gia phát hành ngày 15 tháng 10 năm 2018, hiện tượng ENSO được dự báo sẽ có xu hướng chuyển dần sang trạng thái El Nino trong những tháng cuối năm 2018, đầu năm 2019 với xác suất khoảng 60-70%. Bão và áp thấp nhiệt đới không còn hoạt động nhiều trên khu vực Biển Đông cũng như ảnh hưởng trực tiếp đến đất liền nước ta. Mưa ở khu vực từ Trung Trung Bộ trở vào khu vực các tỉnh phía Nam phổ biến thiếu hụt nhiều so với trung bình hàng năm và hầu như ít mưa

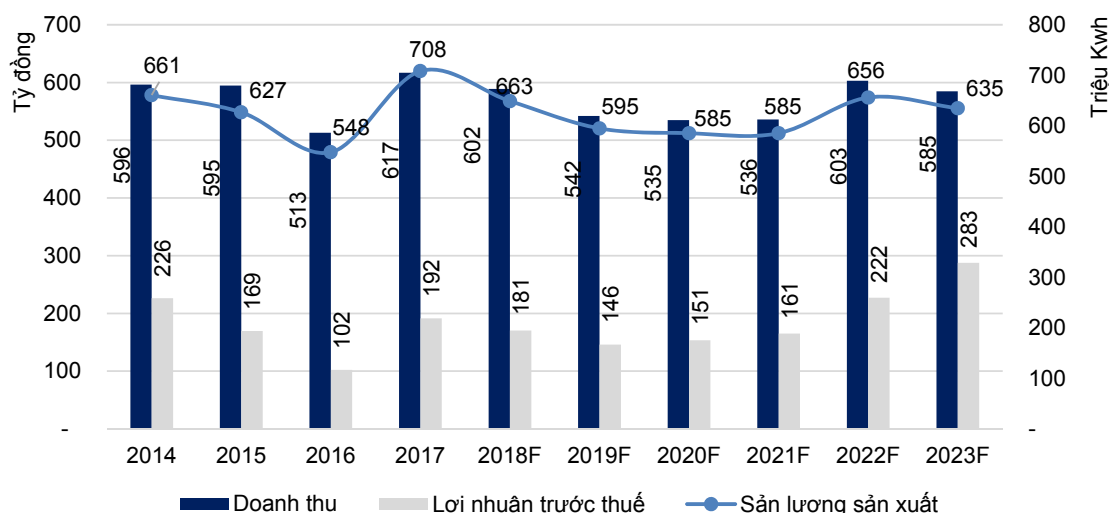
ở Tây Nguyên, Nam Bộ trong những tháng đầu năm 2019.

Lũ chính vụ khu vực Tây Nguyên tập trung trong tháng 10-11/2018, các sông chính ở khu vực Tây Nguyên ở mức báo động 1 – Báo động 2; trên một số sông suối nhỏ và thượng lưu các sông vẫn có khả năng xuất hiện lũ lớn. Từ tháng 01 - 4/2019, lượng dòng chảy trên các sông ở khu vực Tây Nguyên phổ biến thiếu hụt so với trung bình hàng năm từ 10-50%. Tình hình thiếu nước, khô hạn cục bộ có khả năng xảy ra tại các tỉnh khu vực Tây Nguyên trong các tháng đầu năm 2019.

**Với việc El Nino dự báo quay trở lại, lượng ở lưu vực sông cung cấp nước cho các nhà máy của SHP thiếu hụt nhiều năm trong những tháng đầu năm 2019, chúng tôi dự báo sản lượng điện sản xuất của SHP trong quý 4/2018 sẽ giảm khoảng 2,3% so với quý 4/2017.**

Tính chung cả năm 2018, chúng tôi đánh giá SHP có thể hoàn thành vượt 8% kế hoạch sản lượng sản xuất (đạt 664 triệu kwh), vượt 2% kế hoạch doanh thu (đạt 602 tỷ đồng) và vượt 10,1% kế hoạch lợi nhuận trước thuế (đạt 180,5 tỷ đồng), tương ứng lợi nhuận sau thuế 171,5 tỷ đồng. Trong năm 2019-2020, tình hình sẽ khó khăn hơn khi lượng mưa dự báo sụt giảm do chu kỳ El Nino trở lại.

**Biểu đồ 12: Dự phóng kết quả kinh doanh của SHP giai đoạn 2018-2023**



Nguồn: FPTS tổng hợp, dự báo

## TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá SHP sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp và dòng tiền tự do chủ sở hữu. Giá cổ phiếu SHP theo 2 phương pháp có mức bình quân là **26.600 VNĐ/cp**, cao hơn 17,7% so với mức giá đóng cửa ngày 24/10/2018. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung – dài hạn.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiếu khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (VNĐ/cp)	28.500	1/2
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (VNĐ/cp)	24.700	1/2
	<b>Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)</b>	<b>26.600</b>	

## Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2018	13,55%	Phần bù rủi ro	10,32%
Chi phí sử dụng nợ	7,04%	Hệ số Beta	0,74
Chi phí sử dụng vốn	18,19%	Tăng trưởng dài hạn	1%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	5,64%	Thời gian dự phóng	11 năm

## Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Lãi suất chiết khấu	13,55%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn	1%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)	3.694.605
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn (triệu VNĐ)	181,789
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)	1.017.515
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)</b>	<b>2.677.272</b>
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	93,71
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>	<b>28.500</b>
Tổng hợp định giá FCFE	Giá Trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	2.318.007
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>	<b>24.700</b>
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>26.600 VNĐ/cp</b>



## TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

Đơn vị: Triệu đồng

HKĐD	2017	2018F	2019F	2020F	CĐKT	2017	2018F	2019F	2020F
Doanh thu thuần	616.964	602.156	541.985	534.832	<b>Tài sản</b>				
- Giá vốn hàng bán	302.130	318.890	310.049	310.280	+ Tiền và tương đương	130.626	131.362	167.791	194,433
Lợi nhuận gộp	314.833	283.266	231.936	224.552	+ Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0
- Chi phí bán hàng	0	0	0	0	+ Các khoản phải thu	102.097	101.871	90.044	96,595
- Chi phí quản lí DN	25.734	25.117	22.498	22.094	+ Hàng tồn kho	1.212	7.839	7.622	7,627
Lợi nhuận thuần HKĐD	289.099	258.150	209.438	202.458	+ Tài sản ngắn hạn khác	6.692	6.535	5.898	5,822
- (Lỗ)/lãi HĐTC	865	1.193	1.131	1.472	Tổng tài sản ngắn hạn	247.608	271.354	304.478	377,406
- Lợi nhuận khác	(774)	(756)	(680)	(671)	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	3.084.551	3.084.551	3.084.551	3,084,551
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	289.190	258.587	209.889	203.259	+ Khấu hao lũy kế	(872.707)	(1.059.854)	(1.246.899)	(1,433,815)
- Chi phí lãi vay	97.534	78.422	64.261	51.864	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	2.211.844	2.024.697	1.837.652	1,650,736
Lợi nhuận trước thuế	191.657	180.166	145.628	151.396	+ Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
- Thuế TNDN	6.404	9.008	7.281	7.570	+ Tài sản dài hạn khác	9.931	9.931	9.931	9,931
- Thuế hoãn lại	-	-	-	-	+ Xây dựng cơ bản dở dang	7.320	7.320	7.320	7,320
LNST	185.253	171.157	138.347	143.826	Tổng tài sản dài hạn	2.232.447	2.045.204	1.858.062	1,671,146
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>2.473.073</b>	<b>2.292.812</b>	<b>2.129.416</b>	<b>1,975,624</b>
LNST của cổ đông CT Mẹ	185.253	171.157	138.347	143.826					
EPS (đ)	1.878	1.810	1.460	1.518	<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
EBITDA	476.443	445.830	397.031	390.174	+ Phải trả người bán	0	0	1.218	1,202
Khấu hao	187.253	187.243	187.142	186.915	+ Vay và nợ ngắn hạn	1.387	1.354	1.219	1,203
Tăng trưởng doanh thu	20%	-2%	-10%	-1%	+ Quỹ khen thưởng	0	0	8.557	15,475
Tăng trưởng LN HKĐD	34%	-11%	-19%	-3%	<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>160.156</b>	<b>192.156</b>	<b>184.356</b>	<b>175,356</b>
Tăng trưởng EBIT	88%	-6%	-19%	4%	+ Vay và nợ dài hạn	833.159	657.803	520.447	427,200
Tăng trưởng EPS	87%	-4%	-19%	4%	+ Phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
<b>Chỉ số khả năng sinh lời</b>	<b>2017</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>Nợ dài hạn</b>	<b>1.017.515</b>	<b>833.159</b>	<b>657.803</b>	<b>520,447</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	51,0%	47,0%	42,8%	42,0%	<b>Tổng nợ</b>	<b>1.256.011</b>	<b>1.059.338</b>	<b>883.748</b>	<b>715,299</b>
Tỷ suất LNST	30,0%	28,4%	25,5%	0,0%	+ Thặng dư	0	0	0	0
ROE DuPont	15,5%	14,0%	11,2%	11,5%	+ Vốn điều lệ	937.102	937.102	937.102	937,102
ROA DuPont	7,2%	7,2%	6,3%	7,0%	+ LN chưa phân phối	270.155	268.041	263.119	263,941
Tỷ suất EBIT/doanh thu	31,1%	29,9%	26,9%	28,3%	Vốn chủ sở hữu	1.217.063	1.233.474	1.245.668	1,260,324
LNST/LNTT	96,7%	95,0%	95,0%	95,0%	Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
LNTT / EBIT	66,3%	69,7%	69,4%	74,5%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>2.473.073</b>	<b>2.292.812</b>	<b>2.129.416</b>	<b>1,975,624</b>
Vòng quay tổng tài sản	24,1%	25,2%	24,4%	26,0%					
Đòn bẩy tài chính	213,8%	194,5%	178,4%	163,8%					

Chỉ số hiệu quả vận hành	2017	2018F	2019F	2020F	Lưu chuyển tiền tệ	2017	2018F	2019F	2020F
Số ngày phải thu	65,9	59,4	58,3	63,6	<b>Tiền đầu năm</b>	48.233	130.626	131.362	167,791
Số ngày tồn kho	9,0	9,0	9,0	9,0	<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	185.253	171.157	138.347	143,826
Số ngày phải trả	0,8	0,8	0,8	0,8	+ Khấu hao	187.253	187.243	187.142	186,915
Thời gian luân chuyển tiền	74,10	67,58	66,43	71,71	+ Điều chỉnh	(1.503)	157	637	76
COGS / Hàng tồn kho	49,3	40,7	40,7	40,7	+ Thay đổi vốn lưu động	(25.701)	(20.181)	12.253	(6,566)
<b>Chỉ số TK/đòn bẩy TC</b>	<b>2017</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	376.403	338.376	338.379	324,250
CS thanh toán hiện hành	1,01	1,09	1,20	1,56	+ Thanh lý tài sản cố định	-	-	-	-
CS thanh toán nhanh	1,00	1,06	1,17	1,52	+ Chi mua sắm TSCĐ	(9.076)	-	-	-
CS thanh toán tiền mặt	0,55	0,58	0,74	1,00	+ Tăng (giảm) đầu tư	3.821	-	-	-
Nợ / Tài sản	0,41	0,36	0,31	0,26	+ Các hđ đầu tư khác	829	-	-	-
Nợ / Vốn CSH	0,84	0,68	0,53	0,41	<b>Tiền từ hđ đầu tư</b>	(4.426)	-	-	-
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,16	0,15	0,14	0,11	+ Cổ tức đã trả	(139.429)	(145.484)	(117.595)	(122,252)
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,84	0,68	0,53	0,41	+ Tăng (giảm) vốn	-	-	-	-
Khả năng TT lãi vay	1,97	2,30	2,27	2,92	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	(7.800)	(9.000)	(38,000)
					+ Thay đổi nợ dài hạn	-	(184.356)	(175.356)	(137,356)
					+ Các hoạt động TC khác	-	-	-	-
					<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	(289.585)	(337.640)	(301.951)	(297,608)
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	82.393	736	36.428	26,642
					<b>Tiền cuối năm</b>	130.626	131.362	167.791	194,433
					<i>Triệu VND</i>				

**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 kì 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 05 cổ phiếu SHP và chuyên viên tư vấn đầu tư không nắm giữ cổ phiếu SHP 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) 3773 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) 6290 8686

Fax: (84.28) 6291 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, Việt Nam

ĐT: (84.511) 355 3666

Fax: (84.511) 355 3888