

BÁO CÁO NGẮN- CTCP SÔNG BA (SBA-HSX)

Báo cáo ngắn 28/09/2016

Khuyến nghị	Khả quan
Giá mục tiêu (VND)	12.000
Tiềm năng tăng giá	13%
Cổ tức (VND)	1000
Lợi suất cổ tức	9,5%

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



Thông tin cổ phiếu, ngày 27/09/2016

Giá hiện tại (VND)	10.600
Số lượng CP niêm yết	60.488.261
Vốn điều lệ (tỷ VND)	604
Vốn hóa TT(tỷ VND)	633
Khoảng giá 52 tuần (VND)	9.700-11.000
% sở hữu nước ngoài	0%
% giới hạn sở hữu NN	49%

Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2013	2014	2015
EPS (vnd)	1.25	1.08	0.86
BVPS (vnd)	11.29	11.34	11.16
Cổ tức (vnd)	1.000	1.000	1000
ROA (%)	4.38	4.52	3.55
ROE (%)	9.57	9.53	7.67

Hoạt động chính

SBA là công ty tư vấn lập dự án đầu tư xây dựng, khảo sát, thiết kế các công trình thủy lợi, thủy điện có công suất đến 64MW, đường dây điện và trạm biến áp đến 110KV. Tư vấn giám sát xây dựng, quản lý dự án các công trình thủy điện vừa và nhỏ, đường dây điện và trạm biến áp đến 110KV. SBA là công ty sản xuất và kinh doanh điện lớn nhất ở khu vực miền Trung.

TRIỂN VỌNG KINH DOANH LẠC QUAN NHỜ SỰ TRỞ LẠI CỦA HIỆN TƯỢNG LA NINA

SBA là doanh nghiệp chuyên về vận hành các nhà máy thủy điện và thiết kế, giám sát xây dựng, bảo trì bảo dưỡng, quản lý các công trình thủy điện vừa và nhỏ. SBA có 2 nhà máy thủy điện cỡ vừa ở khu vực miền Trung là nhà máy thủy điện Khe Diên với công suất 9MW và nhà máy thủy điện Krông H' năng, công suất 64 MW. Chúng tôi kỳ vọng sự trở lại của La Nina, khả năng đàm phán giá bán điện tốt hơn và tăng trưởng đến từ nhà máy thủy điện Krông H' năng 2 sẽ là những nhân tố tích cực tới hoạt động kinh doanh và khả năng tăng trưởng của SBA.

Chỉ tiêu tài chính cơ bản:

Unit: Tỷ VND	2012	2013	2014	2015
DTT	168	222	211	194
LNTT	20	67	69	57.52
LNST	18	66	65	51
EPS (VND)	0.38	1.25	1.08	0.86
BVPS (VND)	18.74	11.29	11.34	11.16
ROE (%)	3.48	9.75	9.53	7.67
ROA (%)	1.27	4.38	4.52	3.55

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị Khả Quan đối với cổ phiếu của Công ty Cổ phần Sông Ba (SBA) với mức định giá 12.000 đồng/cp, với tiềm năng tăng giá ~13% so với 10.400 đồng/cp ngày 26/09/2016 trên cơ sở:

- Vị thế vững mạnh của SBA so với các doanh nghiệp cùng ngành.
- Quản lý vận hành sản xuất các nhà máy đạt hiệu quả. Hoàn thiện các công tác, giải pháp để tăng sản lượng điện, doanh thu.
- Chu kỳ El Nino cực đại trong lịch sử (2015-2016) kết thúc trong năm 2016 trong khi La Nina sẽ là hiện tượng thời tiết chi phối trong chu kỳ kinh doanh tới là cơ hội để ngành thủy điện đạt kết quả kinh doanh tích cực.
- Hoạt động đầu tư sẽ mang lại dòng tiền cho SBA. SBA dự tính triển khai nhà máy thủy điện Krông H' năng 2 từ cuối năm 2016 giúp tăng công suất lên 18%. Ngoài ra, SBA thu được dòng tiền khấu hao 37 tỷ đ/năm từ các nhà máy thủy điện hiện tại có thể sử dụng để trả nợ vay hoặc tài trợ cho dự án mở rộng này.
- Triển vọng kinh doanh tích cực trong niên độ 2015 - 2016. Chúng tôi kỳ vọng EPS năm 2017 sẽ đạt ~ 1400 đ/ cổ phiếu.

Vị thế vững mạnh của SBA so với những doanh nghiệp cùng ngành.

Chúng tôi quan tâm đến công ty cổ phần Sông Ba (SBA) vì đây là 1 công ty có những chuyển biến tích cực và mức định giá hấp dẫn trong thời gian qua.

- Nhà máy thủy điện có suất đầu tư thấp. SBA đầu tư tổng cộng 1350 tỷ cho 2 nhà máy Khe Diên (9 MW) và nhà máy Krông H' năng 1 (64 MW) với suất đầu tư 19.5 tỷ/MW là một suất đầu tư thấp so với các doanh nghiệp thủy điện khác khai thác gần đây. Các nhà máy thủy điện nhỏ và vừa khác phần lớn có suất đầu tư dao động từ 25 tỷ - 30 tỷ/ MW (ví dụ Ngòi Phát, Lào Cai 28 tỷ đ/MW, Thái An, Hà Giang 25 tỷ/ MW, Bắc Hà, Lào Cai, 27 tỷ đ/MW). Điều này tạo lợi thế cho SBA khi tham gia thị trường phát điện cạnh tranh. Sau thời gian kinh doanh không thật sự hiệu quả do ảnh hưởng của El Nino, sự trở lại của hiện tượng La Nina từ nửa cuối 2016 sẽ khiến cho hoạt động kinh doanh cải thiện mạnh trong những năm tới.
- SBA đang bị thị trường đánh giá thấp so với giá trị thực tế của doanh nghiệp. Theo dữ liệu thu thập được và phương pháp định giá của chúng tôi thì mức định giá hợp lý của SBA trong dài hạn là 14.000 đ/ 1 cổ phiếu, tức cao hơn 32 % so với mức giá thực đóng cửa ngày 26/9/2016 là 10.600 đ/1 cổ phiếu.

Những sự kiện nổi bật của công ty thủy điện Sông Ba (SBA)

+ Năm 2007: vận hành nhà máy Thủy Điện Khe Diên công suất 9 MW



- Ngày 01/08/2007: chuyển đổi thành công ty cổ phần
- Tăng vốn điều lệ công ty lên 500 tỷ đồng



+ Năm 2008: ký hợp đồng vay bổ sung 683 tỷ đồng và 6,832 triệu USD từ vốn ưu đãi của NHPT Việt Nam để đầu tư công trình thủy điện Krông H'Năng

+ Năm 2009: hoàn thành các hạng mục chính công trình thủy điện Krông H'Năng



Nguồn: MBS tổng hợp

■ Giá bán điện được điều chỉnh trong năm 2016 sẽ giúp hoạt động kinh doanh SBA tăng trưởng bền vững.

Hiện tại, giá bán điện tại nhà máy thủy điện (NMTĐ) Khe Diên được vận hành theo biểu giá tránh được, do nhà máy có công suất dưới 30 MW. Giá bán của nhà máy này là 1044 đ/kwh trong năm 2015 (chưa tính thuế). Trong khi đó, giá bán điện tại nhà máy thủy điện Krông H'Năng lại vận hành theo 2 phần là giá điện hợp đồng (940 đ/kwh chưa thuế) và thị trường phát điện cạnh tranh theo giá thị trường.

Trong năm 2015, giá bán điện trung bình (bao gồm cả thuế) của nhà máy Khe Diên là 1.108 đ/kwh và của nhà máy Krông H'Năng là 1.193 đ/kwh.

Theo SBA, công ty đã ký Hợp đồng Bổ sung Số 03 với Công ty Mua Bán Điện dựa trên các con số thực tế về hoạt động của công ty và thấp hơn so với tư vấn thiết kế ban đầu. Điều này mở ra khả năng SBA sẽ bán được điện với giá cao hơn cho EVN trong tương lai. Theo thông tin từ phía SBA, giá bán điện cho giai đoạn 2013-2015 là 940 đ/ Kwh và hiện công ty đang đàm phán để có thể nâng giá bán điện và việc đàm phán này có thể kết thúc vào cuối quý III/2016. Theo thiết kế cũ thì sản lượng trung bình của nhà máy Krông H'Năng là 247 triệu Kwh và nhiều khả năng sản lượng này sẽ được điều chỉnh theo mức thực tế là 174 triệu kwh, do đó giá bán điện trong hợp đồng sẽ tăng. Đối với phần giá bán điện ngoài hợp đồng, do mùa khô của SBA được tính từ tháng 11 nên công ty thường bán được điện với giá cao cho EVN. Với triển vọng khả quan từ việc đàm phán giá bán điện mới cũng như tiềm năng tăng trưởng từ nhà máy Krông H'Năng 2 và việc đàm phán tiền độ trả tiền cho các khoản vay nợ cũ, SBA kỳ vọng sẽ nâng mức trả cổ tức cho cổ đông kể từ năm 2018.

■ Sự kết thúc của El Nino cực đại trong lịch sử (2015-2016) là cơ hội để ngành thủy điện đạt kết quả kinh doanh tích cực.

Năm 2017 sẽ là năm của các doanh nghiệp thủy điện miền Trung và miền Nam. Việc El Nino kết thúc và lượng mưa trở về bình thường cũng mang lại tiềm năng tăng trưởng tốt cho các doanh nghiệp thủy điện và đi cùng với sự sụt giảm về hiệu suất huy động của các nhà máy nhiệt điện trong năm 2017. Do phần lớn các nhà máy thủy điện tích nước trong mùa mưa từ tháng 11 đến tháng 4 năm sau, chúng tôi kỳ vọng các cổ phiếu thủy điện sẽ có kết quả kinh doanh đột biến trong quý IV/2016 và đầu năm 2017.

Riêng đối với SBA, mùa khô được tính là từ tháng 11 năm trước đến tháng 6 năm sau. Giá mua điện vào mùa khô cao hơn hẳn so với mùa mưa với giá lúc thấp điểm là vào khoảng 650 đ/Kwh và giá cao điểm là khoảng 2.500 – 2700 đ/ kwh. Với việc hiện tượng La Nina đang gây mưa lớn tại khu vực Nam Bộ và hồ chứa SBA là hồ chứa theo tuần, tác động tích cực của hiện tượng La Nina sẽ phản ánh đầy đủ vào hoạt động kinh doanh trong quý IV/2016 của SBA.

■ Triển vọng kinh doanh tích cực trong năm 2015-2016.

Mặc dù kết quả kinh doanh kém khả quan trong nửa đầu năm nhưng sang quý 3/2016, SBA dự kiến sản lượng điện đạt 41,7 triệu kwh, thu về 46 tỷ đồng doanh thu bán điện, lợi nhuận sau thuế dự kiến đạt 11 tỷ đồng. Do tính mùa vụ và do đặc điểm hồ chứa nước của SBA là hồ điều tiết theo tuần, kết quả kinh doanh của SBA sẽ tập trung chủ yếu vào quý IV hàng năm.

SBA thu được sản lượng 164 triệu kwh so với kế hoạch là 200 triệu kwh do hiện tượng El Nino ảnh hưởng tới tình hình kinh doanh trong năm 2015. Do El Nino tiếp tục mạnh trong nửa đầu năm 2016, SBA chỉ đặt kế hoạch sản lượng 175 tr. kwh cho năm 2016. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng với sự trở lại của La Nina, SBA có thể đạt vượt kế hoạch sản lượng trung bình trên trong năm 2017. Với ước tính sản lượng của SBA tăng 30% so với năm 2015 và đạt khoảng 200 - 210 tr. kwh, với giá bán điện cũ, SBA sẽ có thể đạt doanh thu 237 - 254 tỷ cho năm 2017 và EPS ~ 1346 đ – 1440 đ/ cổ phiếu.

■ Triển vọng tăng trưởng

Triển vọng tăng trưởng của SBA nằm ở dự án Krông H'Năng 2 tại huyện Ea Kar, sông Hinh, Phú Yên. Nhà máy có công suất lắp đặt 13,5 MW với sản lượng điện dự tính hàng năm là 36 triệu kWh, với mức đầu tư (trước VAT) là ~ 260 tỷ tương đương 19,3 tỷ đ/ MW. Nhà máy dự tính triển khai từ 12/2016 và phát điện vào quý IV năm 2018. Mặc dù dự án này đã có quy mô thu hẹp so với kỳ vọng ban đầu là 22 MW, nhà máy điện mở rộng sẽ giúp SBA có thể tăng công suất lên 18%. Với hiệu suất tương đương các nhà máy hiện hữu, chúng tôi kỳ vọng nhà máy mới sẽ giúp cho SBA có thể gia tăng lợi nhuận sau thuế thêm 18% so với lợi nhuận hiện tại của doanh nghiệp. SBA đánh giá dự án thủy điện này sẽ đem lại NPV cho

Tháng 12/2014: Xây dựng hoàn thành và chuyển trụ sở công ty tại địa chỉ 573 Núi Thành – Q. Hải Châu – TP Đà Nẵng.



Công tác quản lý, vận hành các nhà máy Thủy Điện.

- Công tác bảo dưỡng, sửa chữa, đại tu thiết bị của nhà máy Thủy Điện luôn được thực hiện rất tốt.



- Công tác diễn tập PCCC luôn được thực hiện tại các nhà máy.



Nguồn: MBS tổng hợp

công ty là 23 tỷ đ.

Ngoài ra, SBA cũng là đơn vị được giao triển khai dự án Thủy điện sông tranh 1 với quy mô 27 MW. Tuy vậy, dự án này chưa có kế hoạch thực hiện cụ thể nên chúng tôi không đưa vào định giá công ty.

■ Lãi suất vay ưu đãi, dòng tiền khấu hao giúp trả lãi vay

Chi phí lãi vay lớn của SBA là do công ty vay nợ để đầu tư cho 2 nhà máy Thủy điện. Hầu hết các khoản vay nợ của công ty đều là vay nợ dài hạn từ Ngân Hàng Phát Triển Việt Nam (VDB) với lãi suất cố định từ 6.9 % đến 8.4 % / năm cho nhà máy Thủy điện Krông H'Năng và cá biệt chỉ có 3.9 % /năm cho nhà máy Thủy Điện Khe Diên. Phần lớn trong nợ của SBA là vay dài hạn (hơn 80% số dư vay nợ) với lãi suất thấp, điều này giúp hoạt động của SBA ổn định và ít phụ thuộc và mặt bằng lãi suất.

Vay nợ nhiều trong khi tài sản ngắn hạn ít khiến chỉ số thanh toán của công ty ở mức khá thấp. Mặc dù vậy, nhờ vào việc phát hành thành công 80 tỷ đồng cổ phiếu riêng lẻ cho Tổng công ty Điện Lực Miền Trung trong năm 2013, chỉ số thanh toán đã cho thấy sự cải thiện hơn so với các năm trước. Năm 2014, SBA tiếp tục được VDB phê duyệt chi trả 52 tỷ đồng nợ vay gốc, giảm gần 60% so với kế hoạch ban đầu là 128 tỷ. Năm 2015 công ty tiếp tục được phê duyệt cho vay dài hạn theo hợp đồng số 024/2015/HĐTD-DN với Ngân hàng TMCP Phương Đông – Chi nhánh Quảng Nam. Đây là khoản vay với hạn mức 620.000.000.000 đồng, thời hạn 120 tháng kể từ ngày rút vốn, với mục đích để tái tài trợ dự án Thủy Điện Krông H'Năng tại 2 tỉnh Phú Yên và Đắk Lắk (cho vay mua nợ của VDB CN Phú Yên).

■ Được ưu đãi từ chính sách thuế TNDN & mức cổ tức trả cao và đều đặn

NMTĐ Khe Diên được chính phủ miễn 50% thuế TNDN trong 5 năm (năm 2015 là năm cuối cùng được hưởng) và được tỉnh Quảng nam hỗ trợ miễn thuế thu nhập doanh nghiệp thêm 5 năm kể từ khi hết thời hạn miễn giảm thuế của chính phủ. Theo thông tin từ SBA, hiện nay việc miễn thuế đối với nhà máy Khe Diên trong giai đoạn từ 2015 – 2019 do UBND tỉnh Quảng Nam quyết định nhưng hiện Chính phủ đang yêu cầu UBND rút quyết định này nên mức thuế áp với nhà máy Khe Diên sẽ cao hơn và công ty đã áp dụng mức thuế này cho nhà máy Khe Diên.

NMTĐ Krông H'Năng được miễn thuế TNDN 4 năm kể từ năm 2010 và giảm 50% cho 7 năm tiếp theo. Như vậy năm 2013 sẽ là năm cuối cùng được miễn thuế và năm 2014 công ty mới phải đóng 50 % thuế thu nhập doanh nghiệp.

Biểu thuế TNDN của công ty SBA trong thời gian tới

	2014	2015	2016	...	2019	2020
Khe Diên	11 %	22%	20%	...	20%	20%
Krông H'Năng	11 %	11 %	10 %	...	10 %	10 %

Nguồn: MBS

SBA thường xuyên duy trì mức trả cổ tức 1000 đ/ cổ phiếu trong những năm qua. Với việc cơ cấu chuyển đổi nợ vay và tình hình kinh doanh khả quan trở lại thì mức cổ tức cao sẽ được duy trì trong tương lai. Mức cổ tức trung bình /thị giá hiện tại là 9,5%. **Công ty dự tính sẽ trả cổ tức 2015 vào quý IV/2016.**

■ Khuyến nghị và định giá cổ phiếu.

Với những phân tích nêu trên, chúng tôi cho rằng SBA sẽ là cơ hội đầu tư tốt trong trung và dài hạn. Với đánh giá các doanh nghiệp điện giao dịch với P/E trung bình là 10 lần và P/B trung bình là 1,5 lần, chúng tôi ước tính giá hợp lý của SBA là 14.000 đ cổ phiếu áp dụng 3 phương pháp định giá P/E và P/B và DCF. Ở mức giá này, SBA giao dịch ở mức P/E 2017 là 9.x lần và P/B là 1,3 lần và cổ tức trung bình/thị giá là 7,2%.

Trong kịch bản thận trọng của chúng tôi, giá trị hợp lý thấp nhất của SBA là 12.000 đ/ cổ phiếu, cao hơn 13% so với mức giá hiện tại. **Dựa trên cơ sở này, chúng tôi khuyến nghị khả quan với cổ phiếu SBA trong ngắn hạn với giá mục tiêu 12.000 đ/ cổ phiếu trong ngắn hạn.** Chúng tôi kỳ vọng khi các thông tin tích cực về khả năng hồi phục của ngành thủy điện do hưởng lợi từ La Nina phản ánh vào kết quả kinh doanh trong một năm tới, giá cổ phiếu sẽ trở về vùng giá dài hạn là 14.000 đ/ cổ phiếu.

THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

1. Lịch sử hình thành và phát triển

Công ty cổ phần Sông Ba (SBA) có địa chỉ tại số 573 đường Núi Thành, Phường Hòa Cường nam, Quận Hải Châu, thành Phố Đà Nẵng, vị trí rất thuận lợi cho việc lưu thông đường bộ và đường thủy.

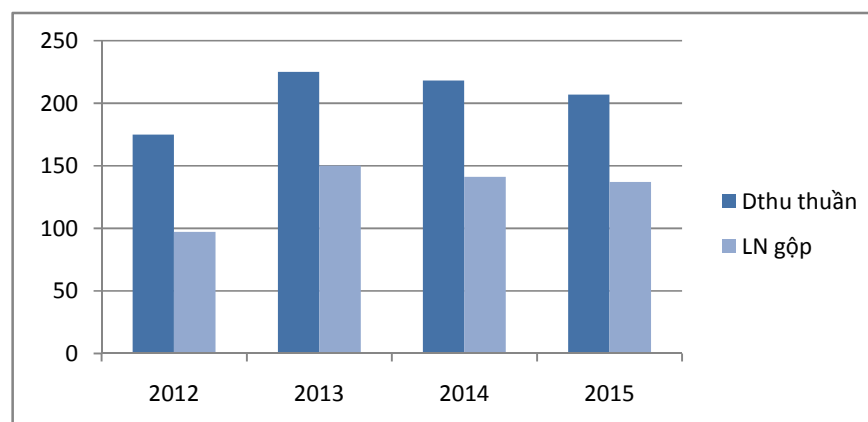
- Ngày 02/01/2003 Công ty TNHH Đầu Tư và Phát triển Điện Sông Ba được thành lập với vốn điều lệ là 10 tỷ đồng theo hợp đồng liên doanh giữa Công ty Điện Lực 3 (viết tắt là PC3) thuộc Tổng Công ty Điện Lực Việt Nam (EVN) và Tổng Công ty Cổ phần Xây dựng Điện Việt Nam (mã chứng khoán VNE niêm yết trên SGDCK Hồ Chí Minh); Công ty TNHH ĐT&PT Điện Sông Ba được quyền hạch toán độc lập.
- Ngày 21/01/2005, Công ty bổ sung điều chỉnh tăng vốn điều lệ lên 30 tỷ đồng.
- Ngày 29/05/2007 được chuyển đổi thành Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển Điện Sông Ba gồm 07 thành viên với vốn điều lệ đăng ký là 500 tỷ đồng và Hội đồng thành viên đã ra nghị quyết góp vốn theo tiến độ phát triển của các dự án thủy điện của Công ty.
- Ngày 04/7/2007 chuyển đổi sang hình thức Công ty Cổ phần với tên gọi Công ty Cổ phần Sông Ba với vốn điều lệ đăng ký là 500 tỷ đồng.
- Ngày 31/07/2007 là ngày kết thúc cho năm tài chính cuối cùng dưới hình thức công ty trách nhiệm hữu hạn.
- Ngày 01/08/2007 là ngày bắt đầu cho năm tài chính đầu tiên dưới hình thức công ty cổ phần với tổng vốn góp tại thời điểm này là 176 tỷ đồng. Sau đó, Công ty thực hiện nghị quyết góp vốn theo tiến độ và huy động thành công 5 đợt góp vốn từ cổ đông hiện hữu và CBCNV để mang tổng số vốn góp tính đến thời điểm 31/12/2009 là 450 tỷ đồng.
- Ngày 01/06/2010, cổ phiếu của công ty chính thức niêm yết trên tại Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh.
- Ngày 29/9/2011, Công ty niêm yết bổ sung 5.000.000 cổ phiếu, nâng tổng số cổ phiếu SBA niêm yết 50.000.000 cổ phiếu.
- Ngày 11/10/2013, Công ty niêm yết bổ sung 2.488.261 cổ phiếu, nâng tổng số cổ phiếu SBA niêm yết 52.488.261 cổ phiếu.
- Ngày 13/11/2013, Công ty niêm yết bổ sung 8.000.000 cổ phiếu, nâng tổng số cổ phiếu SBA niêm yết 60.488.261 cổ phiếu.

Công ty cổ phần Sông Ba có hiệu quả sản xuất kinh doanh kỳ vọng nằm trong khoảng trung bình của các công ty Thủy Điện: Thác Mơ, Vĩnh Sơn – Sông Hinh, Thác Bà và Cần Đơn. Công ty có mối quan hệ tốt trong ngành điện, đặc biệt là PC3, thuận lợi trong thỏa thuận đấu nối và điều hòa sản xuất điện. Cổ đông sáng lập là công ty Điện Lực III có khả năng hỗ trợ công ty trong quản lý, kỹ thuật và tiêu thụ điện. Hơn thế nữa công ty còn được ưu đãi lớn về thuế thu nhập doanh nghiệp và ưu đãi đầu tư của địa phương

2. Tình hình hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp

SBA là doanh nghiệp tiên phong trong ngành thủy điện với bề dày lịch sử 35 năm phát triển, SBA đã xây dựng được một thương hiệu phát triển vững mạnh trên thị trường Việt Nam. Hiện nay, Thủy Điện Sông Ba đang đứng đầu về sản lượng kinh doanh điện ở khu vực miền Trung.

Từ năm 2012 - 2015, doanh thu bán điện của SBA đều đạt gần 200 tỷ đồng, sản lượng điện sản xuất ra vẫn ở mức cao so với các doanh nghiệp khác trong ngành. Năm 2016 công ty dự kiến đạt doanh thu 208.21 tỷ đồng với mức lợi nhuận sau thuế là 61.29 tỷ đồng.



Nguồn: MBS tổng hợp

Năm 2015, dù đã dự kiến khô hạn nhưng diễn biến thời tiết không thuận lợi nguồn nước cạn kiệt dẫn đến không có nước dự phát điện, các chỉ tiêu kinh doanh cơ bản theo nghị quyết số 30/2015 được Đại hội Đồng Cổ Đông giao không đạt như mong đợi. Tuy nhiên, để đạt được kết quả sản xuất kinh doanh, công ty đã làm rất tốt công tác vận hành tối ưu các nhà máy thủy điện Krông H'Năng khi tham gia thị trường phát điện cạnh tranh (doanh thu tăng thêm từ việc tham gia VCGM 30 tỷ đồng) và Khe Diên theo biểu giá chi phí tránh được hiệu quả.

TT	Nội Dung	ĐVT	Kế Hoạch	Thực hiện	So sánh Th/kh (%)
1	Sản lượng Điện	(Tr.kwh)	200,00	164,38	82,19
	NM Khe Diên		30,00	42,02	
	NM Krông H'Năng		170,00	222,36	
2	Tổng doanh thu	Tỷ đồng	211,60	194,93	92,12
	Doanh thu sản xuất Điện		210,29	192,85	
	Doanh thu khác		1,31	2,06	
3	Lợi nhuận sau thuế TNDN	Tỷ đồng	65,61	51,77	78,91
4	Lãi cơ bản /cổ phiếu	đ/cp	1.085	859	79,17

Nguồn: MBS tổng hợp

Kết quả kinh doanh của SBA 6 tháng đầu và kế hoạch quý 3 năm 2016.

Trong quý 2/2016, SBA đạt tổng sản lượng điện thương phẩm 18,92 triệu kWh, tương đương với mức doanh thu gần 30.3 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế đạt gần 2.6 tỷ đồng. Tuy nhiên, nửa đầu năm 2016, SBA chỉ lãi ròng 97 triệu đồng do lỗ gần 2.5 tỷ đồng trong quý 1.

Về kế hoạch trong quý 3/2016, SBA ước tính tổng sản lượng điện thương phẩm sẽ đạt gần 41.7 triệu kWh, trong đó sản lượng điện ở Khe Diên đóng góp 5.7 triệu kWh, Krông H' năng đóng góp 36 triệu kWh. Theo đó, SBA dự kiến doanh thu từ sản xuất điện là hơn 46 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế trong quý 3 sẽ đạt gần 11 tỷ đồng.

Năm	2013	2014	2015	2016KH	2017(Ước)
Sản lượng	198	161		175	200
Doanh thu	222	211	197	208	237
DT từ SX điện	221	207	193	203	232
Chi phí	154	142	140	141	141
LNTT	67.6	69.5	57.5	66	91
LNST	66.5	65.3	51.76	61	82
EPS	1247	1085	856	1013	1346
Cổ tức		1000	1000	1000	1000

Nguồn: MBS tổng hợp và ước tính

3. Chiến lược phát triển và đầu tư

- Công ty cổ phần Sông ba (SBA) quản lý, vận hành sản xuất các nhà máy đạt hiệu quả thông qua:

không ảnh hưởng đối với đồng bào vùng hạ du.

- Nghiên cứu các giải pháp để tăng dung tích hồ chứa đối với nhà máy thủy điện Khe Diên.
- Vận hành tốt Nhà máy khi tham gia thị trường phát điện cạnh tranh, nâng cao tối đa doanh thu.

- Phát triển dịch vụ tư vấn:

- Tiếp tục triển khai yêu cầu của các chủ đầu tư đối với các dự án mà công ty đang thực hiện.
- Phát triển dịch vụ: tư vấn sửa chữa, bảo dưỡng các nhà máy thủy điện; tư vấn đào tạo nghề (quản lý, vận hành NMTĐ), giám sát thi công, lắp đặt,...và tìm kiếm các cơ hội đầu tư mới.

- Đầu tư xây dựng các dự án:

- Dự án thủy điện Krông H' năng 2: triển khai đầu tư từ 12/2016.
- Dự án thủy điện sông Tranh 1: chưa tiếp tục thực hiện, khi có điều kiện sẽ triển khai tiếp.

4. Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi dựa trên các phương pháp định giá PE và PB và DCF để định giá cổ phiếu SBA.

So sánh P/E và P/B của SBA với các doanh nghiệp cùng ngành thủy điện như CHP, VSH, TBC. Chúng tôi nhận thấy mức định giá PE và PB của Công ty thấp hơn so với mức trung bình ngành Thủy Điện.

Chúng tôi cũng tính toán giá trị cổ phiếu dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền. Áp dụng mức beta = 1 và 2 kịch bản tăng trưởng chính là 0%/năm (không tăng trưởng trong dài hạn) và 3%/năm (tăng trưởng ổn định theo lạm phát dài hạn), định giá của SBA sẽ là từ 12.000 đ/ cổ phiếu đến 20.700 đ/ cổ phiếu. Ở mức kịch bản trung bình với tăng trưởng 1,5%/năm, SBA có mức giá hợp lý là 16.000 đ/ cổ phiếu

Dựa trên 3 phương pháp trên, chúng tôi định giá dài hạn của SBA là 14.000 đ/ cổ phiếu, mức tăng trưởng 32% so với giá hiện tại. Trong kịch bản định giá thận trọng, SBA cũng có giá 12.000 đ/ cổ phiếu (phương pháp P/B có tính tới chiết khấu về quy mô, phương pháp DCF với tăng trưởng 0%/năm), cao hơn 13% so với giá cổ phiếu hiện tại.

Công ty	Vốn hóa	P/E	P/B
SBA	633	12.85	1.01
TBC	1524	14.67	1.76
S4A	650	52.56	1.5
CHP	2595	13.21	1.82
SHP	1785	14.98	1.74
VSH	3258	14.62	1.2
TMP	1820	17.33	1.93
SJD	1297	8.08	1.17
HJS	315	8.39	1.17
Trung bình	1541		1.48

Nguồn: MBS tổng hợp

Tổng hợp định giá cổ phiếu:

Mã	T.vị	EPS 2017	BV	Giá	Tỷ trọng
Phương pháp P/E	10	1.400		14.000	33%
Phương pháp P/B (chiết khấu 20%)	1,5		10.385	12.000	33%
Phương pháp DCF				16.000	33%
Giá hợp lý đối với cổ phiếu SBA					14.000

5. Rủi ro với cổ phiếu SBA

Rủi ro về hoạt động: Hoạt động thủy điện đem lại dòng tiền dồi dào tuy nhiên có những rủi ro về thiên tai không lường trước được. Giá bán điện của SBA phụ thuộc vào giá mua của EVN tuy nhiên rủi ro này là hạn chế khi cổ đông lớn nhất của SBA là công ty điện lực miền Trung với tỷ lệ sở hữu 39%

Rủi ro về tài chính: SBA có tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu cao hơn so với các công ty thủy điện đã hoạt động lâu năm, tỷ lệ vốn vay/VCSH là 1.1 lần, tuy vậy, đa số nợ đã được cơ cấu là nợ dài hạn (630 tỷ) với lãi suất vay thấp từ ngân hàng phát triển nên rủi ro về lãi suất cũng đã được giảm thiểu. Ngoài ra, tài sản ngắn hạn của công ty thấp hơn nợ ngắn hạn mặc dù điều này có thể là do tính hoạt động bền vững và an toàn của doanh nghiệp (điều này đã xảy ra trong nhiều năm nhưng SBA vẫn trả cổ tức đều đặn 60 tỷ đ/năm). Dự án mới có thể sẽ tiếp tục làm tăng nợ của doanh nghiệp nếu không có biện pháp đối ứng từ vốn chủ sở hữu từ cổ tức giữ lại.

Rủi ro về thị trường: SBA là một mã cổ phiếu nhỏ nên có thể duy trì mức định giá thấp và thanh khoản thấp trong thời gian dài.

TÓM TẮT KQKD BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả kinh doanh

ĐVT: triệu đồng

	2015	2014	2013
Doanh thu thuần về bán hàng, dịch vụ	194,9 26	211,372	222,149
Giá vốn hàng bán	67,182	75,292	75,135
Lợi nhuận gộp về bán hàng, dịch vụ	127,744	136,080	147,014
Doanh thu hoạt động tài chính	87	122	633
Chi phí tài chính	63,738	57,854	70,762
Chi phí bán hàng			
Chi phí quản lý doanh nghiệp	8,259	8,88	9,012
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kd	55,834	69,468	67,873
Lợi nhuận khác	1,689	68	218
Phần lợi nhuận liên kết liên doanh			
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	57,523	69,535	67,656
Lợi nhuận sau thuế TNDN	51,770	65,390	66,556
LN sau thuế của cổ đông CT mẹ	51,770	65,390	66,556
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VNĐ)	0,859	1,085	1,247

Cân đối kế toán

	2015	2014	2013
Tài sản ngắn hạn	102,433	62,806	112,999
Tiền và các khoản tương đương tiền	838	4,522	20,406
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn			
Các khoản phải thu ngắn hạn	99,337	52,726	88,919
Hàng tồn kho	1,414	1,248	1,585
Tài sản ngắn hạn khác	843	4,301	2,089
Tài sản dài hạn	1,354,125	1,385,238	1,408,015
Tài sản cố định	1,333,726	1,379,639	1,401,508
Bất động sản đầu tư			
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn			
Tổng cộng tài sản	1,456,557	1,448,045	1,521,014
Nợ phải trả	781,744	762,198	838,102
Nợ ngắn hạn	128,870	136,220	165,148
Nợ dài hạn	652,874	625,978	672,954
Vốn chủ sở hữu	674,813	685,847	682,912
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	604,883	604,883	604,883
Thặng dư vốn cổ phần	(95)	(95)	(95)
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	51,770	67,563	68,540
Lợi ích của cổ đông			
Tổng cộng nguồn vốn	1,456,557	1,448,045	1,521,014

Nguồn: MBS Research

Liên hệ:**Trung tâm nghiên cứu – Chiến lược thị trường:**

Trần Hoàng Sơn

son.tranhoang@mbs.com.vn

Nguyễn Việt Đức

Duc.nguyenviet@mbs.com.vn

Đỗ Bảo Ngọc

Ngoc1.dobao@mbs.com.vn

Phạm Văn Quỳnh

Quynh.phamvan@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	$\geq 20\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến -20%
BÁN	$\leq -20\%$

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.