

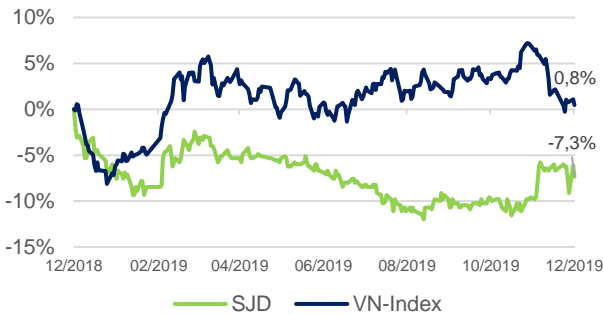
## CÔNG TY CỔ PHẦN THỦY ĐIỆN CẦN ĐƠN

**Lê Thị Kiều Oanh**

Chuyên viên tư vấn đầu tư

Email: oanhltk@fpts.com.vn

Điện thoại: (84.28) 6290 8686 - ext: 8995

**Giá hiện tại: 17.800 đồng/cp**
**Giá mục tiêu: 23.464 đồng/cp**
**Tăng/(giảm): 31,8%**
**Khuyến nghị**
**MUA**
**Biến động giá SJD và VN-Index**


### LỢI THẾ TỪ VỊ TRÍ ĐỊA LÝ GIÚP HOẠT ĐỘNG KINH DOANH ỔN ĐỊNH – SỨC HẤP DẪN TỪ MỨC CỔ TỨC CAO VÀ ĐỀU ĐẶN

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu SJD – Công ty cổ phần Thủy điện Cần Đơn, niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP HCM (HSX). Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu cổ phiếu SJD là **23.464 đồng/cp**, cao hơn **31,8%** so với mức giá hiện tại. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung và dài hạn.

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ VÀO SJD

**Nhu cầu tiêu thụ điện trong nước được dự báo tiếp tục tăng:** Theo Bộ Công thương dự báo, nhu cầu tiêu thụ điện trong nước sẽ tăng trung bình 10%/năm cho giai đoạn 2018 - 2030, trong khi nguồn cung không đủ đáp ứng, giúp sản 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

- ✓ Nhà máy thủy điện (NMTĐ) Cần Đơn chỉ có hồ điều tiết tuần nhưng vẫn đảm bảo lượng nước ổn định để sản xuất vào mùa khô nhờ tận dụng nguồn nước được xả từ hồ chứa điều tiết năm của NMTĐ Thác Mơ trên thượng nguồn.
- ✓ Các nhà máy nằm tại Bình Phước, Gia Lai và Điện Biên - là những tỉnh có lượng mưa trung bình hàng năm lớn, giúp đảm bảo lượng nước về hồ ổn định nên số giờ chạy máy bình quân cao hơn một số NMTĐ tại các khu vực khác.

**Nợ vay chịu lãi giảm, cơ cấu vốn cải thiện theo hướng tích cực:** Sau hơn 15 năm đi vào hoạt động, SJD đã giảm mạnh nợ vay với tỷ lệ nợ vay/nguồn vốn từ 61% năm 2008 giảm còn 17,58% năm 2018. Theo lộ trình trả nợ thì bình quân nợ vay chịu lãi sẽ giảm khoảng 16,5 tỷ đồng mỗi năm, giúp SJD tiết kiệm khoảng 1,5 tỷ đồng lãi vay.

**Duy trì mức chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn:** Giai đoạn 2014 – 2018, SJD trả cổ tức tiền mặt từ 2.300 đồng/cp – 2.500 đồng/cp, tỷ suất cổ tức/thị giá bình quân đạt 11,01%. Kế hoạch chi trả cổ tức năm 2019 là 2.300 đồng/cp. Chính sách cổ tức tiền mặt được dự báo tiếp tục duy trì ổn định ở mức cao trong những năm tới.

### RỦI RO ĐẦU TƯ

**Đặc thù của thủy điện là phụ thuộc hoàn toàn vào tình hình thời tiết và điều kiện thủy văn:** Vào mùa khô hoặc khí hậu chuyển sang hiện tượng El Nino gây mưa ít thì sản lượng điện sản xuất của các nhà máy thủy điện giảm.

### Thông tin giao dịch ngày 17/12/2019

Giá hiện tại (đồng/cp) 17.800

Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp) 19.750

Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp) 17.300

Số lượng CP niêm yết 68.998.620

Số lượng CP đang lưu hành 68.998.620

KLGD bình quân 30 ngày (cp) 53.515

Vốn hóa (tỷ đồng) 1.228

EPS trailing (đồng/cp) 1.810

P/E trailing (lần) 9,83

### Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Thủy điện Cần Đơn
Địa chỉ	Ấp Thanh Thủy, thị trấn Thanh Bình, Bù Đốp, Bình Phước
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh điện thương phẩm
Chi phí chính	Chi phí khấu hao và thuế tài nguyên nước, phí môi trường rừng
Lợi thế cạnh tranh	Suất đầu tư thấp và vị trí địa lý thuận lợi
Rủi ro chính	Thủy văn và thời tiết



**NMTĐ Cần Đơn là nhà máy lớn nhất của SJD được đầu tư theo hình thức BOT<sup>1</sup> sẽ hết hạn vào cuối năm 2028:** Theo lộ trình đầu tư BOT là 25 năm, SJD sẽ bàn giao NMTĐ Cần Đơn cho nhà nước kể từ năm 2029. Do đó, công ty chỉ còn lại ba nhà máy với công suất lắp đặt là 26,4 MW. Rủi ro này đã được loại trừ trong mô hình định giá, chúng tôi chỉ xét đến dòng tiền của nhà máy Cần Đơn đến hết năm 2028.

**Rủi ro biến động lãi suất và tỷ giá:** Tại thời điểm 30/09/2019, SJD còn 252,7 tỷ đồng nợ vay chịu lãi. Trong đó, có 146,4 tỷ đồng nợ vay bằng VNĐ với lãi suất thả nổi và 106,3 tỷ đồng nợ vay bằng USD (tương đương 4,6 triệu USD). Do vậy, nếu lãi suất tăng 1% thì ước tính chi phí lãi vay của SJD sẽ tăng thêm 2,5 tỷ đồng và nếu tỷ giá tăng 1% thì phần lỗ từ tỷ giá ước tính khoảng 1,063 tỷ đồng.

**Rủi ro thanh khoản cổ phiếu:** Khối lượng giao dịch bình quân 30 ngày chỉ khoảng 53.515 cổ phiếu/ngày. Nhà đầu tư cần cân nhắc rủi ro thanh khoản khi đầu tư vào SJD.

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### Lịch sử hình thành và phát triển

Bảng 1: Các mốc sự kiện quan trọng của SJD

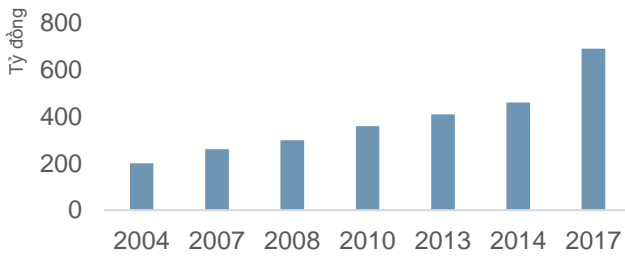
Thời gian	Sự kiện
04/1998	Tiền thân là Công ty B.O.T Cần Đơn được thành lập nhằm mục đích thực hiện vai trò chủ đầu tư dự án Thủy điện Cần Đơn theo ủy quyền của Tổng công ty (TCT) Sông Đà.
05/2000	Công trình Thủy điện Cần Đơn được chính thức khởi công NMTĐ Cần Đơn là dự án thủy điện đầu tiên tại Việt Nam được đầu tư theo hình thức BOT
01/2004	Thủy điện Cần Đơn đưa vào khai thác với tổng công suất 77,6 MW
10/2004	CTCP Thủy điện Cần Đơn đi vào hoạt động với vốn điều lệ 200 tỷ đồng
12/2006	Niêm yết trên HSX với mã cổ phiếu là SJD, vốn điều lệ (VĐL) tại thời điểm này là 200 tỷ đồng
12/2013	Sáp nhập với CTCP Thủy điện RyNinh II (RHC), tăng VĐL lên 410 tỷ đồng NMTĐ Ry Ninh II trở thành chi nhánh đầu tiên và nâng tổng công suất của SJD lên 85,7 MW
12/2014	Sáp nhập với CTCP Thủy điện Nà Lơi (NLC), tăng VĐL lên 460 tỷ đồng NMTĐ Nà Lơi trở thành chi nhánh thứ 2 và nâng tổng công suất của SJD lên 95 MW
07/2015	Nhà máy thủy điện Hà Tây (SJD sở hữu 81,25% vốn) chính thức phát điện với công suất 9 MW, nâng tổng công suất của SJD lên 104 MW

*Nguồn: SJD, FPTS tổng hợp*

<sup>1</sup> BOT (Hợp đồng Xây dựng - Kinh doanh - Chuyển giao) là hợp đồng được ký giữa cơ quan nhà nước có thẩm quyền và nhà đầu tư để xây dựng công trình kết cấu hạ tầng; sau khi hoàn thành công trình, nhà đầu tư được quyền kinh doanh công trình trong một thời hạn nhất định; hết thời hạn, nhà đầu tư chuyển giao công trình đó cho cơ quan nhà nước có thẩm quyền.

## Quá trình tăng vốn điều lệ

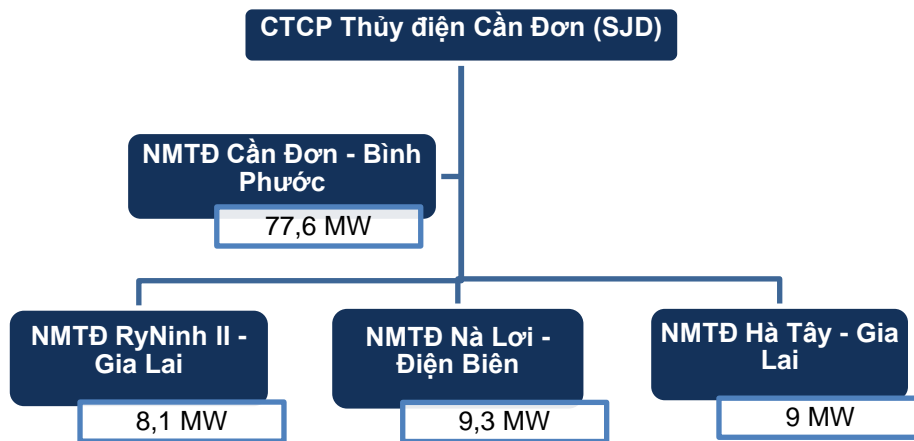
**Biểu đồ 1: Quá trình tăng vốn điều lệ**



Nguồn: SJD, FPTS tổng hợp

Từ khi thành lập đến nay, vốn điều lệ của SJD đã tăng gần 2,5 lần so với vốn ban đầu. SJD tăng vốn chủ yếu bằng hình thức phát hành cổ phiếu để trả cổ tức và thưởng cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu. Riêng năm 2013 và 2014, SJD đã phát hành cổ phiếu với mục đích hoán đổi để thực hiện phương án sáp nhập với RHC và NLC.

## Các NMTĐ đang sở hữu



## Chi tiết các công ty con và công ty liên kết

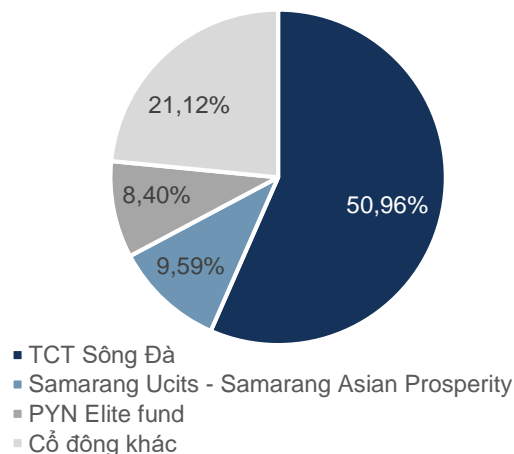
**Bảng 2: Danh sách công ty con**

Tên công ty	Địa chỉ	Tỷ lệ sở hữu	Hoạt động chính	Sở hữu
CTCP Thủy điện Sông Đà Tây Nguyên	Huyện Chư Păh, Tỉnh Gia Lai	81,25 %	Sản xuất và kinh doanh điện thương phẩm	Nhà máy thủy điện Hà Tây công suất 9 MW

Nguồn: SJD, FPTS tổng hợp

## Cơ cấu cổ đông

**Biểu đồ 2: Cơ cấu cổ đông tại ngày 17/12/2019**



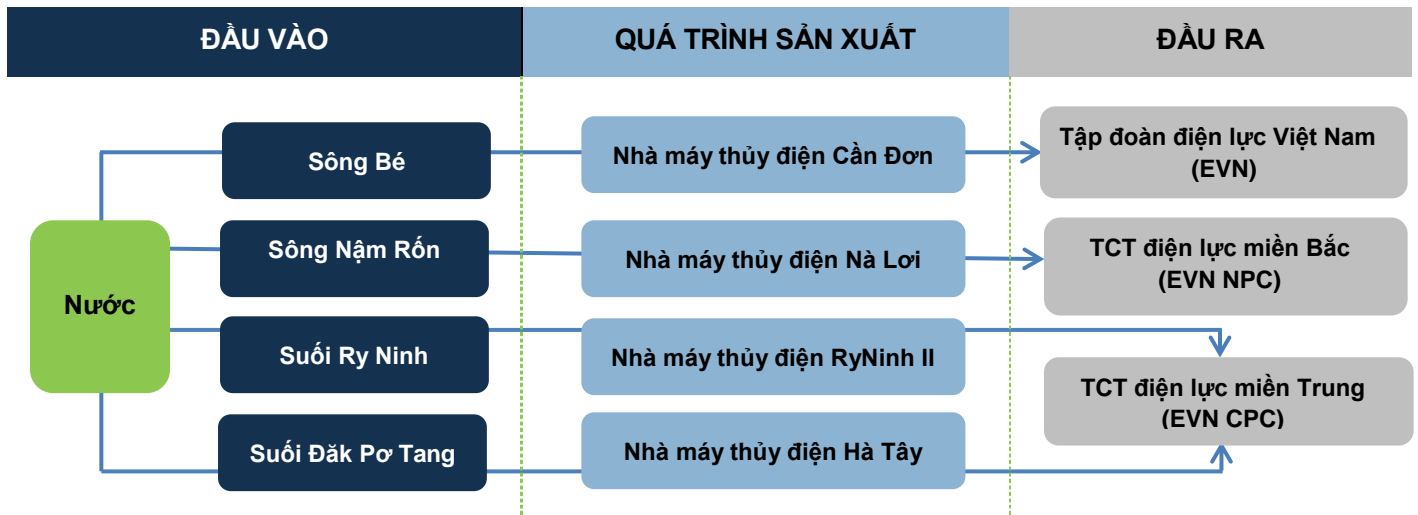
Nguồn: SJD, FPTS tổng hợp

**TCT Sông Đà** là cổ đông lớn nhất, sở hữu 50,96% cổ phần của SJD. Cổ đông nước ngoài nắm giữ 26,45% cổ phần, trong đó, quỹ Samarang Ucits - Samarang Asian Prosperity và PYN Elite fund là 2 cổ đông lớn nắm giữ lần lượt 9,59% và 8,40% cổ phần. Ban lãnh đạo nắm giữ chỉ dưới 0,1% cổ phần.

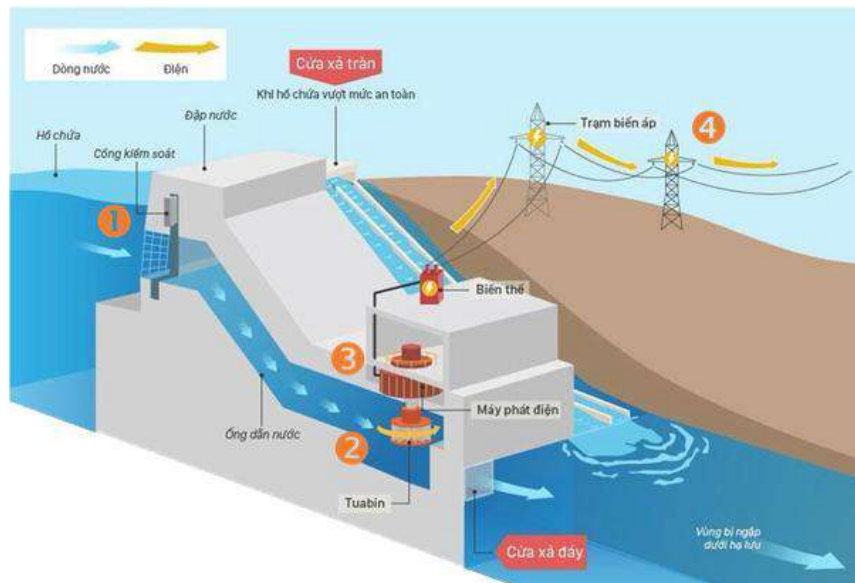
TCT Sông Đà là nhà thầu chính của nhiều dự án thủy điện lớn tại Việt Nam, chiếm 85% thị phần trong nước về xây dựng thủy điện, trong đó có những công trình thủy điện lớn nhất Đông Nam Á như Thủy điện Sơn La (2.400 MW), thủy điện Hòa Bình (1.920 MW), thủy điện Lai Châu (1.200 MW).... Hiện nay, TCT Sông Đà đang sở hữu cổ phần tại 22 NMTĐ với tổng công suất gần 1.200 MW, tổng sản lượng điện sản xuất trung bình gần 5 tỷ KWh/năm.

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### Chuỗi giá trị sản xuất của SJD



### NGUYÊN LÝ HOẠT ĐỘNG CỦA 1 NMTĐ

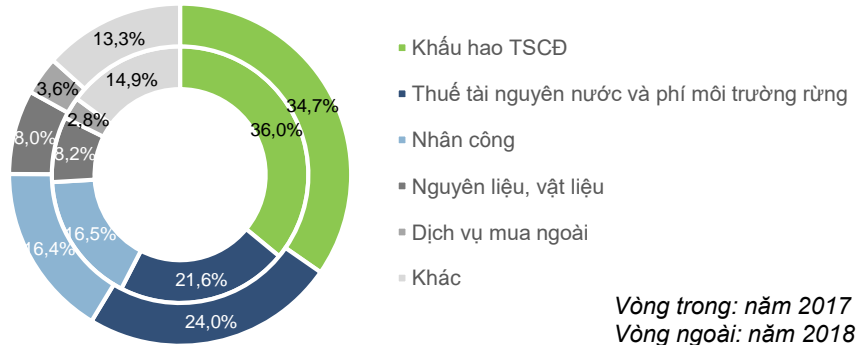


Đối với các nhà máy thủy điện, nguyên liệu chính để sản xuất điện là nguồn nước thiên nhiên. Vì vậy lưu lượng, độ ổn định của nguồn nước cùng với điều kiện thời tiết là những yếu tố chính quyết định đến sản lượng, doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp thủy điện.

**Nguyên lý hoạt động của một nhà máy thủy điện gồm 4 giai đoạn chính:** (1) Dòng nước từ trên cao đổ xuống với áp lực lớn, chảy qua cổng kiểm soát vào bên trong nhà máy; (2) Nước chảy mạnh làm quay tuabin của máy phát điện và tạo ra điện; (3) Máy biến áp tạo ra dòng điện cao thế và (4) Dòng điện cao thế sẽ được truyền qua đường dây cao áp về nơi tiêu thụ.

**1. Yếu tố đầu vào: Chi phí khấu hao và thuế tài nguyên nước, phí môi trường rừng là 2 chi phí chính chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng chi phí sản xuất**

**Biểu đồ 3: Cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố**



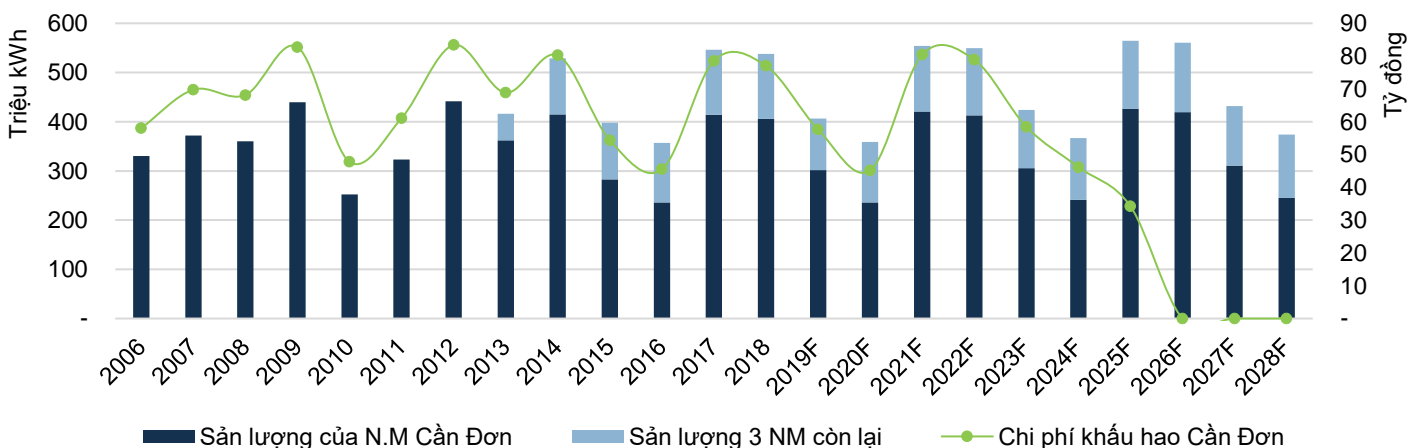
Nguồn: SJD, FPTS tổng hợp

**(1) Chi phí khấu hao chiếm 34,7% tổng chi phí sản xuất năm 2018. Nhà máy Cần Đơn thực hiện khấu hao theo sản lượng điện sản xuất trong kỳ**

Tương tự như hầu hết các doanh nghiệp thủy điện khác, chi phí khấu hao là chi phí chiếm tỷ trọng lớn nhất, bình quân gần 40% tổng chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố của SJD giai đoạn 2013 – 2018 (năm 2018 tỷ trọng này là 34,7%). Điểm đặc biệt của SJD là nhà máy Cần Đơn (quy mô lớn nhất) thực hiện khấu hao theo sản lượng điện sản xuất thực tế trên sản lượng thiết kế trong thời gian hoạt động của nhà máy là 25 năm, các nhà máy còn lại (quy mô nhỏ) đều được khấu hao theo phương pháp đường thẳng, nên tổng chi phí khấu hao hằng năm của SJD phụ thuộc phần lớn vào sản lượng điện sản xuất được từ nhà máy Cần Đơn. Theo đó, vào những năm hạn hán sản lượng điện ở mức thấp, chi phí khấu hao được hạch toán ở mức thấp giúp biên lợi nhuận được duy trì ổn định.

Tính đến hết tháng 10/2019, nhà máy Cần Đơn đã phát lên lưới điện quốc gia được 5.429 triệu kWh, so với tổng sản lượng thiết kế 7.300 triệu kWh trong 25 năm (tương ứng 74,4% sản lượng thiết kế). Sản lượng điện sản xuất trung bình giai đoạn 2006 – 2018 đạt 357 triệu kWh/năm, cao hơn 22,1% so với sản lượng thiết kế là 292 triệu kWh/năm. Như vậy nhà máy này đã ghi nhận khấu hao rất nhanh, lũy kế chỉ sau 15 năm đã khấu hao lên đến 74,4% nguyên giá. Chúng tôi ước tính, nhà máy sẽ hết khấu hao trước vòng đời 25 năm của dự án, cụ thể là từ năm 2026.

**Biểu đồ 4: Sản lượng sản xuất và chi phí khấu hao của nhà máy Cần Đơn qua các năm**



Nguồn: SJD, FPTS tổng hợp và ước tính

**(2) Thuế tài nguyên nước và phí môi trường rừng tăng, chiếm 24% trong cơ cấu chi phí năm 2018 làm biên lợi nhuận sụt giảm**

**Chi phí thuế tài nguyên nước:** Mức thuế suất đối với tài nguyên nước thiên nhiên dùng cho sản xuất điện là 5% ([NQ1084/2015/UBTVQH13](#) ngày 10/12/2015 của Ủy Ban thường vụ Quốc hội về ban hành biểu mức thuế suất thuế tài nguyên), giá tính thuế tài nguyên này là giá bán điện thương phẩm bình quân do Bộ Công thương công bố. Theo Quyết định 648/QĐ-BCT ngày 20/03/2019 của Bộ Công thương, giá bán lẻ điện thương phẩm tính thuế tài nguyên



nước là 1.864,44 đồng/kWh (trước đó là 1.720,65 đồng/kWh, tăng tương ứng 8,36%) được áp dụng từ ngày 20/03/2019.

**Phí dịch vụ môi trường rừng:** Theo Điều 59 trong Nghị định 156/2018/NĐ-CP của Chính Phủ, mức chi trả tiền dịch vụ môi trường rừng áp dụng từ ngày 1/1/2019 đối với cơ sở sản xuất thủy điện là 36 đồng/kWh điện thương phẩm (không thay đổi so với Nghị định số 147/2016/NĐ-CP, tăng 16 đồng/kWh so với Nghị định 99/2010/NĐ-CP).

Như vậy, theo các quy định này, từ ngày 20/03/2019, SJD phải trả phí dịch vụ môi trường rừng và thuế tài nguyên nước là 129,22 đồng/kWh, tăng 5,89% so với giai đoạn trước 20/03/2019 và 27,82% so với giai đoạn trước 1/12/2017. Trên thực tế, đây là khoản chi phí danh nghĩa sẽ được bên mua điện (EVN) thanh toán lại cho bên bán điện dựa theo giá bán điện thương phẩm của Bộ Công thương công bố. Tuy nhiên, toàn bộ sản lượng điện sản xuất tại các nhà máy của SJD gồm Cần Đơn, Ry Ninh và Nà Lơi đều ký hợp đồng bán điện dài hạn với EVN theo mức giá cố định đã bao gồm thuế tài nguyên nước ở mức 2% (riêng Ry Ninh và Nà Lơi được EVN trả thêm 3% vào thời điểm thanh toán), trong khi mức thuế tài nguyên nước theo quy định đang là 5% và giá tính thuế này lại tăng qua các năm, điều này đã làm tăng đáng kể chi phí thuế tài nguyên nước và phí dịch vụ môi trường rừng trong cơ cấu giá vốn của SJD dù sản lượng sản xuất 2018 thấp hơn 2017, dẫn đến biên lợi nhuận gộp giảm từ 57,7% năm 2017 xuống 55,2% năm 2018.

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

Trong cơ cấu chi phí nhân công của SJD, chi phí cho lao động trực tiếp sản xuất chiếm gần 60% được tính vào chi phí giá vốn, còn lại là chi phí lao động quản lý được tính vào chi phí quản lý doanh nghiệp. SJD trả lương theo năng suất lao động, cụ thể nếu lợi nhuận vượt kế hoạch đề ra thì thu nhập của người lao động sẽ tăng và nếu không đạt kế hoạch thì thu nhập của người lao động sẽ giảm nhưng vẫn đảm bảo không thấp hơn 80% mức lương kế hoạch dự kiến. Do đó, chi phí nhân công luôn chiếm tỷ trọng ổn định trên doanh thu các năm, ở mức trung bình 9% trên doanh thu. Với số lượng lao động không có nhiều biến động và phần lớn người lao động đã gắn bó từ rất lâu với công ty nên chúng tôi cho rằng, tỷ lệ này sẽ được đảm bảo trong tương lai và không có sự biến động nào lớn.

## 2. Sản xuất: Hoạt động sản xuất phụ thuộc vào tình hình thời tiết và điều kiện thủy văn tại khu vực

SJD đang sở hữu 4 nhà máy thủy điện có suất đầu tư thấp hơn so với một số doanh nghiệp thủy điện khác, suất đầu tư bình quân tất cả nhà máy đạt 15,7 tỷ đồng/MW, trong khi suất đầu tư trung bình các doanh nghiệp so sánh khoảng 19,23 tỷ đồng/MW ([Bảng 3](#)). Tổng công suất thiết kế là 104 MW, bao gồm 4 nhà máy: nhà máy Cần Đơn là nhà máy BOT đầu tiên của ngành thủy điện, 2 nhà máy Ry Ninh II và Nà Lơi trở thành chi nhánh của công ty sau khi thực hiện đề án sáp nhập của TCT Sông Đà và nhà máy Hà Tây do CTCP Thủy điện Sông Đà Tây Nguyên (công ty con, SJD sở hữu 81,25% vốn) vận hành.

**Bảng 2: Thông tin các nhà máy thủy điện thuộc sở hữu của SJD**

Tên nhà máy	Cần Đơn	RyNinh II	Nà Lơi	Hà Tây
Hình thức đầu tư	BOT	BOO <sup>2</sup>	BOO	BOO
Địa chỉ	Bình Phước	Gia Lai	Điện Biên	Gia Lai
Số tổ máy	2	3	3	2
Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	1.117	139	179	198,4
Tổng công suất	77,6 MW	8,1 MW	9,3 MW	9 MW
Suất đầu tư (tỷ đồng/MW)	13,34	17,2	19,9	22,04
Ngày phát điện	01/01/2004	26/04/2002	Tháng 5/2003	Tháng 7/2015
Sản lượng thiết kế (triệu kWh/năm)	292	55	46,3	37,95
Tuabin, Máy phát	Nga và Metso – Mỹ	Ấn Độ và Leroy Sumer - Pháp	Andrizt Hydro Ấn Độ	Trung Quốc

Nguồn: SJD, FPTS tổng hợp

<sup>2</sup> BOO (Hợp đồng Xây dựng - Sở hữu - Kinh doanh) là hợp đồng được ký giữa cơ quan nhà nước có thẩm quyền và nhà đầu tư để xây dựng công trình kết cấu hạ tầng; sau khi hoàn thành công trình, nhà đầu tư sở hữu và được quyền kinh doanh công trình đó trong một thời hạn nhất định

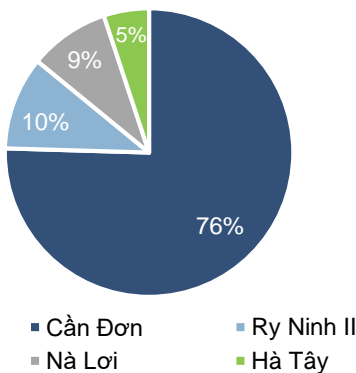
Mặc dù sở hữu những nhà máy thủy điện có suất đầu tư thấp, nhưng các nhà máy đều sử dụng máy móc công nghệ hiện đại từ Mỹ, Pháp, Nga, Ấn Độ,... giúp cho nhà máy vận hành với độ ổn định cao, tiết kiệm chi phí vận hành bảo dưỡng. Việc bảo dưỡng sửa chữa máy móc sẽ được diễn ra vào mùa khô, vì đây là thời điểm không có đủ nước để chạy máy liên tục, nên không làm ảnh hưởng tới hiệu suất hoạt động của các nhà máy.

Hầu hết các nhà máy đã phát điện trên 15 năm nên hoạt động khá ổn định với sản lượng điện sản xuất vượt sản lượng thiết kế trung bình năm, riêng nhà máy Hà Tây do mới đi vào hoạt động từ tháng 7/2015 nên chỉ mới sản xuất được khoảng 72% sản lượng thiết kế (năm 2018). Theo chia sẻ từ Ban lãnh đạo, doanh nghiệp có kế hoạch xây dựng nhà máy điện mặt trời trên lòng hồ Cần Đơn với tổng công suất là 150 MW, chia làm 4 giai đoạn. Tuy nhiên, tính đến hiện tại, dự án chỉ mới trình lên UBND tỉnh Bình Phước để đưa vào quy hoạch chung của tỉnh, do đó chúng tôi không xét đến dòng tiền của dự án này trong mô hình định giá SJD.

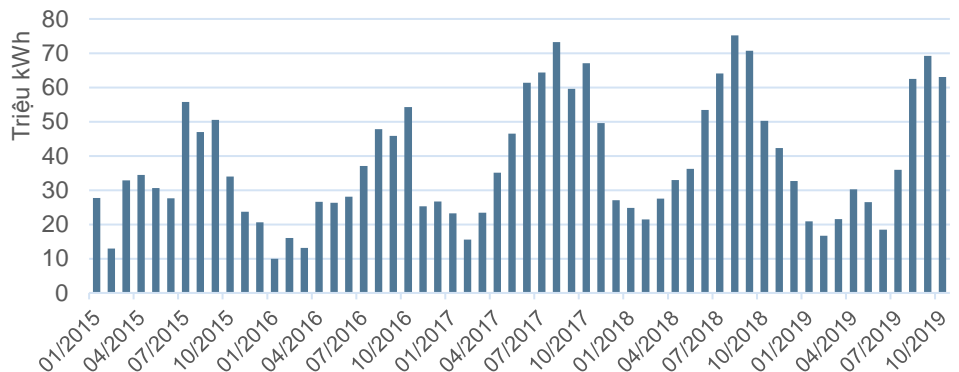
### Hoạt động sản xuất mang tính mùa vụ và phụ thuộc vào điều kiện thời tiết

Đặc thù của ngành thủy điện là sản xuất điện từ nguồn nước thiên nhiên nên phụ thuộc rất nhiều vào lượng mưa tại khu vực, sản lượng điện sản xuất vào các tháng mùa mưa (tháng 5 - tháng 11) thường cao gấp đôi sản lượng vào mùa khô (tháng 12 - tháng 4). Do đó, sản lượng điện của SJD cũng thay đổi rõ rệt theo mùa, vào các tháng quý 1 (cao điểm mùa khô) sản lượng thường ở mức thấp nhất, vào các tháng trong quý 3 (cao điểm mùa mưa) sản lượng thường ở mức cao nhất trong năm. Như vậy, quý 3 là quý đóng góp chính vào sản lượng và tác động lớn đến kết quả kinh doanh mỗi năm của công ty. Nhà máy Cần Đơn có công suất lớn nhất trong 4 nhà máy, đóng góp 76% sản lượng trong năm 2018.

**Biểu đồ 5: Cơ cấu sản lượng 2018**



**Biểu đồ 6: Sản lượng sản xuất theo tháng giai đoạn 2014 - 2018**

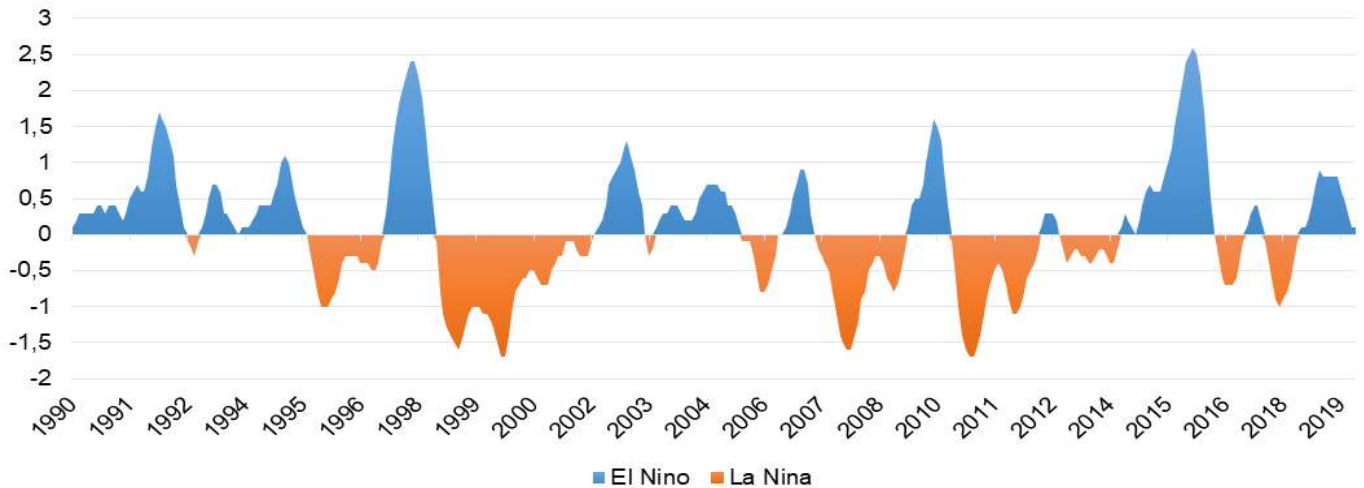


Nguồn: SJD, FPTS tổng hợp

Bên cạnh yếu tố mùa vụ, sản lượng điện sản xuất còn phụ thuộc vào tình hình biến đổi khí hậu, cụ thể hơn là hiện tượng ENSO<sup>3</sup> (dùng để chỉ chung 2 hiện tượng El Nino và La Nina) với biểu hiện khô, nóng, ít mưa vào pha El Nino và ẩm, mưa nhiều vào pha La Nina.

Năm 2015 – 2016, hiện tượng El Nino kéo dài và đạt đỉnh lịch sử đã làm cho sản lượng điện của SJD sụt giảm nghiêm trọng. Năm 2017 - 2018, hiện tượng La Nina diễn ra giúp sản lượng sản xuất đạt mức cao kỷ lục. Từ nửa đầu năm 2019, tình hình khô hạn, thiếu nước xảy ra tại các tỉnh Trung Bộ, Tây Nguyên (từ tháng 4-6/2019) và hiện tượng El Nino bắt đầu quay trở lại làm sản lượng sụt giảm, do đó, chu kỳ thời tiết sẽ là yếu tố quan trọng chi phối đến hoạt động sản xuất của SJD trong các năm sắp tới.

<sup>3</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-enso-va-tac-dong-cua-no/t708/c304/i414>

**Biểu đồ 7: Biểu đồ chỉ số khí hậu đại dương ENSO từ năm 1997 đến nay**


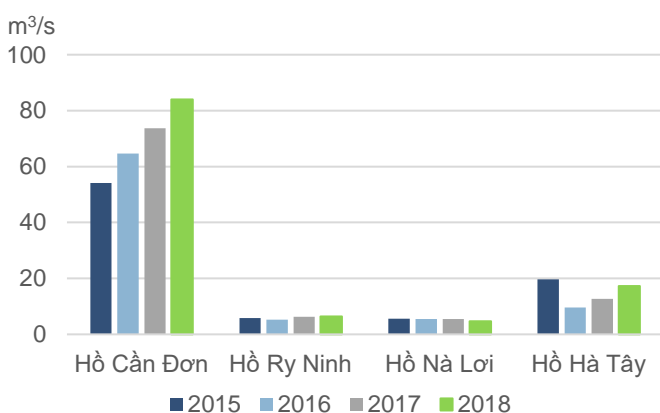
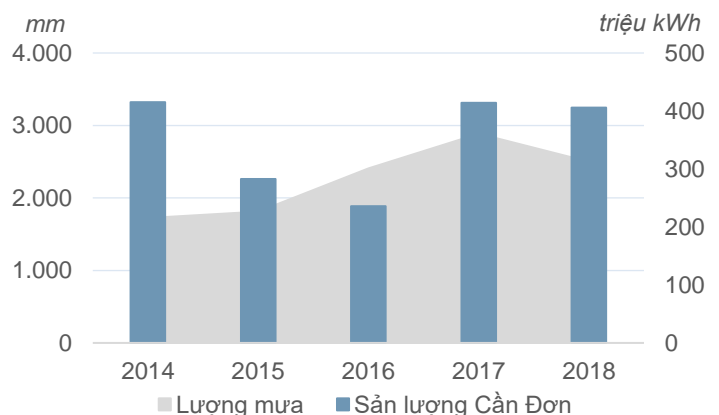
Nguồn: Trung tâm Quốc gia về dự báo môi trường của Hoa Kỳ (NCEP)

## 2.1. Nhà máy thủy điện Cần Đơn - Hiệu suất hoạt động tốt nhờ vào vị trí địa lý thuận lợi

### Nhà máy nằm trên lưu vực Sông Bé có nguồn nước dồi dào, tiềm năng khai thác thủy điện lớn

Nhà máy Cần Đơn được xây dựng trên bậc thang thứ 2 của sông Bé, phía thượng nguồn là thủy điện Thác Mơ (TMP) công suất 225 MW, phía hạ nguồn là thủy điện Srok Phu Miêng (ISH) công suất 51 MW. Sông Bé là phụ lưu lớn nhất của sông Đồng Nai với diện tích lưu vực 7.650 km<sup>2</sup>, lưu lượng thấp nhất mùa khô là 60 m<sup>3</sup>/s, cao nhất mùa mưa là 1.000 m<sup>3</sup>/s, lưu lượng trung bình từ 250 m<sup>3</sup>/s – 300 m<sup>3</sup>/s và tổng lượng dòng chảy hàng năm 7,9 tỷ m<sup>3</sup> - 9 tỷ m<sup>3</sup>, xấp xỉ 1/4 lượng nước trong toàn hệ thống sông Đồng Nai.

Ngoài ra, nhà máy thuộc khu vực Bình Phước - là nơi bắt nguồn của nhiều sông, suối với mạng lưới khá dày đặc 0,7 - 0,8 km/km<sup>2</sup>, lớn nhất là sông Bé, sông Đồng Nai và sông Sài Gòn, do đó tình trạng thủy văn của Bình Phước ảnh hưởng trực tiếp đến khu vực miền Đông Nam Bộ, lượng mưa trung bình tương đối cao, năm 2018 đạt trên 2.500 mm/năm (trung bình cả nước hàng năm từ 1.500 - 2.000 mm, *theo Tổng cục thống kê*). Lượng nước về hồ Cần Đơn tương đối ổn định và tăng qua các năm giúp nhà máy vẫn đảm bảo đủ nước để sản xuất theo kế hoạch đề ra.

**Biểu đồ 8: Lưu lượng nước về các hồ thủy điện**

**Biểu đồ 9: Lượng mưa tại khu vực Bình Phước và sản lượng điện nhà máy Cần Đơn**


Nguồn: SJD, FPTs tổng hợp

Nguồn: Tổng Cục thống kê

Mặc dù phụ thuộc nhiều vào điều kiện thời tiết và lượng mưa hàng năm nhưng sản lượng điện trung bình giai đoạn 2006 – 2018 của SJD đạt 357 triệu kWh/năm, cao hơn nhiều so với sản lượng thiết kế là 292 triệu kWh/năm. Đặc biệt vào những năm thời tiết thuận lợi, sản lượng càng vượt xa công suất thiết kế như năm 2009 đạt đến 439,3 triệu kWh và năm 2012 đạt đến 441,8 triệu kWh – đây là 2 năm đạt sản lượng cao nhất kể từ khi nhà máy đi vào hoạt động.



### Tận dụng được nguồn nước từ hồ chứa điều tiết năm của thủy điện Thác Mơ trên thượng nguồn

Nhà máy Cần Đơn có hồ chứa điều tiết theo tuần (trữ nước từ 2 ngày đến 1 tuần) do đó không có khả năng tích trữ nước vào mùa mưa để có thể sử dụng sản xuất điện trong mùa khô. Tuy nhiên, một lợi thế không nhỏ là nhà máy nằm ngay dưới NMTĐ Thác Mơ có hồ chứa điều tiết năm. Nhờ đó, vào mùa khô khi không có nước để sản xuất điện thì Cần Đơn vẫn có thể phát điện nhờ tận dụng lượng nước được xả từ hồ Thác Mơ. Mặc dù chỉ có hồ chứa điều tiết tuần nhưng nhờ lợi thế từ vị trí địa lý nên tổng số giờ chạy máy bình quân của Cần Đơn vẫn tương đối cao khi so sánh với một số nhà máy thủy điện có công suất từ 60 MW trở lên và có hồ điều tiết dài ngày hơn. Do đó, đã giúp nhà máy tiết kiệm chi phí đầu tư ban đầu dẫn đến suất đầu tư trên 1 MW thấp hơn so với một số nhà máy thủy điện tương đồng về công suất.

**Bảng 3: Số giờ chạy máy tương đương ở công suất tối đa của một số doanh nghiệp thủy điện**

Tên nhà máy thủy điện	Hồ điều tiết	Công suất (MW)	Suất đầu tư (tỷ đồng/MW)	Số giờ chạy máy bình quân (h/năm)			
				2018	2017	2016	Bình quân
Cần Đơn	Hồ điều tiết tuần	77,6	13,34	5.231	5.338	3.041	4.537
Thác Mơ	Hồ điều tiết năm	225	15,82	3.698	3.520	2.096	3.105
A Lưới	Hồ điều tiết tuần	170	19,03	2.215	5.162	3.732	3.703
Thác Bà	Hồ điều tiết năm	120	10,05	3.716	4.092	2.917	3.575
Đa M'Bri	Hồ điều tiết năm	75	29,15	4.892	5.413	4.527	4.944
Krong Hnang	Hồ điều tiết năm	64	22,08	2.456	3.859	2.171	2.829

Nguồn: FPTS tổng hợp

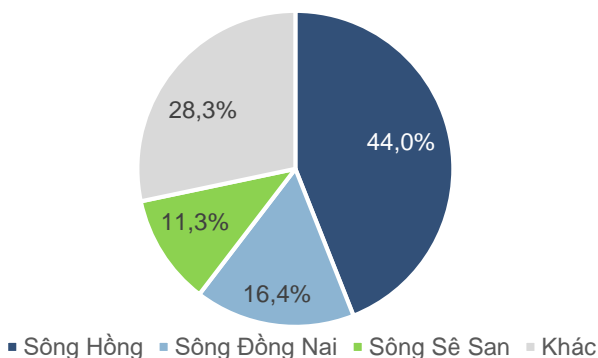
Tuy nhiên, việc xây dựng sau và nằm dưới Thác Mơ cũng có một số bất lợi đáng kể. Nhà máy Cần Đơn thiết kế theo lưu lượng dùng tuabin kaplan nên tốn nhiều nước hơn và lòng hồ được thiết kế nằm ngang, làm cho nước chảy qua không gây áp lực lớn như hồ Thác Mơ ở trên cao (áp lực nước lớn hơn). Do đó, nhà máy cần khoảng 12,52 m<sup>3</sup> nước mới tạo ra 1 kWh, trong khi TMP chỉ cần khoảng 4 m<sup>3</sup> nước đã có thể tạo ra 1 kWh.

### 2.2. Nhà máy thủy điện Ry Ninh II và thủy điện Hà Tây

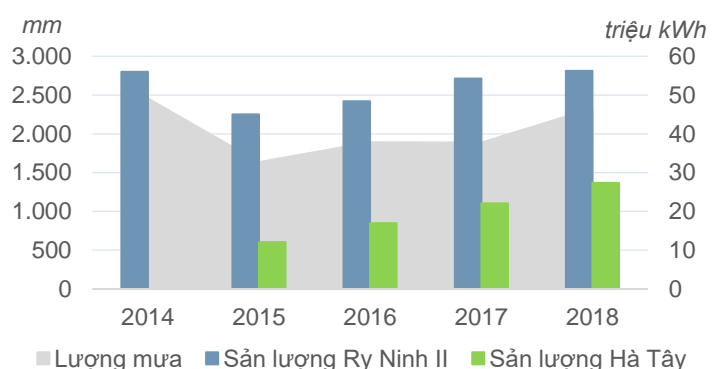
Hai nhà máy thuộc huyện Chư Păh - Gia Lai, nơi có khí hậu cao nguyên nhiệt đới gió mùa, dồi dào về độ ẩm, lượng mưa lớn, trung bình hàng năm từ 2.200 đến 2.500 mm. Với tổng trữ lượng nước mặt khoảng 23 tỷ m<sup>3</sup> phân bổ trên các hệ thống sông chính như sông Ba, sông Sê San và phụ lưu hệ thống sông Sêrêpok, nên Gia Lai có tiềm năng lớn để phát triển thủy lợi và thủy điện. Toàn tỉnh hiện có hơn 40 công trình thủy điện lớn nhỏ, tổng công suất 2.200 MW, sản lượng điện hàng năm đạt 7 tỷ kWh.

Nhà máy Ry Ninh II được xây dựng trên dòng suối Ry Ninh, nằm ở bậc thang thủy điện phía hạ lưu của sông Sê San, do đó công suất hoạt động và sản lượng của nhà máy phụ thuộc vào nguồn nước tự nhiên từ dòng sông này. Sông Sê San là một trong 3 con sông có tiềm năng thủy điện lớn nhất Việt Nam, chiếm 11,3% tổng số tiềm năng thủy điện của toàn quốc (chỉ đứng sau sông Hồng 44% và sông Đồng Nai 16,4%).

**Biểu đồ 10: Tiềm năng thủy điện của một số con sông ở Việt Nam năm 2018**



**Biểu đồ 11: Lượng mưa khu vực Gia Lai và sản lượng điện nhà máy Ry Ninh & Hà Tây**



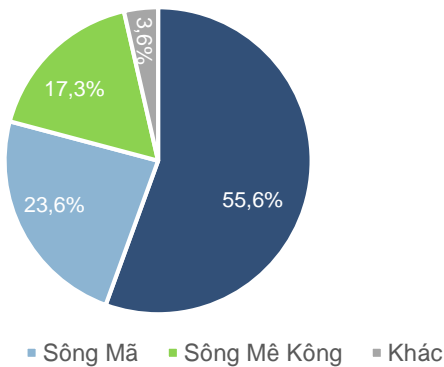
Nguồn: Tổng Cục thống kê, Cổng thông tin điện tử tỉnh Gia Lai

Nhà máy Hà Tây được xây dựng trên dòng suối Đăk Pơ Tang, là một nhánh suối lớn thượng nguồn của sông Đăk Bla và thượng nguồn của sông Sê San. Nhà máy chính thức phát điện thương mại từ tháng 7/2015. Năm 2018, sản lượng điện sản xuất của nhà máy đạt 27,33 triệu kWh (+ 23,7% yoy), tương đương 72% công suất thiết kế năm.

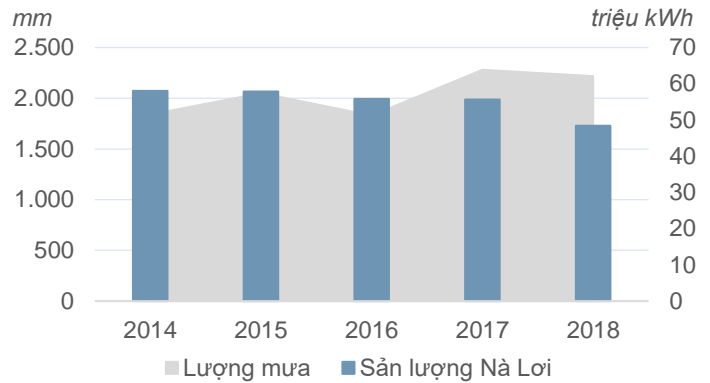
### 2.3. Nhà máy thủy điện Nà Lơi

Nhà máy nằm ở tỉnh Điện Biên, nơi có lượng mưa hàng năm khá lớn, trung bình trong khoảng từ 1.500 mm - 2.500 mm. Nguồn nước mặt ở tỉnh rất phong phú với ba hệ thống sông lớn đi qua là sông Hồng, sông Mã và sông Mê Kông, đặc điểm chung của các sông suối trong tỉnh là có độ dốc lớn, nhiều thác ghềnh, có tiềm năng về thủy điện. Nhà máy sử dụng thủy năng của sông Nậm Rốm, là 1 trong 2 nhánh chính của sông Mêkong, với lưu vực gần 2.000 km<sup>2</sup>, lượng nước trung bình hàng năm hơn 280.000 m<sup>3</sup>, góp phần tạo nguồn thủy năng ổn định mỗi năm. Do đó, sản lượng điện sản xuất của nhà máy qua các năm không biến động nhiều, dao động trong khoảng 50 - 60 triệu kWh/năm.

**Biểu đồ 12: Diện tích lưu vực các hệ thống sông ở Điện Biên so với diện tích tự nhiên toàn tỉnh**



**Biểu đồ 13: Lượng mưa tại Điện Biên và sản lượng nhà máy Nà Lơi**



Nguồn: Tổng Cục thống kê

### Hiệu suất hoạt động các nhà máy công suất nhỏ của SJD cao hơn một số nhà máy thủy điện nhỏ khác

Nhờ lợi thế về vị trí địa lý nên hai nhà máy Ry Ninh II và Nà Lơi dù đã hoạt động trên 15 năm nhưng hiệu quả hoạt động vẫn khá tốt, số giờ chạy bình quân giai đoạn 2016 – 2018 lần lượt lên đến hơn 6.500 giờ/năm và 5.700 giờ/năm, bỏ xa các NMTĐ nhỏ khác. Riêng nhà máy Hà Tây do mới đi vào hoạt động nên số giờ chạy còn thấp nhưng hiệu suất tăng dần qua các năm.

**Bảng 4: Số giờ chạy máy tương đương ở công suất tối đa của một số doanh nghiệp thủy điện nhỏ**

Tên nhà máy thủy điện	Khu vực	Công suất (MW)	Số giờ chạy máy bình quân (h/năm)			
			2018	2017	2016	Bình quân
Ry Ninh II	Tây Nguyên	8,1	6.942	6.698	5.926	6.522
Nà Lơi	Miền Bắc	9,3	5.205	5.988	6.022	5.738
Hà Tây	Tây Nguyên	9	2.940	2.376	1.720	2.345
Đa Dâng 2	Miền Nam	34	5.768	6.645	4.537	5.650
Đa Siat	Miền Nam	13,5	5.452	6.052	4.741	5.415
Khe Diên	Miền Trung	9	3.577	5.925	3.670	4.391
Đrây H'Linh 2	Tây Nguyên	16	4.078	6.023	3.718	4.606

Nguồn: Báo cáo các doanh nghiệp, FPTIS tổng hợp

### 3. Đầu ra: Tiêu thụ được đảm bảo hoàn toàn từ EVN. SJD không trực tiếp tham gia thị trường điện

Giá bán điện cố định giúp SJD có hoạt động kinh doanh tương đối ổn định những năm qua.

Hiện nay, việc tiêu thụ đầu ra của SJD được đảm bảo bởi Tập đoàn Điện lực Việt Nam và một số Tổng công ty Điện lực trong tập đoàn thông qua hợp đồng mua bán điện dài hạn ký giữa TCT Sông Đà với EVN. Do các hợp đồng mua bán điện được ký trước thời điểm SJD và RHC cổ phần hóa, nên TCT Sông Đà là bên đại diện ký hợp

đồng với EVN và trực tiếp thu tiền bán điện từ EVN, sau đó chuyển sang cho SJD mà không hưởng phần chênh lệch giá nào.

**Đối với nhà máy Cần Đơn:** mặc dù có công suất lắp đặt lớn hơn 30 MV, theo quy định thì bắt buộc phải tham gia thị trường điện nhưng là nhà máy được đầu tư xây dựng theo hình thức BOT nên không thuộc diện trực tiếp tham gia thị trường điện hiện nay. Do đó, toàn bộ sản lượng điện sản xuất trong kỳ sau khi trừ đi tỷ lệ điện tự dùng và tổn thất của nhà máy Cần Đơn đều được bán cho EVN thông qua hợp đồng mua bán điện ký giữa TCT Sông Đà và EVN năm 1999 đến hết thời hạn BOT (hết năm 2028) với mức giá cố định.

**Đối với nhà máy Ry Ninh II:** được xếp vào nhóm thủy điện nhỏ nhưng đã tham gia phát điện từ rất sớm (từ năm 2002) nên toàn bộ sản lượng điện sản xuất trong kỳ của nhà máy này đều được EVN bao tiêu đầu ra theo hợp đồng mua bán điện ký giữa TCT Sông Đà và EVN CPC ngày 29/12/1999 với giá bán điện cố định là 0,041 USD/kWh trong 20 năm (đến hết năm 2025).

**Đối với nhà máy Nà Lơi:** tương tự như NMTĐ Ry Ninh II, nhà máy Nà Lơi phát điện từ năm 2003 nên toàn bộ sản lượng điện sản xuất trong kỳ của nhà máy này đều được EVN bao tiêu đầu ra theo hợp đồng mua bán điện ký giữa NLC và EVN NPC ngày 10/09/2004 với giá bán điện cố định là 0,042 USD/kWh trong 25 năm (đến hết năm 2028).

Sau khi hết hợp đồng dài hạn, EVN sẽ chuyển sang ký các hợp đồng ngắn hạn hơn (khoảng 5 năm), chúng tôi cho rằng giá điện trong hợp đồng mới có thể sẽ thấp hơn do các nhà máy đã dần hết khấu hao.

**Bảng 5: Các thông số trong hợp đồng bán điện của SJD với EVN**

Tên nhà máy	Thời hạn hợp đồng	Giá bán điện hợp đồng USD/kWh	Giá bán điện quy đổi (*) Đồng/kWh	Thuế tài nguyên nước	Điều kiện
Cần Đơn	2003 - 2028	0,045	1.027	Đã bao gồm 2% thuế suất	Sản lượng điện đến 292 triệu kWh
		0,0225	513,5		Sản lượng điện vượt 292 triệu kWh
Ry Ninh II	2005 - 2025	0,041		Đã bao gồm 2% thuế suất, EVN sẽ trả thêm 3%	
Nà Lơi	2003 - 2028	0,042		Đã bao gồm 2% thuế suất, EVN sẽ trả thêm 3%	

(\*) Năm 2017, SJD và EVN đã thống nhất thay đổi phụ lục mới cho hợp đồng bán điện của nhà máy Cần Đơn. Theo đó, từ ngày 1/1/2019 đến hết thời hạn hợp đồng, giá bán điện của nhà máy Cần Đơn sẽ áp dụng mức giá cố định theo tiền đồng, cụ thể giá điện áp dụng cho sản lượng đến 292 triệu kWh là 1.027 đồng/kWh và giá áp dụng cho sản lượng điện vượt thiết kế là 513,5 đồng/kWh.

Nguồn: SJD, FPTS tổng hợp

**Bảng 6: Giá bán điện bình quân (đồng/kWh) của một số doanh nghiệp niêm yết**

Mã CK	2018	2017	% yoy
SBA	1.306	1.091	19,7%
CHP	1.248	981	27,3%
TMP	1.058	877	20,6%
SHP	973	875	11,2%
<b>SJD</b>	<b>923</b>	<b>906</b>	<b>1,8%</b>
S4A	842	826	2,0%
TBC	888	698	27,2%
VSH	772	609	26,8%

Nguồn: BCTC các doanh nghiệp

Việc ký được hợp đồng bán điện với giá cố định trong suốt vòng đời của dự án là một lợi thế giúp hoạt động kinh doanh của SJD tương đối ổn định những năm qua. Tuy nhiên, theo quy định về vận hành thị trường điện hiện nay, khoảng 5 - 40% tổng lượng điện sản xuất của nhà máy điện sẽ được tham gia bán điện trên thị trường với giá hợp lý dựa trên cung cầu, giúp các doanh nghiệp có được mức giá bán cao hơn trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ điện đang tăng mạnh và nguồn cung không đủ đáp ứng như hiện nay. Do vậy, giá bán điện của SJD ở mức thấp hơn so với các doanh nghiệp thủy điện có tham gia trên thị trường điện và biến động gần như chỉ tương đương cùng kỳ, trong khi của các doanh nghiệp khác tăng mạnh hơn.

**Đối với nhà máy Hà Tây:** được xếp vào nhóm thủy điện nhỏ (công suất lắp đặt dưới 30MW) và chỉ mới chính thức phát điện từ tháng 7/2015 nên toàn bộ điện năng được bán theo “Biểu giá chi phí tránh được” của Bộ Công thương công bố hàng năm.

**Bảng 7: Biểu giá chi phí tránh được năm 2019** (chưa bao gồm thuế tài nguyên nước, thuế giá trị gia tăng, phí dịch vụ môi trường rừng và tiền cấp quyền khai thác tài nguyên nước)

Đơn vị: <b>đồng/kWh</b>	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	
<b>Giá điện năng</b>							
Miền Bắc	663	664	671	620	619	623	311
<b>Miền Trung</b>	<b>663</b>	<b>664</b>	<b>671</b>	<b>620</b>	<b>619</b>	<b>622</b>	<b>311</b>
Miền Nam	682	684	691	639	638	642	321
<b>Giá công suất (cho cả 3 miền)</b>	2.306						

Nguồn: Quyết định số 226/QĐ-BCT ngày 31/01/ 2019 của Bộ trưởng Bộ Công Thương

Nhờ mức giá căn cứ trên biểu giá chi phí tránh được nên giá bán điện bình quân của nhà máy Hà Tây cao hơn đáng kể so với giá bán bình quân của 3 nhà máy trên.

**Bảng 8: Giá bán bình quân (đồng/kWh) của 4 nhà máy điện**

Nhà máy	2014	2015	2016	2017	2018	9T2019
Cần Đơn	815	977	987	860	876	1.035
Ry Ninh II	865	896	955	988	1.022	1.043
Nà Lội	872	901	978	992	1.013	1.009
Hà Tây		1.094	1.288	1.360	1.257	1.436

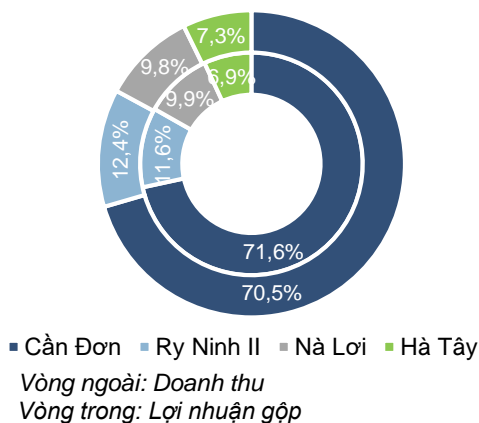
Nguồn: SJD, FPTS tổng hợp

### Nhà máy Cần Đơn đóng góp 70,5% doanh thu và 71,6% lợi nhuận gộp năm 2018

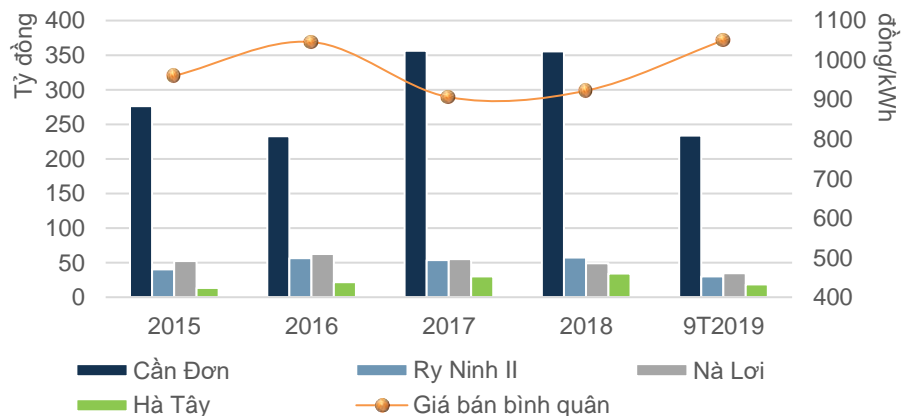
Cần Đơn là nhà máy chủ lực với công suất lớn nhất và đóng góp chính vào doanh thu mỗi năm so với các nhà máy còn lại, nên kết quả kinh doanh của SJD phụ thuộc rất lớn vào hiệu quả hoạt động của nhà máy này. Mặc dù sản lượng được bao tiêu với mức giá bán cố định theo hợp đồng nhưng giá điện lại phụ thuộc vào sản lượng thiết kế, giá bán cho phần sản lượng vượt thiết kế chỉ bằng 50% giá ban đầu. Điều này đã làm ảnh hưởng không nhỏ đến giá bán điện bình quân đối với một nhà máy thường xuyên chạy vượt công suất như Cần Đơn. Cụ thể, năm 2016, sản lượng sản xuất không vượt công suất thiết kế nên giá bán bình quân tăng, năm 2017 – 2018, sản lượng sản xuất vượt xa công suất thiết kế nên giá bán bình quân sụt giảm. Trong khi đó, doanh thu từ nhà máy RyNinh II và Nà Lội có xu hướng ổn định hơn do giá bán cố định và sản lượng điện cũng ít biến động; doanh thu từ nhà máy Hà Tây tăng dần qua các năm nhờ sản lượng và giá bán điện tăng, nhưng chỉ đóng góp với tỷ trọng nhỏ.

Năm 2018, lượng điện SJD cung cấp cho thị trường điện Việt Nam là 537,3 triệu kWh, đáp ứng 0,25% nhu cầu tiêu thụ điện của toàn thị trường.

**Biểu đồ 14: Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp theo nhà máy năm 2018**



**Biểu đồ 15: Doanh thu và giá bán điện trung bình giai đoạn 2014 - 2018**

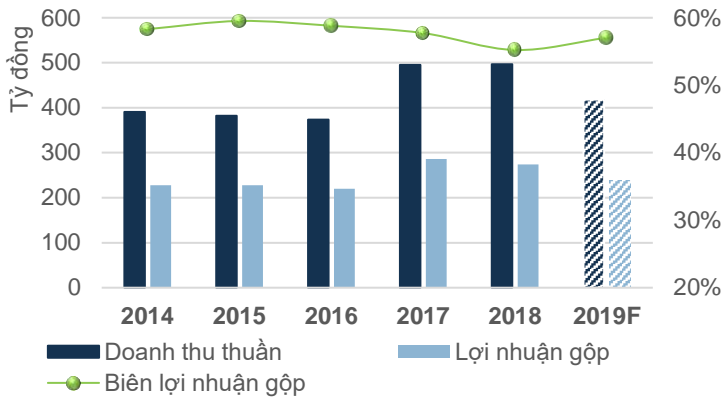
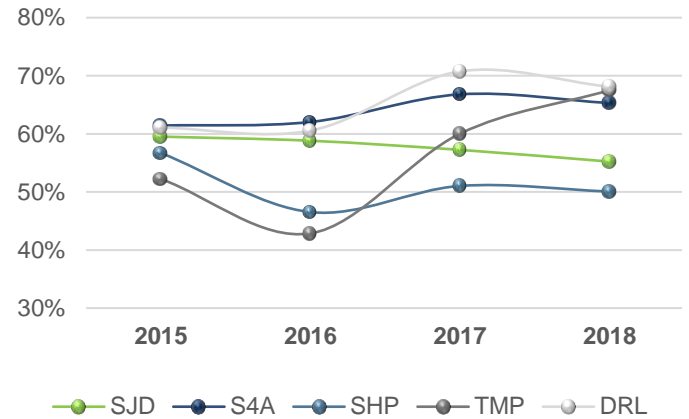


Nguồn: SJD, FPTS tổng hợp

## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

### Doanh thu biến động phụ thuộc vào điều kiện thủy văn và thời tiết

Như đã phân tích ở trên, biến động doanh thu từng năm của SJD có sự tương quan khá chặt chẽ với điều kiện thủy văn và thời tiết. Năm 2015 – 2016, hiện tượng El Nino đạt đỉnh làm cho sản lượng điện của các NMTĐ giảm mạnh. Tuy nhiên đến năm 2017 - 2018, hiện tượng La Nina diễn ra làm sản lượng điện của các NMTĐ tăng mạnh, doanh thu của SJD tăng trở lại.

**Biểu đồ 16: Doanh thu và biên LNG giai đoạn 2014 - 2018**

**Biểu đồ 17: Biên LNG một số doanh nghiệp cùng ngành**


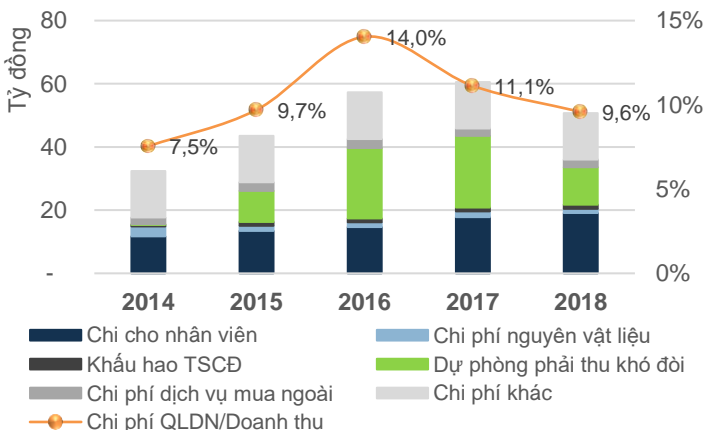
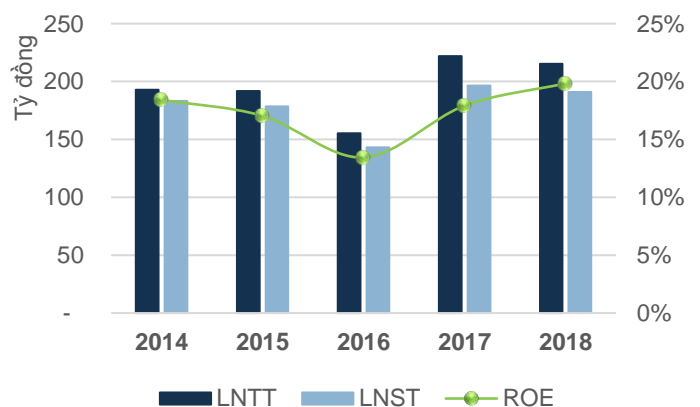
Nguồn: SJD, FPTS tổng hợp

### Biên lợi nhuận gộp (LNG) tương đối ổn định so với một số doanh nghiệp so sánh

Mặc dù doanh thu có sự tăng trưởng mạnh trở lại ở giai đoạn 2017 – 2018 nhưng biên lợi nhuận gộp của SJD lại có xu hướng giảm nhẹ. Nguyên nhân là do (1) mức chi trả thuế tài nguyên nước và phí dịch vụ môi trường rừng tăng 28,127 đồng/kWh (+27,82%) so với giai đoạn trước 1/12/2017, các chi phí cố định gần như không biến đổi nhiều dẫn đến giá vốn sản xuất tăng nhiều hơn mức tăng doanh thu, và (2) giá bán điện bình quân thường thấp hơn (-13% so với năm 2016) trong trường hợp sản xuất vượt sản lượng thiết kế (sản lượng tăng 40% so với năm 2016). Biên lợi nhuận gộp giảm từ 58,8% năm 2016 xuống 57,7% năm 2017 và 55,2% trong năm 2018.

Nhờ chính sách khấu hao theo sản lượng điện sản xuất nên biên lợi nhuận gộp của SJD hầu như không bị ảnh hưởng bởi yếu tố thời tiết. Đây là lợi thế giúp SJD giữ biên lợi nhuận gộp tương đối ổn định qua các năm. Trong khi các doanh nghiệp so sánh thực hiện khấu hao theo phương pháp đường thẳng nên kết quả kinh doanh phụ thuộc hoàn toàn vào tình hình thủy văn, doanh thu tăng dẫn đến biên lợi nhuận gộp tăng mạnh do chi phí khấu hao được giữ cố định qua các năm, và ngược lại.

### Tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/Doanh thu có xu hướng giảm giai đoạn 2016 – 2018, giúp cải thiện ROE

**Biểu đồ 18: Cấu trúc chi phí QLDN giai đoạn 2014-2018**

**Biểu đồ 19: Lợi nhuận trước thuế (LNTT), lợi nhuận sau thuế (LNST) và chỉ số ROE**


Nguồn: SJD, FPTS tổng hợp



Giai đoạn 2014-2017, chi phí quản lý doanh nghiệp (QLDN) có xu hướng tăng chủ yếu do ghi nhận khoản dự phòng phải thu khó đòi bắt đầu từ năm 2015. Đây là các khoản dự phòng phải thu về cho vay và lãi vay của công ty Điện Việt Lào (TCT Sông Đà hiện đang sở hữu 44,77%); thủy điện Trà Xom (TCT đã thoái toàn bộ năm 2017) và xi măng Hạ Long, toàn bộ được chuyển giao từ TCT Sông Đà và đã quá hạn trên 3 năm. Theo hợp đồng cho vay thì tới năm 2020, các công ty trên sẽ phải tất toán toàn bộ khoản nợ này. Tuy nhiên, tại thời điểm 30/09/2019, khoản phải thu này vẫn còn 74,7 tỷ đồng (giảm 1,32% so với cuối năm 2018) và SJD đã thực hiện trích lập dự phòng 66,8 tỷ đồng, do đó chúng tôi đánh giá khả năng thu hồi trong 2020 là rất khó xảy ra.

Giai đoạn 2014-2016, lợi nhuận gộp của SJD hầu như không tăng trưởng trong khi chi phí QLDN tăng là nguyên nhân chính khiến lợi nhuận sau thuế sụt giảm. Giai đoạn 2016 – 2018, lợi nhuận gộp tăng và chi phí QLDN giảm do đã trích lập gần hết dự phòng khoản nợ xấu giúp tỷ lệ chi phí QLDN/doanh thu giảm xuống 9,6% (từ mức 11,1% năm 2017) nên lợi nhuận sau thuế gia tăng trở lại. Theo đó, tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE) gia tăng.

### SJD hết được hưởng ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) từ năm 2019

Là dự án BOT đầu tiên của ngành thủy điện, nhà máy Cần Đơn được hưởng rất nhiều chính sách ưu đãi về thuế. Theo đó, Cần Đơn được miễn thuế trong 5 năm đầu kể từ khi nhà máy đi vào hoạt động, chịu mức thuế TNDN 5% trong giai đoạn 2010 - 2016, 10% trong 2 năm 2017 - 2018 và 20% trong 10 năm tiếp theo. Đây là nguyên nhân giúp công ty tiết kiệm đáng kể chi phí thuế TNDN hàng năm, do đó LNST khá tương đương với LNTT trong những năm qua. Mức thuế suất trung bình giai đoạn 2014 – 2016 chỉ 6,6%; giai đoạn 2017 – 2018 là 11,4% và sẽ tăng lên 20% từ năm 2019 sau khi nhà máy Cần Đơn và Nà Lơi hết thời gian ưu đãi thuế. Chúng tôi ước tính chi phí thuế TNDN năm 2019 sẽ tăng 51,6% so với cùng kỳ.

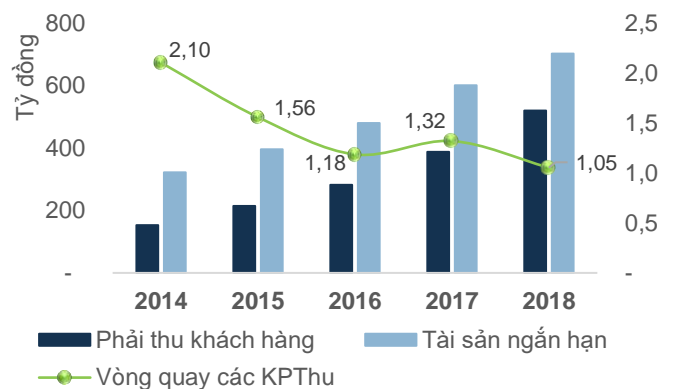
**Bảng 9: Biểu thuế suất TNDN ưu đãi của SJD**

Thuế suất	Cần Đơn	Ry Ninh II	Nà Lơi	Hà Tây
0%	2004 - 2007	2003 – 2006	2003 - 2006	2015 - 2018
5%	2008 – 2016	2007 - 2014	2007 - 2015	2019 - 2027
10%	2017 – 2018	2015 - 2016	2016 – 2018	2028 - 2029
20%	2019 - 2028	2017 - 2028	2019 - 2028	Sau 2029

Mức thuế suất thực tế giai đoạn 2014 - 2018				
2014	2015	2016	2017	2018
5,0%	6,9%	7,9%	11,5%	11,3%

**Biểu đồ 20: Giá trị và vòng quay khoản phải thu**



Nguồn: SJD, FPTS tổng hợp

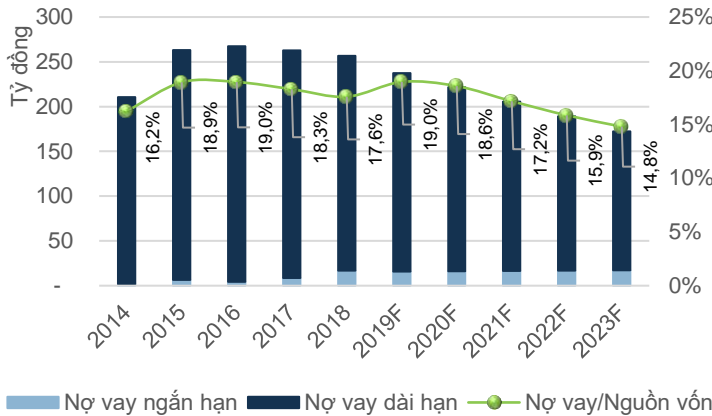
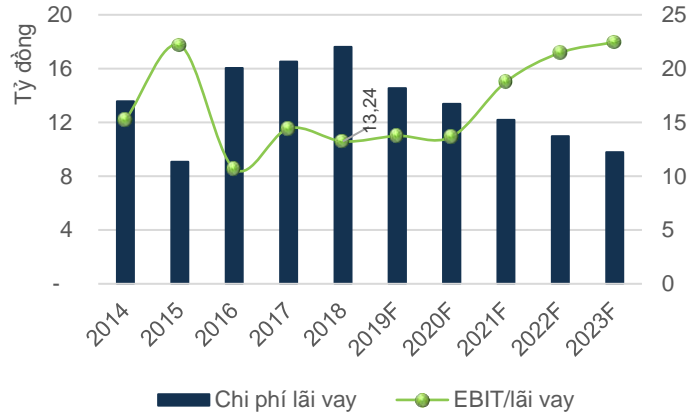
### Phải thu khách hàng tăng qua các năm khi bị chiếm dụng vốn từ TCT Sông Đà

Toàn bộ sản lượng điện của nhà máy Cần Đơn và Ry Ninh II (chiếm 85,9% tổng sản lượng toàn công ty năm 2018) được bán cho EVN theo hợp đồng đã ký giữa EVN và TCT Sông Đà, như vậy TCT Sông Đà đóng vai trò là người thu hộ và SJD sẽ thu tiền bán điện trực tiếp từ TCT Sông Đà. Do đó, gần 98% phải thu khách hàng của SJD là phải thu từ TCT Sông Đà.

Giai đoạn 2014 – 2018, phải thu khách hàng - chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu tài sản ngắn hạn của SJD (hơn 74% năm 2018), liên tục tăng với tốc độ cao hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu giai đoạn này. Vòng quay khoản phải thu theo đó giảm mạnh từ 2,10 lần (năm 2014) còn 1,05 lần (năm 2018). Điều này cho thấy, SJD hiện đang bị chiếm dụng vốn nhiều bởi TCT Sông Đà. Chúng tôi đánh giá, SJD sẽ tiếp tục bị chiếm dụng vốn nhiều hơn trong những năm tới, tương tự như trường hợp của CTCP Vĩnh Sơn Sông Hình (VSH) và EVN. Mặc dù phải thu khách hàng tăng lên nhưng công ty chưa phát sinh nợ quá hạn cho khoản phải thu này, do đó rủi ro phát sinh nợ xấu là rất thấp và khi SJD có nhu cầu sử dụng nguồn tiền này thì đều được TCT Sông Đà chi trả kịp thời, cụ thể như trường hợp chi trả cổ tức cho cổ đông.

### Cơ cấu vốn đang được cải thiện khi nợ vay có xu hướng giảm dần

Nợ vay của SJD chủ yếu là nợ vay dài hạn, nợ vay ngắn hạn là khoản nợ kết chuyển từ nợ vay dài hạn đến hạn trả. Từ năm 2014 – 2016, nợ vay dài hạn tăng và tỷ lệ nợ vay/nguồn vốn tăng từ 16,2% năm 2014 lên 19,0% năm 2016 do giải ngân thêm khoản nợ vay dài hạn đầu tư xây dựng nhà máy Hà Tây. Sau khi nhà máy Hà Tây hoàn thành và đi vào hoạt động (tháng 7/2015), các nhà máy còn lại đã hoạt động ổn định, nợ vay có xu hướng giảm dần và tỷ lệ nợ vay/nguồn vốn chỉ còn 17,6% năm 2018.

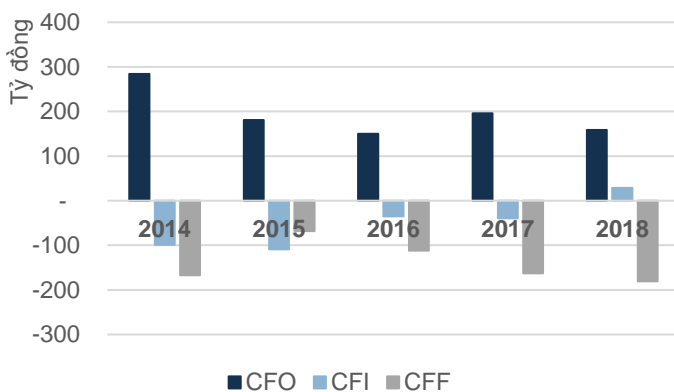
**Biểu đồ 21: Tỷ trọng nợ vay trong cơ cấu vốn**

**Biểu đồ 22: Hệ số thanh toán lãi vay (EBIT/lãi vay)**


Nguồn: SJD, FPTs tổng hợp

Tại thời điểm ngày 30/09/2019, SJD hiện còn 252,7 tỷ đồng nợ vay chịu lãi (chiếm 17,5% tổng nguồn vốn). Trong số 4 nhà máy thì Ry Ninh II và Nà Lơi đã hết nợ; Cần Đơn hiện còn 106,3 tỷ đồng (tương đương 4,6 triệu USD) nợ vay lại vốn vay của Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB) nguồn vốn vay thông thường (OCR) với lãi suất tương đối thấp, trung bình khoảng 2,3%/năm (giai đoạn 2014 – 2018), thời hạn đến năm 2034; riêng Hà Tây mới đi vào hoạt động nên vẫn còn 146,4 tỷ đồng nợ vay từ Agribank – Gia Lai với lãi suất thả nổi theo lãi suất tiền gửi tiết kiệm kỳ hạn 12 tháng, hết hạn năm 2029. Theo lộ trình trả nợ thì bình quân nợ vay chịu lãi của SJD sẽ giảm khoảng 16,5 tỷ đồng mỗi năm, với lãi suất được dự báo ổn định như giai đoạn 2017-2018 thì chi phí lãi vay giảm trung bình khoảng 1,5 tỷ đồng/năm.

Như vậy, sau hơn 10 năm đi vào hoạt động, SJD đã giảm mạnh nợ vay với tỷ lệ nợ vay/nguồn vốn từ 61% năm 2008 xuống còn 17,6% năm 2018. Tình hình tài chính hiện tại tương đối an toàn với hệ số thanh toán lãi vay ở mức 13,24 lần và tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu là 0,27 lần trong năm 2018. Chúng tôi đánh giá, về dài hạn, cơ cấu vốn của SJD sẽ tiếp tục cải thiện qua các năm.

### Dòng tiền hoạt động kinh doanh tốt giúp duy trì trả cổ tức bằng tiền mặt ở mức cao hàng năm

**Biểu đồ 23: Dòng tiền của SJD giai đoạn 2014-2018**


Nguồn: SJD, FPTs tổng hợp

Dòng tiền hoạt động kinh doanh của SJD luôn dương qua các năm nhưng có dấu hiệu suy yếu do SJD đang bị chiếm dụng vốn nhiều bởi TCT Sông Đà nên phải thu từ TCT Sông Đà liên tục tăng qua các năm.

Nhu cầu đầu tư tài sản cố định tăng mạnh trong 2014 – 2015, đây là tiền chi cho nhu cầu mua sắm máy móc thiết bị của nhà máy Hà Tây. Giai đoạn 2016 – 2018, khi nhà máy đã đi vào hoạt động, nhu cầu chi cho mua sắm duy trì ở mức thấp, khoảng 3,3 tỷ - 4,7 tỷ đồng mỗi năm.

SJD hiện chỉ còn 2 khoản vay nợ dài hạn, chiếm tỷ trọng nhỏ và đang giảm dần qua hàng năm nên gánh nặng trả lãi vay không lớn. Toàn bộ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh gần như dùng để trả cổ tức cho cổ đông.

Tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn là điểm hấp dẫn với các nhà đầu tư mong muốn có thu nhập ổn định

**Bảng 10: Tình hình chi trả cổ tức tiền mặt của SJD**

Năm	2014	2015	2016	2017	2018	2019F
Cổ tức tiền mặt (đồng/cp)	2.500	2.500	2.300	4.500	2.500	2.300
Tỷ suất cổ tức/thị giá (%)	8,77%	8,65%	8,84%	16,57%	12,22%	
Tỷ lệ cổ tức tiền mặt/LNST (%)	62,76%	64,12%	72,78%	160,94%	90,37%	

*Nguồn: SJD, FPTS tổng hợp*

SJD không có chính sách trả cổ tức, mức cổ tức trả cho cổ đông sẽ được ĐHCĐ hàng năm quyết định. Giai đoạn 2014-2018, SJD trả cổ tức tiền mặt đều đặn, duy trì ở mức 2.300 – 2.500 đồng/cổ phiếu/năm; đặc biệt năm 2017, mức chi trả lên đến 4.500 đồng/cp. Tỷ lệ cổ tức tiền mặt/LNST ở mức trên 60%, riêng năm 2017 tỷ lệ này đạt 160%.

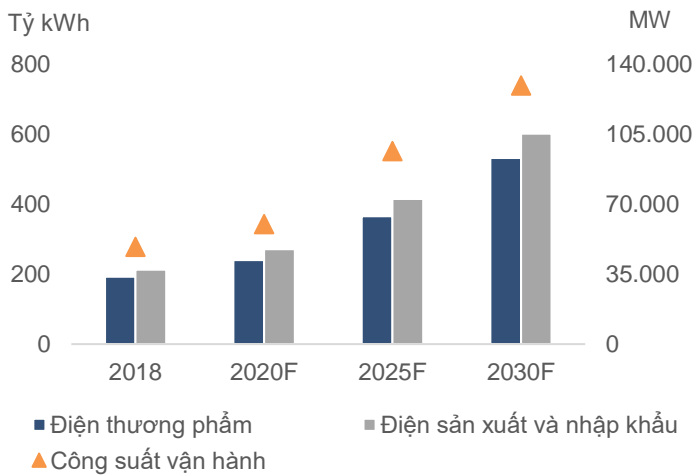
Tại ĐHCĐTN 2019, đã thông qua mức chi cổ tức kế hoạch năm 2019 là 2.300 đồng/cổ phiếu, thị giá ngày 17/12/2019 của SJD trên thị trường là 17.800 đồng/cp thì tỷ suất cổ tức/ thị giá này đạt 12,92%. Chúng tôi cho rằng mức chi trả cổ tức này là hợp lý khi SJD chưa có nhu cầu đầu tư mở rộng sản xuất. Với việc không có kế hoạch đầu tư lớn trong tương lai, chúng tôi đánh giá SJD sẽ tiếp tục đạt kết quả kinh doanh tích cực trong những năm tới, từ đó có thể duy trì tỷ lệ trả cổ tức ở mức 2.300 – 2.500 đồng/cổ phiếu/năm.

## TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

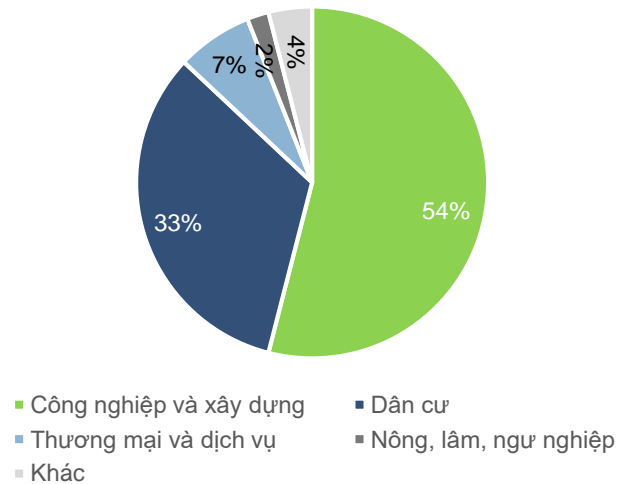
### Nhu cầu tiêu thụ điện tại Việt Nam vẫn còn nhiều dư địa để tăng trưởng

Theo Quy hoạch phát triển ngành điện lực quốc gia giai đoạn 2011 - 2020 có xét đến năm 2030 ([QĐ 428/QĐ-TTg](#): Quy hoạch VII điều chỉnh), để đáp ứng mục tiêu tăng trưởng GDP 7%/năm trong giai đoạn 2016 – 2030, nhu cầu tiêu thụ điện dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) 10,6%/năm (giai đoạn 2016 - 2020); 8,5%/năm (giai đoạn 2021-2025) và 7,5%/năm (giai đoạn 2026 - 2030). Cụ thể, nhu cầu điện tiêu thụ ước tính đạt khoảng 235 - 245 tỷ kWh; khoảng 352 - 379 tỷ kWh vào năm 2025; khoảng 506 - 559 tỷ kWh vào năm 2030. Thực tế, tổng mức tiêu thụ điện năm 2018 đạt 192,93 tỷ kWh, tăng 10,47% so với năm 2017, trong đó nhu cầu tiêu thụ điện tăng mạnh từ nhóm ngành công nghiệp và xây dựng.

**Biểu đồ 24: Dự báo nhu cầu và công suất thị trường điện**



**Biểu đồ 25: Cơ cấu nhu cầu sử dụng điện năm 2019**



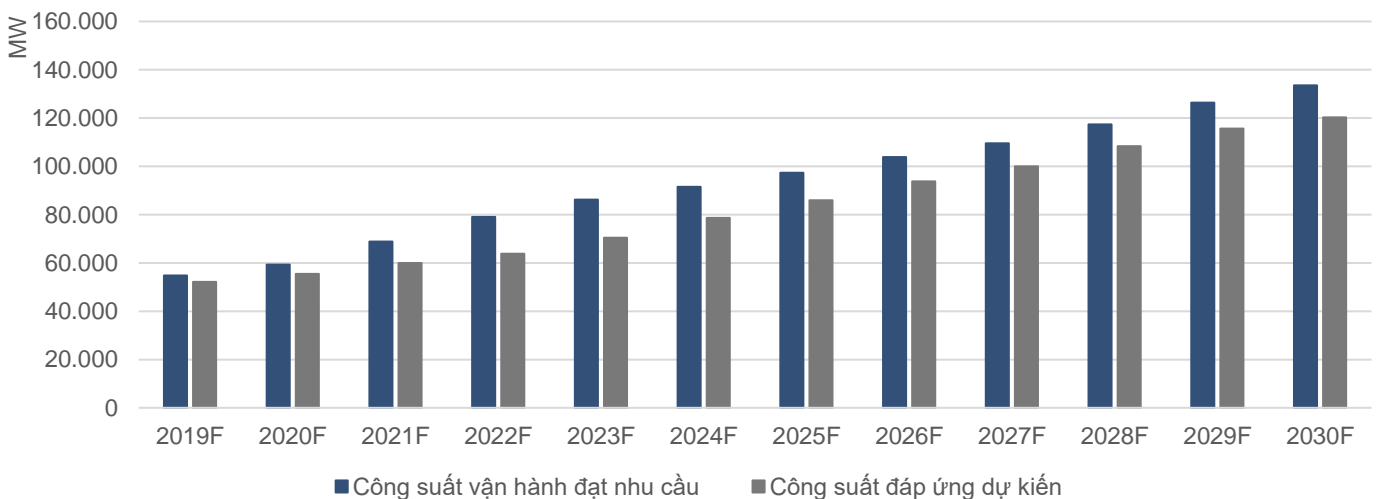
Nguồn: Quy hoạch VII điều chỉnh

Nguồn: Báo cáo ngành năng lượng Việt Nam 2017 của Bộ Năng lượng và Bộ Công thương

### Các dự án nhà máy điện chậm tiến độ dẫn đến công suất không đủ đáp ứng nhu cầu tiêu thụ điện

Để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ điện như Quy hoạch VII điều chỉnh, công suất vận hành toàn thị trường điện phải đạt khoảng 60.000 MW vào năm 2020 (+23,55% so với 2018), tăng 1,6 lần lên 96.500 MW vào năm 2025 và tăng thêm 1,34 lần lên 129.500 MW vào năm 2030.

**Biểu đồ 26: Dự kiến công suất các nguồn điện hoàn thành giai đoạn 2019 - 2030**



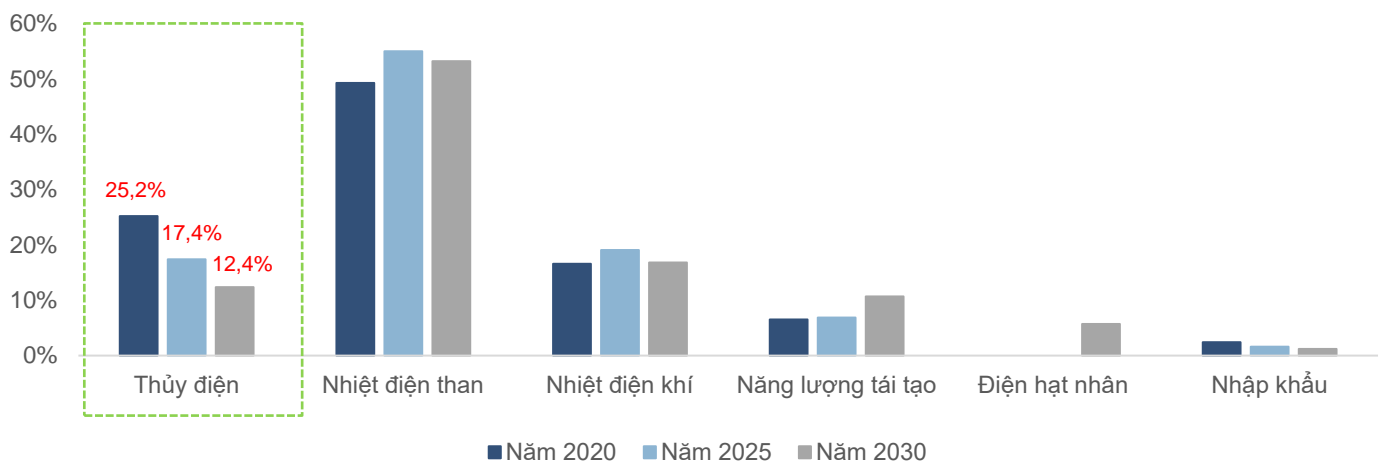
Nguồn: Báo cáo số 58/BC-BCT, ngày 4/6/2019

Tuy nhiên, theo báo cáo chính thức Bộ Công Thương công bố vào tháng 6 năm 2019 ([Báo cáo số 58/BC-BCT, ngày 4/6/2019](#)), trong số 62 dự án nhà máy điện có công suất lớn trên 200 MW đang thi công thì có đến 47 dự án chậm tiến độ hoặc chưa xác định tiến độ so với tiến độ nêu trong Quy hoạch VII điều chỉnh. Điều này dẫn đến tổng công suất các nguồn điện có khả năng đi vào vận hành thấp hơn so với quy hoạch. Theo đó, Bộ Công Thương ước tính, nhu cầu tiêu thụ điện của Việt Nam sẽ vượt nguồn cung 6,6 tỷ kWh vào năm 2021 và đến năm 2022 tăng lên khoảng 11,8 tỷ kWh, năm 2023 có thể lên đến 15 tỷ kWh (tương ứng 5% nhu cầu dự báo cùng thời điểm).

### Xu hướng sử dụng nguồn điện của Việt Nam: giảm cơ cấu nguồn điện đến từ thủy điện

Theo Quy hoạch và xu hướng sử dụng nguồn điện của Việt Nam là sẽ dịch chuyển sang sử dụng nguồn điện từ nhiệt điện và năng lượng tái tạo (gió và mặt trời) nhiều hơn do sản lượng từ thủy điện phụ thuộc nhiều vào thời tiết nên thường không ổn định. Cụ thể, theo Quy hoạch VII điều chỉnh, tổng công suất các nguồn thủy điện (bao gồm cả thủy điện vừa và nhỏ, thủy điện tích năng) đạt khoảng 21.600 MW vào năm 2020, khoảng 24.600 MW vào năm 2025 và khoảng 27.800 MW vào năm 2030; điện năng sản xuất từ nguồn này chiếm tỷ trọng khoảng 29,5% vào năm 2020, giảm còn 20,5% vào năm 2025 và giảm về 15,5% vào năm 2030.

**Biểu đồ 27: Cơ cấu nguồn điện theo Quy hoạch phát triển ngành điện VII điều chỉnh**



*Nguồn: Quy hoạch VII điều chỉnh*

### Khí hậu không còn thuận lợi cho thủy điện: El Nino quay trở lại cuối năm 2018 và lượng dòng chảy trên các sông dự báo thiếu hụt so với trung bình nhiều năm (TBNN)

Năm 2017 – 2018, thời tiết thuận lợi, sản lượng sản xuất đạt mức cao, tạo nên kết quả đột biến so với năm 2016. Từ nửa cuối năm 2018, tình hình thời tiết không thuận lợi cho thủy điện, hiện tượng El Nino diễn ra đã có tác động rõ rệt lên khu vực Miền Trung và Tây Nguyên làm cho lượng mưa ở các khu vực này thấp hơn nhiều so với trung bình nhiều năm.

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 15/10/2019, hiện tượng ENSO được dự báo sẽ ở trạng thái trung tính nhưng vẫn nghiêng về pha nóng từ nay đến những tháng đầu năm 2020 với xác suất khoảng 75% vào cuối năm 2019 và giảm dần còn khoảng 55-60% vào những tháng đầu năm 2020. Lượng mưa ở khu vực Tây Nguyên và Nam Bộ phổ biến thấp hơn từ 10 - 30% TBNN.

Lượng dòng chảy trên các sông được dự báo thiếu hụt so với TBNN: sông ở Trung Bộ và Tây Nguyên thấp hơn từ 10-65%, sông suối ở Tây Bắc, Việt Bắc và Đông Bắc thiếu hụt từ 20-50%; khu vực Đồng bằng Bắc Bộ, hạ lưu sông Hồng thiếu hụt từ 30-50%; thượng nguồn sông Mê Kông về đầu nguồn sông Cửu Long thiếu hụt từ 20-30%.

### Nhà máy Cần Đơn sẽ hết hạn BOT vào cuối năm 2028

NMTĐ Cần Đơn được đầu tư xây dựng theo hình thức BOT và có thời hạn 25 năm kể từ ngày đi vào hoạt động (năm 2004). Như vậy, SJD sẽ bàn giao nhà máy Cần Đơn cho nhà nước kể từ năm 2029. Theo Ban lãnh đạo chia sẻ thì khả năng TCT Sông Đà sẽ đề xuất Bộ Công Thương và Thủ tướng Chính phủ để SJD được tiếp tục quản lý vận hành hoặc mua lại nhà máy Cần Đơn khi hết thời hạn BOT. Tuy nhiên, đề xuất này vẫn chưa được trình và chưa có quyết định chính thức, do đó trong mô hình định giá chúng tôi chỉ xét đến dòng tiền của nhà máy Cần Đơn đến hết năm



2028. Nếu SJD không được giao quản lý vận hành hoặc mua lại nhà máy Cần Đơn thì từ thời điểm 2029, công ty chỉ còn lại ba nhà máy với công suất lắp đặt là 26,4 MW, giảm 74,6% so với công suất hiện tại.

### Ước tính kết quả kinh doanh năm 2019 và dự phóng kết quả kinh doanh giai đoạn 2020 – 2029

Trong năm 2019 – 2020, tình hình thời tiết sẽ khó khăn hơn khi lượng mưa và lượng dòng chảy trên các con sông dự báo giảm, làm sản lượng điện sản xuất của các doanh nghiệp thủy điện bị giảm mạnh so với giai đoạn 2017-2018.

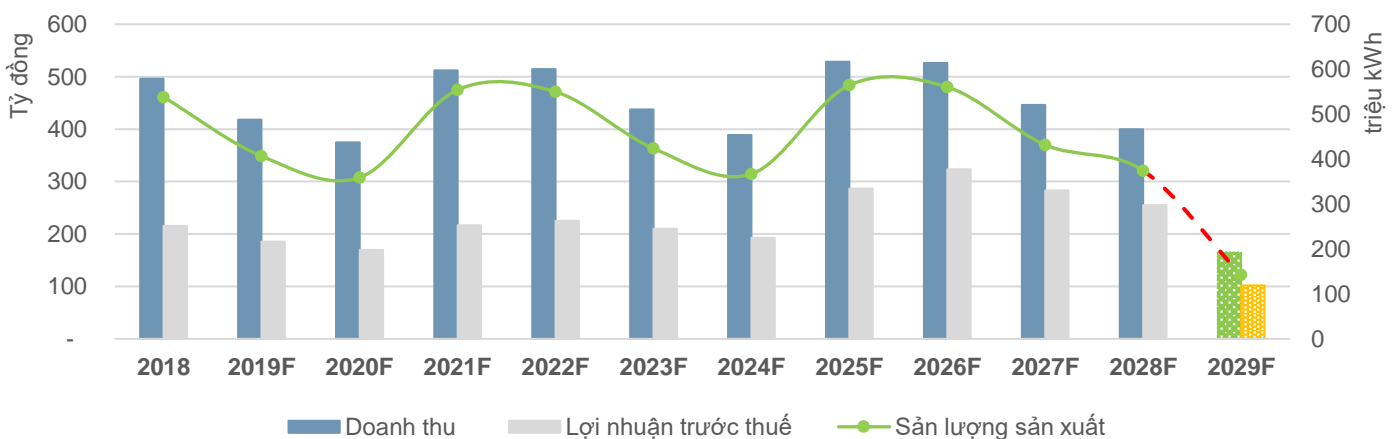
**Thủy văn bất lợi như dự báo đã làm kết quả kinh doanh 9 tháng năm 2019 của SJD sụt giảm mạnh so với cùng kỳ.** Sản lượng điện sản xuất giảm 25,3% yoy (đạt 302 triệu kWh) do lưu lượng nước về hồ thấp hơn cùng kỳ nên việc chạy máy không thường xuyên làm giảm số giờ hoạt động của 2 tổ máy. Theo đó, doanh thu đạt 317,1 tỷ đồng (- 23,2% yoy) và lợi nhuận trước thuế đạt 145,8 tỷ đồng (-29,6% yoy); hoàn thành 71,2% kế hoạch sản lượng, 73,1% kế hoạch doanh thu và 76,7% kế hoạch lợi nhuận năm.

Với lượng dòng chảy trên các con sông được dự báo thiếu hụt so với nhiều năm, cùng với kế hoạch đại tu các tổ máy trong quý 4/2019 nên chúng tôi dự báo sản lượng quý 4/2019 sẽ giảm khoảng 16,5% so với quý 4/2018. Tính chung cả năm 2019, chúng tôi đánh giá SJD ghi nhận sản lượng đạt 406,5 triệu kWh và doanh thu đạt 418,1 tỷ đồng; lần lượt hoàn thành 95,9% và 96,4% kế hoạch năm.

Với một ngành phụ thuộc hoàn toàn vào thời tiết như thủy điện, chúng tôi đưa ra dự phóng doanh thu và lợi nhuận của SJD giai đoạn 2020 – 2029 như biểu đồ 28. Một số cơ sở dự báo:

- **Về sản lượng:** Sản lượng các năm được dự phóng theo bình quân nhiều năm trong quá khứ nhưng phụ thuộc vào tình hình lượng mưa tại khu vực và kế hoạch đại tu, trung tu của các nhà máy. Từ nửa cuối năm 2018, hiện tượng El Nino diễn ra đã có tác động rõ rệt lên khu vực Miền Trung và Tây Nguyên làm cho lượng mưa ở các khu vực này thấp hơn nhiều so với trung bình nhiều năm, dẫn tới sản lượng giảm mạnh. Theo dự báo của Trung tâm khí tượng thủy văn quốc gia thì khí hậu sẽ chuyển tiếp tục El Nino đến nửa đầu năm 2020 nhưng giảm dần, sau đó chuyển sang pha trung tính ENSO. Đến năm 2021 sẽ chuyển sang La Nina theo chu kỳ 2-3 năm.
- **Về giá bán điện:** Như đã trình bày ở trên, toàn bộ sản lượng điện sản xuất tại 3 nhà máy Cần Đơn, Ry Ninh II và Nà Lơi (chiếm 98% sản lượng điện của toàn công ty) được EVN bao tiêu đầu ra ở mức giá cố định đến hết năm 2025 và 2028, dẫn đến giá bán điện bình quân mỗi năm tương đối ổn định.
- Kết quả là những năm sản lượng tăng sẽ làm doanh thu tăng tương ứng và ngược lại.

**Biểu đồ 28: Dự phóng kết quả kinh doanh của SJD giai đoạn 2019 - 2029**



Nguồn: FPTS tổng hợp, dự báo

Cuối năm 2028 là thời điểm hết hạn BOT của nhà máy Cần Đơn, do đó chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận từ năm 2029 trở đi chỉ có sự đóng góp của 3 nhà máy còn lại, dẫn đến kết quả kinh doanh sụt giảm mạnh so với trước năm 2028.

## TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Như đã trình bày ở trên, nhà máy Cần Đơn là nhà máy BOT sẽ hết hạn vào cuối năm 2028, do đó chúng tôi tiến hành định giá SJD gồm 2 phần: phần 1 là định giá riêng nhà máy Cần Đơn chỉ tạo ra dòng tiền đến hết năm 2028 và phần 2 là định giá phần còn lại của doanh nghiệp được dự phóng sẽ tăng trưởng dài hạn với tốc độ 1% sau năm 2030. Bằng cách sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp và dòng tiền tự do chủ sở hữu, chúng tôi định giá giá trị cổ phiếu SJD có mức bình quân là **23.464 đồng/cp**, cao hơn **31,8%** so với mức giá đóng cửa ngày 17/12/2019. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung và dài hạn.

STT	Phương pháp	Kết quả (đồng/cp)	Trọng số
1	Chiếu khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp	23.923	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do chủ sở hữu	23.005	50%
<b>Bình quân giá các phương pháp</b>		<b>23.464</b>	

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

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2019	13,73%	Phần bù rủi ro	11,15%
Chi phí sử dụng nợ 2019	5,85%	Hệ số Beta đòn bẩy	1,04
Chi phí sử dụng vốn 2019	16,1%	Tăng trưởng dài hạn	1%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	4,5%	Thời gian dự phóng	11 năm

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

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu đồng)	1.688.337
(+) Tiền và tương đương tiền (triệu đồng)	20.771
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu đồng)	239.589
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu đồng)</b>	<b>1.605.457</b>
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	68,99
<b>Giá mục tiêu (đồng /cp)</b>	<b>23.923</b>
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu đồng)</b>	<b>1.437.703</b>
<b>Giá mục tiêu (đồng /cp)</b>	<b>23.005</b>
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>	<b>23.464</b>

# TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

*Đơn vị tính: triệu đồng*

HĐKD	2018	2019F	2020F	2021F	ĐDKT	2018	2019F	2020F	2021F
<b>Doanh thu thuần</b>	496.322	418.066	374.519	508.554	<b>Tài sản</b>				
- Giá vốn hàng bán	222.241	179.586	160.116	233.544	+ Tiền và tương đương	48.771	50.238	95.008	68.284
<b>Lợi nhuận gộp</b>	274.081	238.480	214.403	275.010	+ Đầu tư TC ngắn hạn	115.000	115.000	115.000	115.000
- Chi phí bán hàng	0	0	0	0	+ Các khoản phải thu	529.199	393.486	353.339	476.911
- Chi phí quản lí DN	47.549	44.368	39.962	54.029	+ Hàng tồn kho	7.886	6.946	6.193	9.032
<b>Lợi nhuận thuần HĐKD</b>	226.532	194.111	174.441	220.981	+ Tài sản ngắn hạn khác	610	610	610	610
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(11.934)	(9.475)	(6.773)	(7.314)	Tổng tài sản ngắn hạn	701.467	566.280	570.150	669.838
- Lợi nhuận khác	805	-	-	-	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	1.955.157	1.956.794	1.976.544	1.976.544
<b>Lợi nhuận trước thuế, lãi vay</b>	215.403	184.636	167.667	213.667	+ Khấu hao lũy kế	-1.237.730	-1.312.113	-1.375.748	-1.473.449
- Chi phí lãi vay	17.603	14.556	13.374	12.184	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	717.426	644.681	600.796	503.095
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	215.403	184.636	167.667	213.667	+ Đầu tư tài chính dài hạn	1.841	1.841	1.841	1.841
- Thuế TNDN	24.476	36.927	33.533	42.733	+ Tài sản dài hạn khác	14.732	14.732	14.732	14.732
- Thuế hoãn lại	5,00	6,00	7,00	8,00	+ Xây dựng cơ bản dở dang	19.785	19.750	0	0
<b>LNST</b>	190.985	147.709	134.134	170.933	Tổng tài sản dài hạn	757.184	684.404	620.769	523.068
- Lợi ích cổ đông thiểu số	135	114	102	138	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>1.458.651</b>	<b>1.250.684</b>	<b>1.190.919</b>	<b>1.192.905</b>
LNST của cổ đông CT Mẹ	190.850	147.595	134.032	170.795	<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
<b>EPS (đ)</b>	2.562	1.945	1.793	2.339	+ Phải trả người bán	50.656	38.797	34.756	47.195
<b>EBITDA</b>	308.913	259.019	231.302	311.368	+ Vay và nợ ngắn hạn	16.901	15.781	16.109	16.468
Khấu hao	93.510	74.383	63.635	97.701	+ Quỹ khen thưởng	7.312	13.359	10.332	9.382
Tăng trưởng doanh thu	0%	-16%	-10%		<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>243.911</b>	<b>92.144</b>	<b>83.295</b>	<b>98.802</b>
Tăng trưởng LN HĐKD	-1%	-14%	-10%		+ Vay và nợ dài hạn	239.589	221.536	205.515	189.140
Tăng trưởng EBIT	-2%	-14%	-9%		+ Phải trả dài hạn khác	100	100	100	100
Tăng trưởng EPS	-18%	-24%	-8%		<b>Nợ dài hạn</b>	<b>241.009</b>	<b>222.957</b>	<b>206.935</b>	<b>190.561</b>
<b>Chỉ số khả năng sinh lời</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	<b>Tổng nợ</b>	<b>484.920</b>	<b>315.100</b>	<b>290.230</b>	<b>289.362</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	55,2%	57,0%	57,2%	54,1%	+ Thặng dư	0	0	0	0
Tỷ suất LNST	38,5%	0,0%	0,0%	0,0%	+ Vốn điều lệ	689.986	689.986	689.986	689.986
ROE DuPont	18,3%	15,5%	14,6%	18,9%	+ LN chưa phân phối	194.516	146.713	104.337	100.351
ROA DuPont	13,2%	10,9%	11,0%	14,3%	Vốn chủ sở hữu	962.713	924.453	889.457	892.173
Tỷ suất EBIT/đoanh thu	43,4%	44,2%	44,8%	42,0%	Lợi ích cổ đông thiểu số	11.017	11.131	11.232	11.370
LNST/LNTT	88,6%	79,9%	79,9%	79,9%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>1.458.651</b>	<b>1.250.684</b>	<b>1.190.919</b>	<b>1.192.905</b>
LNTT / EBIT	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2020F</b>
Vòng quay tổng tài sản	34,3%	30,9%	30,7%	42,7%	<b>Tiền đầu năm</b>	<b>48.771</b>	<b>48.771</b>	<b>50.238</b>	<b>95.008</b>
Đòn bẩy tài chính	139,1%	141,9%	133,0%	132,1%	<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>215.403</b>	<b>147.595</b>	<b>134.032</b>	<b>170.795</b>
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2020F</b>	+ Khấu hao	93.510	74.383	63.635	97.701
Số ngày phải thu	333,6	333,6	333,6	333,6	+ Điều chỉnh	-40.226	-146.352	-13.472	-9.534
Số ngày tồn kho	13,7	14,1	14,1	14,1	+ Thay đổi vốn lưu động	-122.437	119.112	34.966	-110.974
Số ngày phải trả	37,3	33,9	33,9	33,9	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>158.270</b>	<b>194.738</b>	<b>219.160</b>	<b>147.989</b>
Thời gian luân chuyển tiền	310,02	313,87	313,87	313,87	+ Thanh lý tài sản cố định	28	0	0	0
COGS / Hàng tồn kho	28,2	25,9	25,9	25,9	+ Chi mua sắm TSCĐ	-3.659	-1.602	0	0
<b>Chỉ số TK/đòn bẩy TC</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	+ Tăng (giảm) đầu tư	24.000	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	2,88	6,15	6,84	6,78	+ Các hđ đầu tư khác	8.278	0	0	0
CS thanh toán nhanh	2,84	6,07	6,77	6,69	<b>Tiền từ hđ đầu tư</b>	<b>28.647</b>	<b>-1.602</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
CS thanh toán tiền mặt	0,67	1,79	2,52	1,86	+ Cổ tức đã trả	-172.370	-172.497	-158.697	-158.697
Nợ / Tài sản	0,18	0,19	0,19	0,17	+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Nợ / Vốn CSH	0,27	0,26	0,25	0,23	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	0	-1.120	328	359
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,02	0,02	0,02	0,02	+ Thay đổi nợ dài hạn	0	-18.053	-16.022	-16.374
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,25	0,24	0,23	0,21	+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Khả năng TT lãi vay	12,24	12,68	12,54	17,54	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-181.009</b>	<b>-191.669</b>	<b>-174.391</b>	<b>-174.712</b>
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	5.908	1.467	44.770	-26.723
					<b>Tiền cuối năm</b>	<b>48.771</b>	<b>50.238</b>	<b>95.008</b>	<b>68.284</b>

**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 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 7 cổ phiếu SJD và chuyên viên tư vấn đầu tư không nắm giữ cổ phiếu SJD 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