

CÔNG TY CỔ PHẦN THỦY ĐIỆN SÊ SAN 4A (HSX: S4A)

PHAN HUY KHÔI

Chuyên viên tư vấn đầu tư

Email: Khoiph@fpts.com.vn

Điện thoại: (+84.24) 3773 7070 – Ext: 5910

CẬP NHẬT ĐHCĐ THƯỜNG NIÊN NĂM 2019

Năm 2018, doanh thu của S4A đạt 307,5 tỷ đồng (+7,5%yoy), lợi nhuận sau thuế hợp nhất đạt 131,3 tỷ đồng (-2%yoy). Nguyên nhân do 2 sự thay đổi lớn trong doanh thu và chi phí như sau:

- ✓ S4A đã tận dụng được lượng nước tích trữ tốt tại các hồ chứa lớn ở thượng nguồn từ mùa mưa cuối năm 2017 để sản xuất điện vào nửa đầu năm 2018. Vì vậy, sản lượng điện cả năm 2018 của S4A đạt 365 triệu kWh, tăng 10,2% so với sản lượng thiết kế. Giá bán điện bình quân năm 2018 đạt 842,5đ/kWh, tăng 2% so với năm 2017.
- ✓ Chi phí sửa chữa, duy tu tăng mạnh hơn năm 2018 là 11 tỷ đồng, tỷ giá tăng 2,14% khiến lỗ chênh lệch tỷ giá đánh giá lại cuối kỳ tăng 10 tỷ đồng.

S4A thực hiện trả cổ tức năm 2018 bằng tiền là 3.000 đồng/cp.

Kế hoạch kinh doanh năm 2019:

- ✓ Tổng doanh thu năm 2019 là 292,6 tỷ đồng, giảm 5,4% so với thực hiện năm 2018. (Tổng doanh thu bao gồm doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ, doanh thu tài chính và thu nhập khác).
- ✓ Lợi nhuận sau thuế là 102,1 tỷ đồng, giảm 22,2% so với thực hiện năm 2018.
- ✓ **Trả cổ tức năm 2019 bằng tiền cho cổ đông 2.000 - 3.000 đồng/cp,** tương đương với tỷ lệ cổ tức/thị giá hiện tại là 7,1% - 10,9%.

KHUYẾN NGHỊ: Hiện tại S4A đang giao dịch tại mức giá là 27.250 đồng/cp tương đương với P/E trailing là 9,79 lần, thấp hơn 10,3% so với trung bình 6 doanh nghiệp sở hữu những nhà máy tương đồng về công suất như trong Bảng 7 (khoảng 10,91 lần). Với triển vọng năm 2019 về doanh thu và lợi nhuận thì mức giá hiện tại của S4A không thực sự hấp dẫn. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với S4A và thực hiện mua cổ phiếu này khi về mức giá 25.300 đồng/cp tương ứng với mức P/E trailing khoảng 9,09 lần (tỷ lệ sinh lời kỳ vọng là 20%).

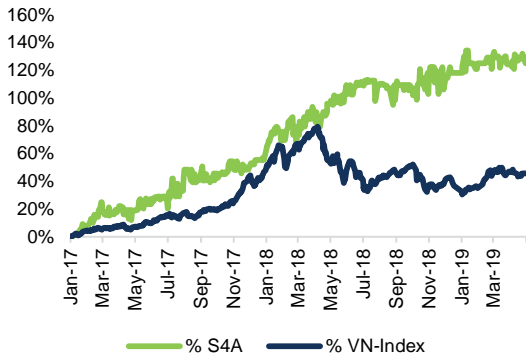
Luận điểm đầu tư

- ✓ Giá bán điện theo hợp đồng và giá bán điện trên thị trường điện giao ngay của S4A có xu hướng tăng 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 nhờ 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.
- ✓ Lượng nước về NMTĐ Sê San 4A dồi dào do hưởng lợi từ lưu vực rộng lớn của sông Sê San nên trung bình 6 năm qua nhà máy có thể sản xuất 5.257 giờ công suất lắp máy, cao hơn khoảng 26% so với trung bình của 8 nhà máy thủy điện tương đồng về công suất như trong Bảng 2.
- ✓ Cổ tức đều đặn bằng tiền và hấp dẫn qua các năm. S4A trích trên 90% lợi nhuận sau thuế hàng năm để chi trả cổ tức cho cổ đông.

Yếu tố cần theo dõi

- ✓ Hiện tượng biến đổi khí hậu ngày càng rõ nét khiến khí hậu, thủy văn có diễn biến khó lường, gây khó khăn cho việc dự báo và điều tiết phát điện.
- ✓ Tỷ lệ sản lượng hợp đồng các năm tiếp theo do Bộ Công Thương công bố sẽ ảnh hưởng đến doanh thu bán điện theo quy định thanh toán tại Thông tư 28/2018/TT-BCT.
- ✓ Biến động về tỷ giá. Chúng tôi ước tính tỷ giá USD/VND tăng thêm 1% sẽ khiến khoản lỗ chênh lệch tỷ giá đánh giá lại cuối kỳ tăng lên 4,7 tỷ đồng.

Biến động giá cổ phiếu S4A và VNIndex



Thông tin giao dịch

17/5/2019

Giá hiện tại (VND)	27.250
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	29.500
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	25.550
Số lượng CP niêm yết (cp)	42.200.000
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	2.968
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	0%
Vốn hóa (tỷ VND)	1.149,95
EPS trailing (VND/cp)	2.784
P/E trailing (lần)	9,79

Tổng quan doanh nghiệp

Tên công ty	Công ty Cổ phần Thủy điện Sê San 4A
Địa chỉ	650 Lê Duẩn, TP. Pleiku, Gia Lai
Doanh thu chính	Điện thương phẩm
Chi phí chính	Chi phí khấu hao, chi phí lãi vay

Cơ cấu cổ đông (31/3/2019)

Tỷ lệ

Công ty TNHH 30/4 Gia Lai	53,81%
Công ty TNHH Vĩnh Hiệp	11,48%
Xí nghiệp Tư doanh Trung Sơn	5,21%
Khác	29,50%

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP.


- ✓ **Tên công ty: Công ty Cổ phần Thủy điện Sê San 4A**
- ✓ **Địa chỉ: 650 Lê Duẩn, TP. Pleiku, Gia Lai**
- ✓ Nhà máy Thủy điện Sê San 4A xây dựng tại xã IaO, huyện Iagrai, tỉnh Gia Lai, được khởi công vào đầu năm 2008, hoàn thành vào cuối năm 2011 với tổng vốn đầu tư là 1.559 tỷ đồng.
- ✓ Chính thức đi vào vận hành kinh doanh thương mại từ cuối năm 2011.
- ✓ Ngày 27/05/2016, chính thức niêm yết 42.200.000 cổ phiếu tại Sở Giao dịch chứng khoán TP HCM với mức giá tham chiếu phiên giao dịch đầu tiên 15.000 đồng/cổ phiếu. Doanh nghiệp có 1 lần tăng vốn trong quá khứ vào ngày 27/12/2010 từ 36.000.000 cổ phiếu lên 42.200.000 cổ phiếu.

- **Nhà máy thủy điện của S4A:**

Bảng 1: Thông tin về nhà máy thủy điện:

Nhà máy	Sê San 4A
Địa chỉ	Xã IaO, huyện Iagrai, tỉnh Gia Lai
Số tổ máy	3 tổ máy
Tổng mức đầu tư	1.559 tỷ đồng
Tổng công suất	63 MW
Suất đầu tư	24,75 tỷ đồng/MW
Sản lượng thiết kế	331,2 triệu kWh/năm
Loại tuabin	Guangdong Province Shaoguan Zhongli Power
Ngày phát điện	07/2011

Nguồn: S4A, Bản cáo bạch

Nhà máy thủy điện Sê San 4A là công trình cuối cùng về phía hạ lưu của hệ thống sông Sê San. Lượng điện năng mà Nhà máy sản xuất và kinh doanh phụ thuộc vào lượng nước mưa tự nhiên của lưu vực sông Sê San bắt nguồn ở phía Bắc và Trung Tây Nguyên. Hồ chứa thủy điện Sê San 4A có dung tích hữu ích nhỏ, chỉ đạt 7,6 triệu m³ nên khả năng tích trữ nước trong mùa mưa kém. Tuy vậy, nhà máy Sê San 4A được hưởng lợi vào mùa khô khi các nhà máy lớn phía thượng nguồn xả nước đã tích trữ để phát điện, tiêu biểu là hồ chứa Sê San 4 có dung tích hữu ích lớn là 264,2 triệu m³ cách hồ chứa Sê San 4A chỉ 5km đường sông. Song, nhà máy Sê San 4A cũng phải phụ thuộc vào lịch xả nước của thủy điện lớn này (360MW).

Bảng 2: So sánh một số nhà máy thủy điện tầm trung:

Tên nhà máy thủy điện	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Công suất	Suất đầu tư tỷ đồng/MW	Hồ điều tiết	Tổng số giờ chạy bình quân (giờ/năm) 2018
Sê San 4A (2011)	1.559	63	24,75	Hồ điều tiết ngày	5.793
Đa M'Bri (2010)	1.798	75	23,97	Hồ điều tiết năm	4.891
Krông H'nhăng (2010)	1.413	64	22,08	Hồ điều tiết năm	2.456
Sông Hình (2000)	1.794	70	25,63	Hồ điều tiết tuần	5.312
Vĩnh Sơn (1995)	819	66	12,40	Hồ điều tiết năm	
Đa Dâng 2 (2010)	592	34	17,41	Hồ điều tiết năm	5.768
Cần Đơn (2004)	1.117	77,6	14,40	Hồ điều tiết năm	5.231
Cửa Đạt (2010)	1.600	97	16,50	Hồ điều tiết năm	5.723
Bắc Bình (2009)	572	33	17,33	Trên 1 tuần	2.791

Nguồn: FPT Research

Tổng vốn đầu tư ban đầu của dự án nhà máy thủy điện Sê San 4A là 1.559 tỷ đồng tương đương suất đầu tư 24,75 tỷ đồng/MW, cao hơn so với các thủy điện khác ngoài thủy điện Sông Hình (25,63 tỷ đồng/MW). Như vậy, suất đầu tư của dự án NMTĐ Sê San 4A là một trong những cơ sở cho thấy S4A không có lợi thế giá thành thấp so với các doanh nghiệp tương đồng về quy mô trên thị trường điện giao ngay.

Tổng số giờ chạy công suất lắp máy năm 2018 của nhà máy thủy điện Sê San 4A là 5.793 giờ/năm, cao nhất so với các nhà máy thủy điện tương đồng quy mô, đặc biệt so với NMTĐ Krông H'nh, Bắc Bình. Những con số này là kết quả của sự khác biệt về (1) diện tích lưu vực, (2) lượng mưa trong lưu vực, (3) tỷ lệ nước trong lưu vực về hồ, (4) tính chất tập trung của thời điểm mưa, (5) quy định vận hành liên hồ sông Sê San. Đây đều là những đặc điểm mang tính lâu dài trừ khi có sự tác động của con người.

BẢNG 3: KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2018 CỦA S4A

Tỷ đồng	2017	2018	%YoY	Nhận xét
Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ:	286	307,5	+7,5%	Doanh thu và sản lượng năm 2018 tăng so với năm 2017 nhờ tận dụng được nguồn nước tích trữ tốt tại các hồ chứa lớn ở phía thượng nguồn từ mùa mưa cuối năm 2017 để sản xuất điện vào nửa đầu năm 2018.
Sản lượng điện (triệu KWh)	346	365	+5,5%	
Giá vốn hàng bán	95	106,7	+12,4%	Giá vốn hàng bán năm 2018 tăng do chi phí sửa chữa, duy tu nhiều hơn năm 2017 11 tỷ đồng.
Lợi nhuận gộp	191,1	200,8	+5,1%	Tuy chi phí lãi vay giảm 4,6 tỷ đồng song lỗ chênh lệch tỷ giá đánh giá lại cuối kỳ năm 2018 là 10 tỷ đồng khiến chi phí tài chính tăng. Dư nợ năm 2018 giảm 9%yoy khiến chi phí lãi vay giảm tương ứng.
Chi phí tài chính	50,5	56,7	+12,3%	
Chi phí lãi vay	50,5	45,9	-9,1%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	6,8	7,6	+10,8%	
Lợi nhuận thuần hoạt động kinh doanh	141,8	138	-1%	
Lợi nhuận trước thuế	139,7	138,4	-2,4%	NMTĐ Sê San 4A được áp dụng mức thuế ưu đãi như sau: + Thuế TNDN là 0% từ năm 2011 đến năm 2014. + Thuế TNDN là 5% từ năm 2015 đến năm 2023. + Thuế TNDN là 10% từ 2024 đến năm 2025. + Thuế TNDN trở lại mức bình thường sau năm 2025.
Thuế TNDN	7,6	7,1	-6,4%	
Lợi nhuận sau thuế hợp nhất	134,2	131,3	-2,2%	

Nguồn: FPT Research

BẢNG 4: KẾ HOẠCH CHI TRẢ CỔ TỨC CỦA S4A

Năm	2014	2015	2016	2017	2018	2019F
Cổ tức tiền mặt (đồng/cp)	2.000	500	1.600	3.100	3.000	2.000-3.000
Tỷ lệ tiền chi trả cổ tức/ Lợi nhuận sau thuế	93%	93%	97%	97%	96%	83%-124%

Nguồn: FPT Research

S4A có chính sách chi trả cổ tức bằng tiền hàng năm cao. Do không có kế hoạch đầu tư trong giai đoạn 2013 – 2018, công ty luôn dành trên 90% lợi nhuận sau thuế để chi trả cổ tức cho cổ đông. Đây là điểm hấp dẫn của S4A đối với các nhà đầu tư ưa thích cổ tức.

BẢNG 5: KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2019 CỦA S4A

Tỷ đồng	Thực hiện 2018	Kế hoạch 2019	%
Tổng doanh thu	309,4	292,6	-5,4%
Tổng chi phí	171	185,1	+8,3%
Lợi nhuận trước thuế	138,4	107,5	-22,4%
Lợi nhuận sau thuế	131,3	102,1	-22,2%

Tổng doanh thu bao gồm doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ, doanh thu tài chính và thu nhập khác.

Tổng chi phí bao gồm giá vốn hàng bán, chi phí tài chính và chi phí khác.

Nguồn: S4A, Nghị quyết ĐHCĐ 2019

Chúng tôi đánh giá S4A có khả năng hoàn thành được kế hoạch kinh doanh đặt ra như sau:

- **Tổng doanh thu đạt 292,5 tỷ đồng (hoàn thành 100% kế hoạch).**
- **Lợi nhuận sau thuế đạt 116,1 tỷ đồng (hoàn thành 113,7% kế hoạch).**

a) Doanh thu bán điện:

Sản lượng điện: Kế hoạch sản lượng điện năm 2019 được xây dựng bằng 100% sản lượng điện thiết kế 331,2 triệu kWh. Hàng năm, S4A đều xây dựng kế hoạch sản lượng điện bằng với sản lượng thiết kế này.

Theo báo cáo của Trung tâm Khí tượng Thủy văn Quốc gia:

- Hiện tượng El Nino sẽ duy trì trạng thái yếu từ nay đến khoảng tháng 7, tháng 8 năm 2019 với xác suất 60-70%, sau đó chuyển dần sang trạng thái trung tính vào những tháng đầu năm 2020. Như vậy, có thể nhận định hiện tượng El Nino năm 2018-2019 có cường độ yếu và không kéo dài.
- Tổng lượng mưa từ tháng 1 đến tháng 4/2019 tại Tây Nguyên phổ biến ở mức thấp hơn trung bình năm ngoài từ 20 - 50%. Tổng lượng mưa trong tháng 5 tại khu vực phổ biến tiếp tục thấp hơn trung bình nhiều năm cùng thời kỳ từ 10 - 30%. Từ tháng 6 - 10/2019, tổng lượng mưa ở mức xấp xỉ so với trung bình nhiều năm cùng thời kỳ.

Đó là cơ sở để chúng tôi dự báo:

- Sản lượng điện quý 2/2019 giảm khoảng 20% yoy.
- Sản lượng điện nửa cuối năm 2019 bằng cùng kỳ năm ngoái.

Giá bán điện: Thủy văn năm 2019 không thuận lợi khiến sản lượng thủy điện kém khả quan hơn năm ngoái. 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:

- (1) 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.
- (2) 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.)

Nhu cầu sử dụng điện được Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng 10% mỗi năm trong 10 năm tới. Nhu cầu tiếp tục tăng mạnh trong khi nguồn cung hạn chế hơn năm 2018 ở cả nhóm thủy điện, nhiệt điện than, khí khiến giá bán điện trung bình trên thị trường điện giao ngay năm 2019 có xu hướng tăng. Do chưa đủ số liệu để đánh giá mức độ tăng giá bán điện trung bình năm 2019 của NMTĐ Sê San 4A là bao nhiêu, **chúng tôi thận trọng ước tính giá bán điện trung bình 3 quý còn lại của năm 2019 ít nhất sẽ bằng cùng kỳ năm 2018.**

➤ **Từ đó, chúng tôi ước tính doanh thu bán điện của S4A năm 2019 đạt 278 tỷ đồng.**

b) Doanh thu tài chính và doanh thu khác 14,2 tỷ đồng. Trong đó có 11,2 tỷ đồng là khoản tiền mà EVN thanh toán cho S4A để thực hiện bù chênh lệch tỷ giá năm 2016.

Năm 2019 là năm đầu tiên EVN thực hiện thanh toán các khoản chênh lệch tỷ giá cho các nhà máy điện độc lập. Đây là sự thay đổi có lợi cho S4A trong bối cảnh dư nợ ngoại tệ của công ty tính đến ngày 31/3/2019 chiếm 74,6% tổng dư nợ và tỷ giá có xu hướng tăng hàng năm. Chênh lệch tỷ giá năm 2017 trở đi chưa được thanh toán cho các nhà máy

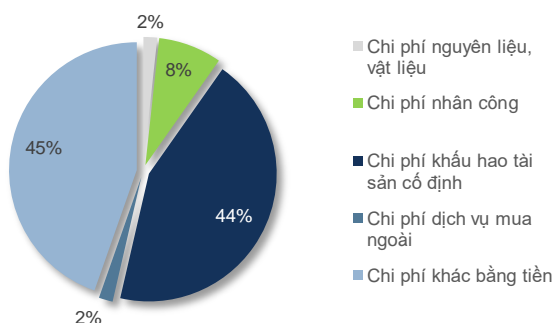
điện độc lập. Trong năm tới (2020), EVN sẽ báo cáo Bộ Công Thương phương án cụ thể.

Các chi phí chính khác:

a) Chúng tôi ước tính chi phí lãi vay năm 2019 của S4A là 41,8 tỷ đồng, lỗ do chênh lệch tỷ giá đánh giá lại khoảng 7 tỷ đồng:

- **Khoản nợ vay:** Tính đến thời điểm 31/3/2019, khoản dư nợ bằng đồng USD là 20.330.000 USD, bằng đồng VND khoảng hơn 160 tỷ đồng. Công ty đã trả được khoảng 39% số nợ vay ban đầu trong 7 năm qua. Theo lộ trình, công ty sẽ trả hết nợ trong vòng 11 năm tới kể từ năm 2019, tức dư nợ sẽ giảm 9% mỗi năm. Từ đó, chúng tôi ước tính dư nợ cuối năm 2019 của S4A là 18.330.000 USD và 160 tỷ đồng.
- **Tỷ giá:** Theo dự báo của Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia, tỉ giá VND/USD sẽ tăng khoảng 1,5-2,5% trong năm 2019. Trong quý I/2019, NHNN đã mua ròng ngoại tệ, với số lượng mua vào khoảng 2,5 tỷ USD, nâng quy mô dự trữ ngoại hối quốc gia vượt mốc 65 tỷ USD. Theo đó, Ngân hàng Nhà nước có đủ điều kiện chủ động trong việc điều hành tỷ giá linh hoạt ở biên độ an toàn nhờ nguồn cung USD dồi dào và cân đối vĩ mô ổn định. Từ đó, chúng tôi ước tính khoản lỗ do chênh lệch tỷ giá đánh giá lại cuối năm 2019 khoảng 7 tỷ đồng.
- **Lãi suất:** Theo dự báo của Viện Nghiên cứu Kinh tế và Chính sách (VEPR), lãi suất sẽ không có sự biến động nhiều trong năm 2019. Từ đó chúng tôi ước tính, lãi suất trung bình đối với khoản vay còn lại của S4A trong năm 2019 tiếp tục ổn định bằng với lãi suất trung bình năm 2018 là 6,94%.

Biểu đồ 1: Cơ cấu sản xuất kinh doanh theo yếu tố năm 2018



Nguồn: S4A, Báo cáo tài chính 2018

Khấu hao tài sản cố định là chi phí ít biến động nhất đối với S4A, với thời gian khấu hao khoảng 27 năm. Chi phí khác bằng tiền chiếm chủ yếu là thuế tài nguyên nước và phí môi trường rừng hạch toán khoảng 31 tỷ đồng. Tổng hai chi phí trên chiếm tới gần 90% chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố năm 2018. Trong khi đó, chi phí nguyên liệu vật liệu và chi phí dịch vụ mua ngoài chiếm tỷ trọng gần như không đáng kể. Cơ cấu trên không có sự thay đổi nhiều hàng năm do tính chất ít biến động của các khoản chi phí được hạch toán.

b) Chi phí nguyên vật liệu hàng năm chiếm tỷ trọng nhỏ so với doanh thu, chủ yếu là dầu máy phục vụ hoạt động phát điện. Với dự báo tỷ trọng chi phí nguyên vật liệu bằng tỷ trọng trung bình giai đoạn 2013 – 2018 chiếm khoảng 0,83% doanh thu, **chúng tôi ước tính chi phí này năm 2019 là 2,34 tỷ đồng.**

c) Chúng tôi ước tính chi phí nhân công là 10 tỷ đồng theo 2 luận điểm:

- Số lao động của doanh nghiệp tiếp tục duy trì 60 người như những năm trước do S4A đã hoạt động ổn định, không có nhu cầu tuyển dụng thêm.
- Mức lương bình quân năm 2018 là 9,8 triệu đồng/tháng, hình thức khoán theo chức danh và nhiệm vụ được giao. Chi phí nhân công một lao động tăng trung bình 8,9% mỗi năm trong giai đoạn 2015 – 2018. Với ước tính doanh thu không chênh lệch nhiều so với kế hoạch, **chúng tôi dự báo chi phí nhân công tăng bằng với mức trung bình trong giai đoạn qua.**

d) S4A có chính sách hạch toán khấu hao tài sản cố định theo đường thẳng. **Với giá trị tài sản cố định cuối năm 2018 đạt 1.028 tỷ đồng, chúng tôi ước tính khấu hao năm 2019 là 49,28 tỷ đồng.** Theo đó, cần tới 20 năm nữa để nhà máy thủy điện này hạch toán hết khấu hao.

e) Chi phí dịch vụ mua ngoài và chi phí bằng tiền khác chiếm trung bình 13,56% doanh thu trong giai đoạn 2013 – 2018. Tỷ trọng 2 loại chi phí trên doanh thu liên tục tăng từ 10,08% năm 2013 đến 17,24% năm 2018 do mức độ hư của máy móc mỗi năm một lớn hơn, chi phí sửa chữa, bảo dưỡng tốn kém hơn. **Dựa vào tỷ trọng trong quá khứ, chúng tôi thận trọng dự báo chi phí này của S4A năm 2019 là 48,4 tỷ đồng, chiếm 17,24% doanh thu bằng năm 2018.**

➤ **Như vậy, chúng tôi ước tính tổng chi phí năm 2019 của S4A là 169,6 tỷ đồng (bằng 91,6% kế hoạch).**

BẢNG 6: CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ I/2019

Tỷ đồng	Quý 1/2018	Quý 1/2019	%yoy	%KH2019
Tổng doanh thu	53,7	39,2	-27%	13,5%
Tổng chi phí	30,1	30	0%	16,2%
Lợi nhuận trước thuế	23,2	9,2	-60,3%	8,6%
Lợi nhuận sau thuế	22	8,7	-60,5%	8,6%

Nguồn: S4A, Báo cáo tài chính quý 1/2019

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế quý 1/2019 giảm tương ứng 27% và 60,5% so với cùng kỳ năm ngoái do:

- Tổng lượng mưa từ tháng 1 đến tháng 4/2019 tại Tây Nguyên phổ biến ở mức thấp hơn trung bình năm ngoái từ 20-50% khiến sản lượng có sự sụt giảm tương ứng.
- Hồ chứa Sê San 4A có dung tích 13,13 triệu m³, là hồ điều tiết ngày nên khả năng tích nước không cao song các hồ chứa lớn ở thượng nguồn có khả năng tích nước lớn đã giúp S4A đủ nước vận hành duy trì ít nhất 1 tổ máy trong mùa khô hàng năm. Lượng nước tích được tại các hồ thủy điện lớn từ cuối mùa mưa năm 2018 dùng để sản xuất điện vào nửa đầu năm 2019 ít hơn cùng kỳ năm 2017 khiến NMTĐ Sê San 4A cũng bị ảnh hưởng tiêu cực theo đó.
- Chi phí ở mỗi khoản mục không thay đổi đáng kể so với năm ngoái trong khi doanh thu giảm mạnh 27% đã khiến lợi nhuận sau thuế quý 1/2019 của S4A giảm tới 60,5%yoy.

Bảng 7: So sánh P/E một số các doanh nghiệp đang niêm yết trên sàn tại ngày 17/5/2019

Mã cổ phiếu	Giá hiện tại (đ)	Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu (tỷ đồng)	LNST (tỷ đồng)	P/E trailing
SHP	23.000	2.155,33	631,45	202,49	10,64
SBA	14.400	868,15	237,76	84,37	10,29
VSH	19.200	3.959,83	466,64	226,81	17,46
SJD	21.100	1.455,87	481,96	179,15	8,13
VCP	36.500	2.080,50	886,50	236,31	8,80
VPD	16.800	1.790,71	615,58	176,75	10,13
Trung bình					10,91
S4A	27.250	1.149,95	293,25	117,5	9,79

Nguồn: FPT Research

Tính đến ngày 17/5/2019, chỉ số P/E trailing của S4A đạt 9,79 lần, thấp hơn 10,3% so với trung bình của 6 doanh nghiệp sở hữu những nhà máy thủy điện tương đồng về công suất. Với triển vọng năm 2019 về doanh thu và lợi nhuận thì mức giá hiện tại của S4A không thực sự hấp dẫn. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với S4A và thực hiện mua cổ phiếu này khi về mức giá 25.300 đồng/cp tương ứng với mức P/E trailing khoảng 9,09 lần (tỷ lệ sinh lời kỳ vọng là 20%).

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 kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTS nắm giữ 37 cổ phiếu S4A 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