

CÔNG TY CỔ PHẦN THỦY ĐIỆN SROK PHU MIÈNG IDICO (ISH)

TRẦN QUANG VINH

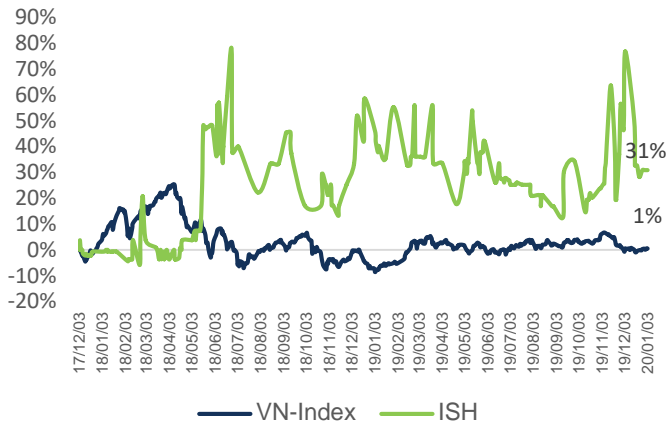
Phó giám đốc khối tư vấn đầu tư

 Email: vinhtq@fpts.com.vn

Điện thoại: (+84) – (024)3773 7070 – Ext: 5909

Giá hiện tại: 14.800đ

Giá mục tiêu: 17.184đ

 Tăng/ Giảm: **+16,1%**
Khuyến nghị
THEO DÕI
Biến động giá cổ phiếu ISH & VN-Index


HIỆU SUẤT PHÁT ĐIỆN CAO NHỜ VỊ TRÍ THUẬN LỢI CỦA NHÀ MÁY THỦY ĐIỆN

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu ISH – Công ty cổ phần Thủy điện Srok Phu Miêng Idico, đăng ký giao dịch trên sàn UpCoM. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E, chúng tôi xác định giá mục tiêu một cổ phiếu ISH là **17.184 đồng/cp**, cao hơn **16,1%** so với mức giá hiện tại ([xem chi tiết](#)). Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu ISH. Nhà đầu tư có thể mua cổ phiếu ISH tại mức giá 14.200 đồng/cp cho mục tiêu trung và dài hạn (tỷ lệ sinh lời kỳ vọng là 21%).

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- ✓ **Nhà máy thủy điện Srok Phu Miêng được xây dựng ở Bình Phước – tỉnh có lượng mưa trung bình 2.045 mm – 2.325 mm, cao hơn lượng mưa trung bình cả nước (1.700 mm - 2.000 mm).** Nhà máy thủy điện Srok Phu Miêng tận dụng được dòng nước từ Thủy điện Thác Mơ (hồ điều tiết trên một tuần) và Thủy điện Cần Đơn (hồ điều tiết hai ngày đến một tuần) nên hoạt động ổn định và hiệu quả. Số giờ chạy máy theo công suất tối đa bình quân 3 năm gần nhất đạt 4.686 giờ/năm, cao hơn so với mức trung bình 4.237 giờ/năm của một số thủy điện cùng khu vực.
- ✓ **Dư nợ vay giảm nhanh từ mức 470,57 tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2014 xuống còn 244,22 tỷ đồng vào thời điểm kết thúc năm 2018.** Chi phí lãi vay giảm từ 49,24 tỷ đồng năm 2014 xuống còn 24,84 tỷ đồng vào năm 2018. Tại thời điểm kết thúc quý 3 năm 2019, công ty còn vay nợ 189,62 tỷ đồng. Chi phí lãi vay 9 tháng đầu năm 2019 ở mức 15,34 tỷ đồng, giảm 19,8% so với cùng kỳ năm 2018. Cơ cấu nguồn vốn của ISH cải thiện theo hướng gia tăng tỷ trọng vốn chủ sở hữu.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro thanh khoản cổ phiếu: khối lượng giao dịch bình quân trong 30 phiên giao dịch gần nhất chỉ đạt 9.726 cp/phiên. Do đó nhà đầu tư cần cân nhắc khi đầu tư vào cổ phiếu ISH.

Thông tin giao dịch ngày	03/01/2020
Giá hiện tại (đồng/cp)	14.800
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	20.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	13.000
Số lượng CP niêm yết	45.000.000
Số lượng CP đang lưu hành	45.000.000
KLGD bình quân 30 ngày	9.726
Vốn hóa (tỷ đồng)	666
EPS trailing (đồng)	1.661
P/E trailing (lần)	8,91

Tổng quan doanh nghiệp

Tên: CTCP thủy điện Srok Phu Miêng IDICO

Địa chỉ: Xã Long Bình – huyện Phú Riềng- tỉnh Bình Phước

Doanh thu chính: Điện thương phẩm

Chi phí chính: Chi phí khấu hao, thuế tài nguyên nước, phí môi trường rừng

Cơ cấu cổ đông tại ngày 12/08/2019	Tỷ lệ (%)
Tổng công ty IDICO	51,0%
CTCP Cơ điện lạnh REE	34,3%
Khác	14,7%

YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

- ✓ **Biến động thời tiết:** hoạt động của nhà máy thủy điện phụ thuộc rất lớn vào lượng nước về hồ thủy điện. Trong những năm xảy ra hiện tượng La Nina¹, mưa nhiều sẽ giúp các nhà máy thủy điện đạt sản lượng cao. Ngược lại, khi hiện tượng El Nino² xuất hiện sẽ gây ít mưa, các nhà máy thủy điện có ít nước để sản xuất khiến sản lượng điện sụt giảm.

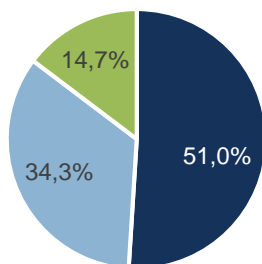
I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Các thông tin chung



- ✓ **Tên công ty:** CTCP Thủy điện Srok Phu Mieng Idico
- ✓ **Địa chỉ:** Thôn 7 xã Long Bình, huyện Phú Riềng, tỉnh Bình Phước.
- ✓ Ngày 06/11/2006 nhà máy Thủy điện Srok Phu Mieng Idico - đơn vị trực thuộc Tổng công ty đầu tư phát triển đô thị và khu công nghiệp Việt Nam (Idico) - chính thức được thành lập theo quyết định số 126/QĐ – TCT của Hội đồng quản trị Idico
- ✓ Ngày 07/11/2007, Bộ Xây Dựng ra quyết định số 1377/QĐ-BXD cổ phần hóa nhà máy Thủy điện Srok Phu Mieng
- ✓ Ngày 29/06/2015, cổ phiếu ISH chính thức có phiên giao dịch đầu tiên trên sàn UpCoM với giá tham chiếu 11.300đ/cp.

Hình 1: Cơ cấu cổ đông tại ngày 12/08/2019



- Tổng công ty IDICO
- CTCP Cơ điện lạnh REE
- Cổ đông khác

Cơ cấu cổ đông của ISH khá cô đặc với cổ đông lớn nhất là Tổng công ty IDICO nắm giữ 51% cổ phần. CTCP Cơ điện lạnh REE – đơn vị đang đầu tư vào 13 doanh nghiệp thủy điện khắp cả nước – cũng nắm giữ 34,3% cổ phần của ISH.

Tổng số cổ phần ban lãnh đạo công ty đang nắm giữ có tỷ lệ dưới 1% số lượng cổ phần lưu hành.

¹ **La Nina** là hiện tượng lớp nước biển bề mặt ở khu vực mà nó đi qua lạnh đi dị thường, xảy ra với chu kỳ tương tự hoặc thưa hơn El Nino. Khi hiện tượng La Nina xảy ra, Việt Nam sẽ có nhiều mưa, nhà máy thủy điện sẽ có sản lượng cao.

² **El Nino** là từ được dùng để chỉ hiện tượng nóng lên dị thường của lớp nước biển bề mặt ở khu vực xích đạo trung tâm và Đông Thái Bình Dương, kéo dài 8 - 12 tháng, thường xuất hiện 3 - 4 năm một lần. Tại Việt Nam trong những năm xảy ra hiện tượng El Nino, lượng mưa sẽ sụt giảm, hạn hán khiến cho sản lượng điện tại các nhà máy thủy điện sụt giảm.

Lịch sử trả cổ tức

CTCP Thủy điện Srok Phu Miêng Idico hết lỗ lũy kế vào năm 2014 nên bắt đầu trả cổ tức cho cổ đông từ năm này. Mức chi trả cổ tức cụ thể như sau:

Bảng 1: Mức trả cổ tức qua các năm

Năm	2014	2015	2016	2017	2018
Cổ tức tiền mặt (đồng/cp)	500	700	350	1.500	1.500
Tỷ lệ trả cổ tức/ Lợi nhuận sau thuế	39,39%	84,54%	79,52%	91,10%	71,50%

Nguồn: ISH, FPTS tổng hợp

Trong các năm 2017 và 2018 hoạt động kinh doanh của ISH thuận lợi nên công ty đã tăng mức chi trả cổ tức cho cổ đông lên 1.500 đ/cp. Tỷ lệ trả cổ tức/Lợi nhuận sau thuế lần lượt ở mức 91,10% và 71,50%. Công ty đặt kế hoạch trả cổ tức năm 2019 ở mức 1.200 đ/cp, tương ứng với tỷ lệ trả cổ tức/lợi nhuận sau thuế (kế hoạch) là 82,75%.

Tổng quan hoạt động sản xuất kinh doanh

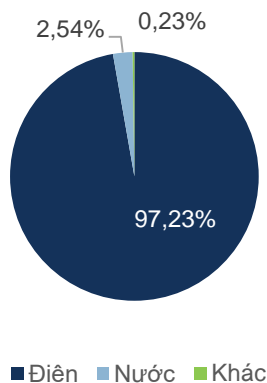
Công ty cổ phần Thủy điện Srok Phu Miêng hoạt động trong 3 lĩnh vực bao gồm:

- Sản xuất kinh doanh điện.
- Sản xuất kinh doanh nước sạch.
- Hoạt động kinh doanh khác.

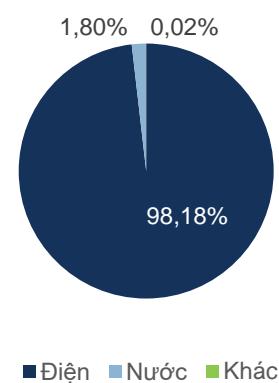
a. Hoạt động kinh doanh điện mang lại doanh thu, lợi nhuận chính cho ISH

Từ năm 2014 đến nay mảng kinh doanh điện luôn chiếm tỷ trọng từ 94%-98% tổng doanh thu và lợi nhuận gộp của ISH. Năm 2018 với điều kiện thủy văn thuận lợi, Nhà máy thủy điện Srok Phu Miêng có tổng sản lượng 270 triệu kwh- đây là mức khá cao so với công suất thiết kế 224 triệu kwh. Doanh thu kinh doanh điện năm 2018 đạt 268,67 tỷ đồng, chiếm tỷ lệ 97,23% tổng doanh thu. Lợi nhuận gộp hoạt động kinh doanh điện đạt 148,09 tỷ đồng, chiếm 98,18% tổng lợi nhuận gộp.

Hình 2: Cơ cấu doanh thu 2018



Hình 3: Cơ cấu lợi nhuận gộp 2018



Nguồn: ISH, FPTS tổng hợp

Năm 2009 công ty tiến hành xây dựng và đưa vào hoạt động Nhà máy nước Bình Phước Idico với công suất thiết kế giai đoạn 1 là 5.000 m³/ngày đêm (tương đương 3,6 triệu m³/năm). Nhà máy sử dụng nguồn nước mặt³ của Sông Bé nhằm cung cấp nước sạch cho CTCP Xi Măng Bình Phước, người dân xã Thanh Lương, thị xã Bình Long và Tiểu đoàn 208

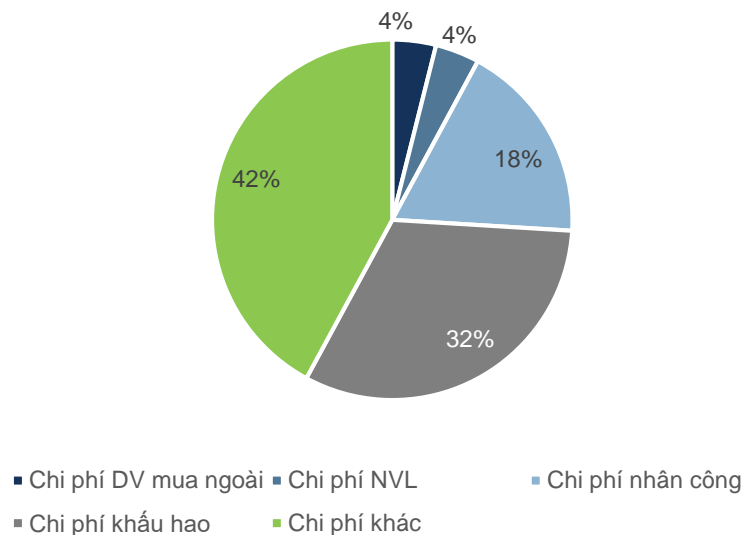
³ **Nước mặt** là nước trong sông, hồ hoặc nước ngọt trong vùng đất ngập nước. Nước mặt được bổ sung một cách tự nhiên bởi giáng thủy và chúng mất đi khi chảy vào đại dương, bốc hơi và thấm xuống đất.

(Trung đoàn 736, Bộ CHQS tỉnh). Trong năm 2018, sản lượng nước sạch bán ra đạt 688.028 m³, chỉ tăng 1,38% so với năm 2017. Doanh thu và lợi nhuận gộp đạt lần lượt 6,94 tỷ đồng và 2,71 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng 2,54% tổng doanh thu và 1,80% tổng lợi nhuận gộp.

Ngoài kinh doanh điện và nước sạch, công ty có một số hoạt động kinh doanh khác như: trồng và khai thác cây cao su, dịch vụ tư vấn và thi công xây lắp. Tuy nhiên các mảng kinh doanh này có tỷ trọng doanh thu rất thấp trong tổng doanh thu. Năm 2018 mảng dịch vụ tư vấn và thi công xây lắp không phát sinh doanh thu. Mảng trồng và khai thác cây cao su có tổng doanh thu 617,8 triệu đồng, lợi nhuận gộp 28,72 triệu đồng, lần lượt chiếm 0,23% tổng doanh thu và 0,02% lợi nhuận gộp của công ty.

b. Cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố

Hình 4: Cơ cấu chi phí theo yếu tố năm 2018



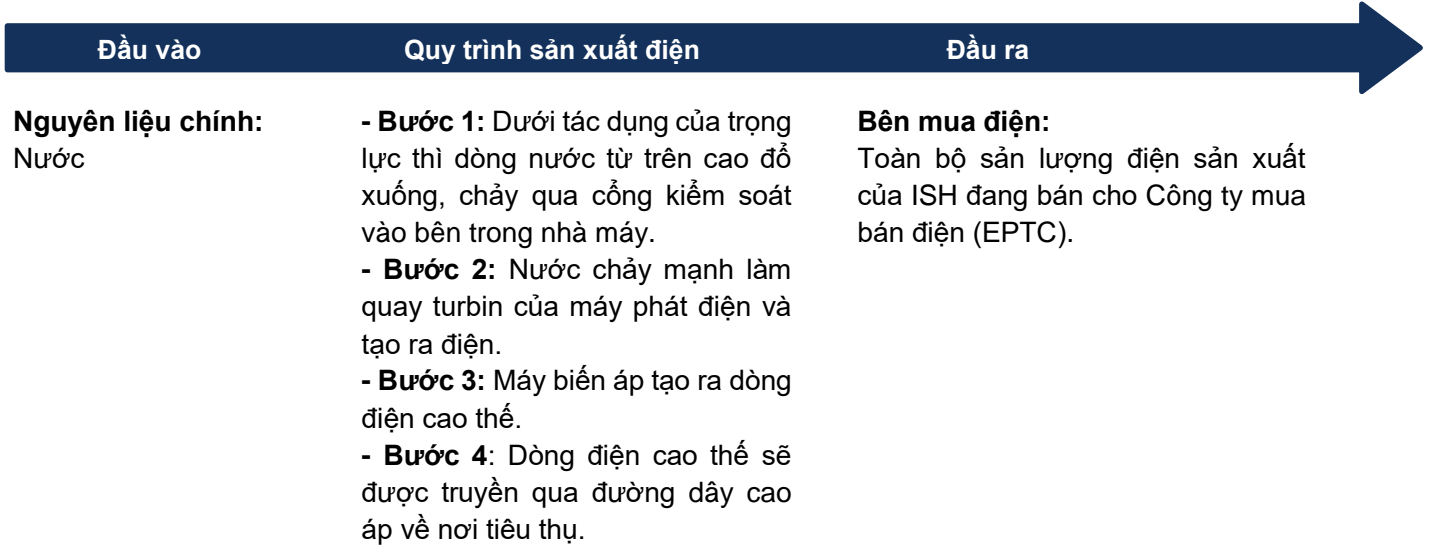
Nguồn: ISH, FPTS tổng hợp

- ❖ Chi phí khác thường chiếm tỷ trọng cao nhất (khoảng 40%) trong cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố của ISH. Chi phí khác bao gồm: thuế tài nguyên nước, phí dịch vụ môi trường rừng, chi phí sửa chữa tài sản định kỳ... Các khoản thuế, phí này sẽ phụ thuộc vào sản lượng nhà máy thủy điện và được tính như sau:
 - **Thuế tài nguyên nước:** căn cứ Quyết định 648/QĐ-BCT ngày 20/03/2019 của Bộ Công thương, giá bán lẻ tính thuế tài nguyên nước là 1.864,44 đồng/kwh, thuế suất 5%.
 - **Phí dịch vụ môi trường rừng:** theo Nghị định 156/2018/NĐ-CP ngày 16/11/2018 của Chính Phủ, kể từ ngày 01/01/2019 phí dịch vụ môi trường rừng tính cho 01 kwh điện là 36 đồng.
 Như vậy, các công ty thủy điện sẽ phải trả 129,22 đồng/kwh cho các khoản thuế và phí nói trên. Năm 2018, sản lượng điện ở mức khá cao (270 triệu kwh), cùng với chi phí đại tu, sửa chữa 02 tổ máy (11,47 tỷ đồng) nên tổng chi phí khác ở mức 57,54 tỷ đồng, chiếm 42,09% cơ cấu chi phí sản xuất theo yếu tố.
- ❖ Chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng cao thứ hai trong cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố (khoảng 32%). Đặc điểm chung của các nhà máy thủy điện là đầu tư ban đầu lớn cho xây dựng đập thủy điện, máy móc thiết bị, do đó chi phí khấu hao lớn và kéo dài trong nhiều năm. Tài sản cố định của ISH được khấu hao theo đường thẳng, năm 2018 tổng chi phí khấu hao của ISH là 43,66 tỷ đồng, chiếm 31,94% chi phí sản xuất theo yếu tố.
- ❖ Chi phí nhân công đứng thứ ba trong cơ cấu chi phí theo yếu tố với tỷ trọng từ 16,29% đến 18,56% trong những năm gần đây. Từ năm 2017 đến nay, số lượng nhân viên của công ty duy trì ổn định ở 94 người. Trong năm 2018 chi phí nhân công của công ty là 24,72 tỷ đồng, chiếm 18,09% cơ cấu chi phí theo yếu tố.

II. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. Hoạt động kinh doanh điện

a. Chuỗi giá trị



Nguồn: FPTTS Research

b. Nhà máy thủy điện Srok Phu Miêng

CTCP Thủy điện Srok Phu Miêng Idico chỉ sở hữu 01 Nhà máy thủy điện Srok Phu Miêng nằm trên địa bàn tỉnh Bình Phước thuộc vùng Đông Nam Bộ. Công trình sử dụng nguồn thủy năng của Sông Bé, một nhánh sông quan trọng của hệ thống Sông Đồng Nai. Nhà máy được xây dựng trên diện tích 1.916 ha, có tổng công suất 51 MW gồm hai tổ máy với công suất mỗi tổ 25,5MW, tổng vốn đầu tư xây dựng là 1.149 tỷ đồng. Nhà máy chính thức phát điện cả hai tổ máy vào cuối năm 2006. Thủy điện Srok Phu Miêng nằm ở bậc thang thứ ba trong hệ thống thủy điện bậc thang Thác Mơ – Cần Đơn – Srok Phu Miêng. Thông số kỹ thuật 3 hồ thủy điện này như sau:

Bảng 2: Thông số kỹ thuật một số hồ chứa nước trên Sông Bé

Hồ chứa nước	Srok Phu Miêng	Cần Đơn	Thác Mơ
Lưu lượng trung bình nhiều năm (m ³ /s)	160	150,3	87,4
Dung tích toàn bộ (triệu m ³)	99,3	165,5	1.360
Dung tích hữu ích (triệu m ³)	28,57	79,90	1.250

Nguồn: FPTTS tổng hợp

Hồ thủy điện Srok Phu Miêng có quy mô nhỏ, thuộc loại hồ điều tiết dưới 2 ngày với tổng dung tích hữu ích là 28,57 triệu m³, không có khả năng tích nước mùa mưa để phát điện vào mùa khô. Tuy nhiên, nhờ vị trí nằm ngay phía dưới Thủy điện Cần Đơn (hồ điều tiết 2 ngày đến 1 tuần) và ở thượng nguồn là Thủy điện Thác Mơ (hồ điều tiết năm) nên nhà máy hoạt động tương đối ổn định.

Nhà máy Thủy điện Srok Phu Miêng được xây dựng ở khu vực có địa hình lưu lượng nước lớn (trung bình nhiều năm khoảng 160 m³/s), cột áp 19m. Nhà máy được lắp đặt tuabin Kaplan⁴, công suất lắp máy phù hợp với lưu lượng nước nên số giờ chạy máy theo công suất tối đa bình quân 3 năm gần nhất đạt 4.686 giờ/năm, cao hơn mức trung bình của một số thủy điện trong khu vực là 4.237 giờ/năm.

⁴ Tuabin Kaplan: loại tuabin phù hợp để lắp đặt cho nhà máy thủy điện nhỏ và vừa, xây dựng ở khu vực có lưu lượng nước lớn (từ 25 m³/s đến dưới 1.000 m³/s) và chiều cao cột áp thấp (khoảng từ 10m đến dưới 100m).

Bảng 3: Số giờ chạy bình quân của một số nhà máy thủy điện

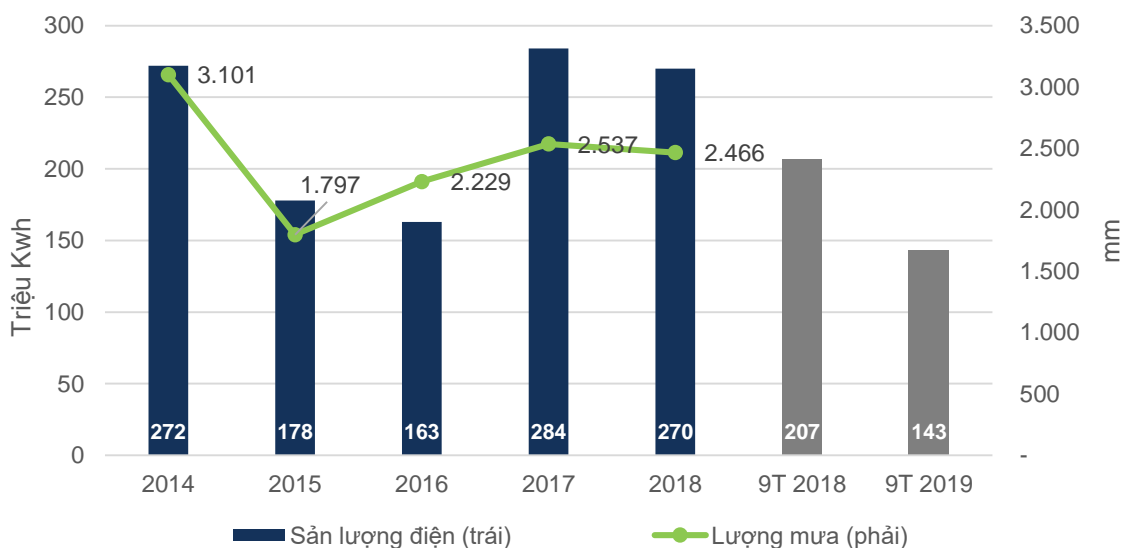
Tên nhà máy thủy điện	Công suất (MW)	Suất đầu tư (tỷ đồng/MW)	Số giờ chạy tương đương ở công suất tối đa (giờ/năm)			BQ 3 năm
			2018	2017	2016	
Srok Phu Miêng	51	22,53	5.294	5.569	3.196	4.686
Các nhà máy cùng khu vực						
Cần Đơn	78	13,34	5.232	5.335	3.041	4.537
Thác Mơ	150	15,82	5.547	5.320	3.047	4.638
Bắc Bình	33	17,33	2.816	5.485	2.752	3.684
Khe Bó	100	22,08	4.492	4.186	3.600	4.092
Trung bình						4.237

Nguồn: FPT S tổng hợp

c. Hoạt động kinh doanh phụ thuộc vào điều kiện thủy văn

Hoạt động kinh doanh của các nhà máy thủy điện phụ thuộc lớn vào điều kiện thủy văn. Nhà máy thủy điện sẽ hoạt động hiệu quả trong điều kiện nước về hồ nhiều và phân bố đều trong năm. Trong các năm 2015 và năm 2016 hiện tượng El-nino khiến cho lượng mưa ở Bình Phước ít, đạt lần lượt 1.797 mm và 2.229 mm. Năm 2016 tổng lượng mưa cao hơn năm 2015 nhưng mưa lại tập trung vào các tháng 8,9 và 10 trong khi các tháng 1,2,3,4 và tháng 11 không có hoặc rất ít mưa. Khi lượng nước không đủ thì nhà máy phải dừng sản xuất khiến sản lượng điện năm 2016 thấp hơn năm 2015.

Trong các năm 2017, 2018 điều kiện thủy văn thuận lợi giúp sản lượng điện cao, đạt lần lượt 284 triệu kwh và 270 triệu kwh. Theo thông tin từ Viện khoa học khí tượng thủy văn và biến đổi khí hậu (IMHEN) hiện tượng El Nino yếu đã xuất hiện trong những tháng đầu năm 2019 khiến cho lượng mưa cả nước ở mức thấp hơn trung bình nhiều năm. Do đó sản lượng điện sản xuất trong 9 tháng đầu năm 2019 của ISH chỉ đạt 143 triệu kwh, giảm 31% so với cùng kỳ năm 2018.

Hình 5: Sản lượng điện của ISH và lượng mưa ở Bình Phước


Nguồn: Niên giám thống kê tỉnh Bình Phước & ISH, FPT S tổng hợp

d. Giá bán điện

Thủy điện Srok Phu Miêng tham gia thị trường điện cạnh tranh từ tháng 12/2013 và ký hợp đồng mua bán điện dạng sai khác với Công ty mua bán điện. Theo Phụ lục hợp đồng sửa đổi ký ngày 28/08/2014, giá bán điện được quy định như sau:

- ✓ 80% sản lượng điện bán theo giá hợp đồng đến ngày 31/12/2021 là 780 đ/kwh; Giá hợp đồng từ ngày 01/01/2022 là 650 đ/kwh (giá chưa bao gồm phí tài nguyên nước và phí dịch vụ môi trường rừng).
- ✓ 20% sản lượng còn lại được chào bán trên thị trường điện cạnh tranh.

Bảng 4: Giá bán điện Nhà máy Srok Phu Miêng

Đơn vị tính: đồng/kwh

Chỉ tiêu	2015	2016	2017	2018	9T 2019
Giá hợp đồng (*)	881	881	902	902	909
Giá thị trường cạnh tranh	1.452	1.263	871	1.312	1.450
Giá bình quân	995	957	896	984	1.017

Nguồn: ISH, FPTs tổng hợp

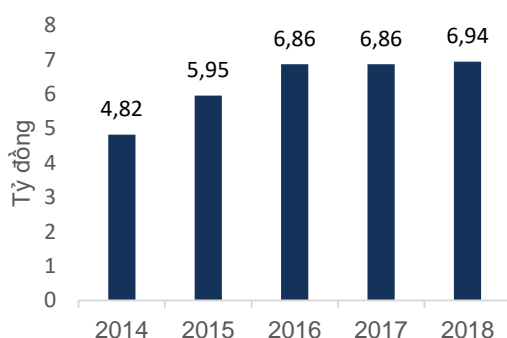
(*) Giá hợp đồng bao gồm thuế tài nguyên nước, phí môi trường rừng.

Trong năm 2018 lượng nước về hồ nhiều, thuận lợi cho việc phát điện nên sản lượng khá tốt. Do đó doanh thu mảng kinh doanh điện cao nhất từ trước tới nay đạt 265,99 tỷ đồng, tăng 4,55% so với năm 2017. Giá bán điện trung bình đạt 985 đồng/kwh, tăng 9,93% so với năm 2017.

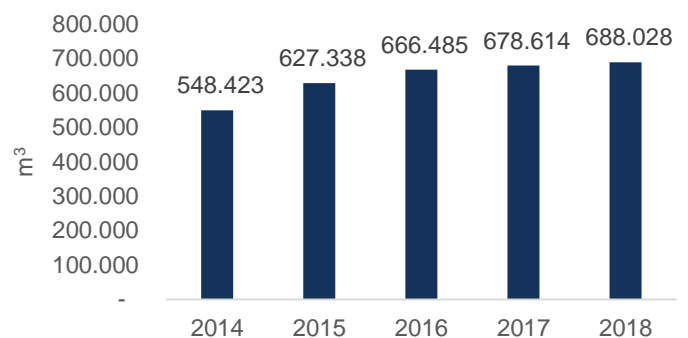
2. Hoạt động kinh doanh nước sạch

CTCP Thủy điện Srok Phu Miêng Idico tiến hành xây dựng Nhà máy nước Bình Phước Idico với công suất thiết kế 20.000 m³ nước/ngày đêm, tổng mức đầu tư 68,15 tỷ đồng. Giai đoạn 1 có công suất 5.000 m³/ngày đêm được đưa vào hoạt động từ tháng 12/2009. Theo kế hoạch khi đầu tư, nhà máy sẽ cung cấp nước sạch cho Nhà máy Xi măng Bình Phước, Tiểu đoàn 208 (Trung đoàn 736, Bộ CHQS tỉnh), người dân xã Thanh Lương, thị xã Bình Long. Tuy nhiên sau hơn 8 năm đi vào hoạt động, khoảng 93% sản lượng sản xuất của nhà máy được bán cho Nhà máy Xi măng Bình Phước. Việc triển khai cung cấp nước cho người dân xã Thanh Lương gặp khó khăn do điều kiện kinh tế tại địa phương còn nhiều khó khăn. Thu nhập bình quân đầu người năm 2018 ở Bình Phước đạt 57,22 triệu đồng/người/năm, thấp hơn mức bình quân của cả nước (khoảng 60 triệu đồng/người/năm). Trong điều kiện đó công suất thiết kế của nhà máy vẫn chỉ dừng ở mức 5.000 m³/ngày đêm và đến năm 2018 mới chạy được khoảng 38,2% công suất thiết kế.

Hình 6: Doanh thu nước sạch



Hình 7: Sản lượng nước sạch



Nguồn: ISH, FPTs tổng hợp

Từ năm 2014 đến nay, mảng kinh doanh nước sạch của công ty tăng trưởng chậm. Tốc độ tăng trưởng kép về sản lượng giai đoạn 2014-2018 là 5,83%, sản lượng đạt 688 nghìn m³ vào năm 2018. Tốc độ tăng trưởng kép về giá bán trong giai đoạn 2014-2018 là 3,5%, đạt 10.087 đ/m³ trong năm 2018. Doanh thu, lợi nhuận gộp mảng nước sạch năm 2018 đạt lần lượt 6,94 tỷ đồng và 1,84 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng 2,54% và 1,94% tổng doanh thu và lợi nhuận gộp của ISH.

3. Hoạt động kinh doanh khác

Ngoài kinh doanh điện và nước sạch, ISH còn có một số mảng kinh doanh khác nhưng doanh thu và lợi nhuận các mảng kinh doanh này chỉ chiếm dưới 3% tổng doanh thu và lợi nhuận của công ty. Hoạt động kinh doanh khác bao gồm những hoạt động sau:

a. Trồng và khai thác cây cao su

Hiện nay ISH đã trồng và đưa vào khai thác 43 hecta cây cao su, tuổi cây từ 7 – 10 năm (bắt đầu trồng từ năm 2009). Đất trồng cây cao su hiện tại ở khu vực tiếp giáp vùng đất bán ngập của hồ thủy điện. Ngoài việc khai thác lấy mủ cao su, mục đích quan trọng của vườn cây cao su là để giữ đất, hạn chế việc lấn chiếm của người dân xung quanh.

Bảng 5: Doanh thu, lợi nhuận mảng kinh doanh cao su

Chỉ tiêu	2015	2016	2017	2018
Doanh thu (đ)	98.783.910	32.121.766	121.207.708	617.803.292
Giá vốn (đ)	94.405.862	31.226.721	117.354.979	589.080.336
Lợi nhuận gộp (đ)	4.378.048	895.045	3.852.729	28.722.956

Nguồn: ISH, FPTST tổng hợp

Để khai thác lấy mủ, cây cao su cần đạt tối thiểu 6 năm tuổi. Do đó từ năm 2009 đến năm 2014 hoạt động kinh doanh cao su không phát sinh doanh thu. Trong những năm đầu thu hoạch khi cây đạt 6 -10 tuổi chất lượng mủ chưa cao nên giá bán thấp. Hơn nữa giá bán mủ cao su hiện nay đang khá thấp, duy trì ở mức khoảng 32 – 34 triệu đồng/tấn mủ, giảm hơn 50% so với thời kỳ 2011- 2012. Do đó dù doanh thu, lợi nhuận mảng kinh doanh cao su có cải thiện nhờ diện tích khai thác tăng nhưng giá trị mang lại cho ISH vẫn rất thấp. Doanh thu và lợi nhuận gộp năm 2018 đạt lần lượt 617,8 triệu đồng và 28,72 triệu đồng.

b. Hoạt động tư vấn và xây lắp

Với kinh nghiệm tích lũy được trong quá trình xây dựng và vận hành Nhà máy thủy điện Srok Phu Miêng, Nhà máy nước Bình Phước Idico, ISH đã cung ứng dịch vụ tư vấn đào tạo và xây lắp cho một số nhà máy thủy điện do Tổng công ty IDICO – công ty mẹ của ISH đầu tư. Cụ thể:

Công trình thủy điện nhà máy Đak Mi 4 (gồm Đak Mi 4A, 4B, 4C) và Đak Mi 3 tại tỉnh Quảng Nam

- Giám sát lắp đặt thiết bị cơ điện và cơ khí thủy công công trình nhà máy thủy điện Đak Mi 4.
- Giám sát thi công xây lắp đường dây 35 KV cấp điện thi công công trình Nhà máy Thủy điện Đak Mi 3
- Thi công hệ thống chiếu sáng, hệ thống thông gió, điều hòa nhiệt độ công trình Nhà Máy thủy điện Đak Mi 4

Lĩnh vực tư vấn: ISH đã đào tạo trưởng ca và công nhân vận hành nhà máy cho Nhà máy thủy điện Đak Mi 4 tại Nhà máy thủy điện Srok Phu Miêng.

Bảng 6: Doanh thu, lợi nhuận mảng xây lắp, tư vấn

Chỉ tiêu	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu (đ)	5.937.751.657	4.833.537.723	-	13.634.407	-
Giá vốn (đ)	5.649.158.444	4.573.625.304	-	126.584.105	-
Lợi nhuận gộp (đ)	288.593.213	259.912.419	-	-112.949.698	-

Nguồn: ISH, FPTST tổng hợp

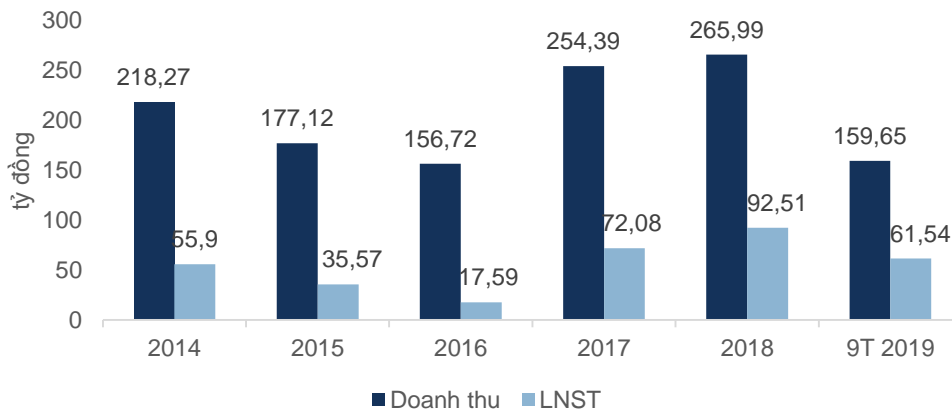
Hoạt động xây lắp và tư vấn là hoạt động không thường xuyên và phụ thuộc vào việc triển khai các dự án thủy điện của công ty mẹ. Theo tìm hiểu của chúng tôi hoạt, Idico chưa có kế hoạch triển khai các dự án thủy điện mới nên nhiều khả năng ISH sẽ không có doanh thu ở mảng kinh doanh này trong những năm tới.

III. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

1. Doanh thu, lợi nhuận phụ thuộc lớn vào điều kiện thời tiết

Doanh thu, lợi nhuận mảng kinh doanh điện chiếm khoảng 94% – 98% tổng doanh thu, lợi nhuận của ISH nên kết quả mảng kinh doanh điện quyết định kết quả kinh doanh của công ty. Trong các năm 2015 và 2016 xảy ra hiện tượng El Nino, lượng nước về hồ ít khiến sản lượng điện sản xuất thấp ([xem hình 5](#)). Doanh thu kinh doanh điện đạt lần lượt 177,12 tỷ đồng và 156,72 tỷ đồng. Ngược lại, hiện tượng La Nina xuất hiện trong năm 2017 và 2018 giúp sản lượng điện sản xuất cải thiện đáng kể. Doanh thu, lợi nhuận sau thuế mảng kinh doanh điện năm 2018 đạt lần lượt 265,99 tỷ đồng và 92,51 tỷ đồng, tăng 4,55% và 28,34% so với năm 2017.

Hình 8: Doanh thu, lợi nhuận sau thuế mảng kinh doanh điện



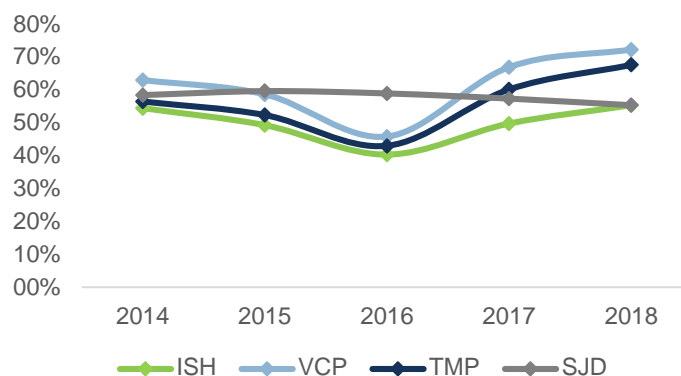
Nguồn: ISH, FPTS tổng hợp

2. Biên lợi nhuận gộp của ISH thấp hơn so với doanh nghiệp được so sánh.

Biên lợi nhuận gộp của ISH thấp hơn các doanh nghiệp cùng hệ thống thủy điện bậc thang và một số thủy điện có loại hồ điều tiết dưới 2 ngày. Lý do khiến biên lợi nhuận gộp của ISH thấp hơn gồm:

- **Chi phí khấu hao lớn:** ISH chính thức đi vào phát điện vào cuối năm 2006 nên phần lớn tài sản cố định vẫn đang trong thời kỳ khấu hao. Các tài sản có giá trị rất lớn như đập thủy điện, tổ máy phát điện áp dụng phương pháp khấu hao theo đường thẳng, có thời gian khấu hao 25 và 30 năm. Trong khi đó Nhà máy Thủy điện Thác Mơ (TMP) chính thức phát điện từ năm 1995, đến năm 2018 giá trị tài sản hết khấu hao nhưng vẫn đang được sử dụng là 976 tỷ đồng khiến giá thành sản xuất của TMP thấp hơn so với ISH. Năm 2018, giá thành sản xuất của TMP là 355 đồng/kwh thấp hơn 15% so với giá thành của ISH.

Hình 9: Biên lợi nhuận gộp một số doanh nghiệp được so sánh 2014 - 2018



Nguồn: FPTS tổng hợp

- **Suất đầu tư cao:** nhà máy của ISH được hoàn thành vào năm 2006 - muộn hơn các nhà máy được so sánh từ 3 đến 12 năm - khi mà thời giá cao hơn trước đáng kể, khiến cho suất đầu tư cũng cao hơn. Suất đầu tư cao là nguyên nhân chủ yếu làm cho biên lợi nhuận gộp của ISH thấp hơn các doanh nghiệp còn lại.

Bảng 7: Suất đầu tư một số nhà máy thủy điện

Chỉ tiêu	Srok Phu Miêng	Cần Đơn	Thác Mơ	Cửa Đạt
Suất đầu tư (tỷ đồng/MW)	22,53	13,34	15,82	16,50

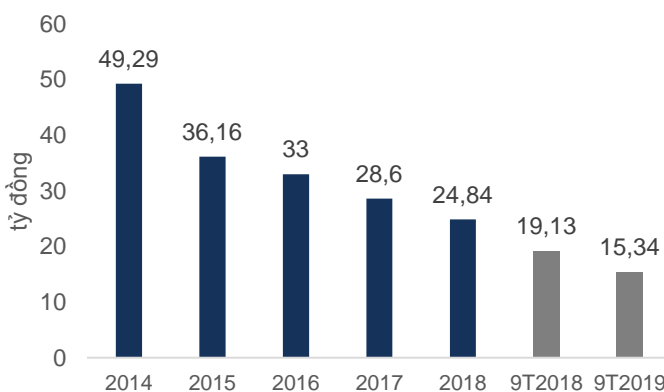
Nguồn: FPTs tổng hợp

3. Vay nợ giảm giúp giảm thiểu chi phí lãi vay.

Từ năm 2014 đến nay vay nợ của ISH có xu hướng giảm mạnh, chủ yếu đến từ vay dài hạn giảm. Tại thời điểm cuối năm 2014 vay nợ của công ty ở mức 470,57 tỷ đồng (trong đó vay dài hạn 392,3 tỷ đồng) đã giảm xuống còn 244,22 tỷ đồng (vay dài hạn 131,39 tỷ đồng) vào thời điểm kết thúc năm 2018. Chi phí lãi vay theo đó cũng giảm từ 49,24 tỷ đồng trong năm 2014 giảm xuống còn 24,84 tỷ đồng vào năm 2018. Đến cuối quý 3 năm 2019 công ty còn vay nợ 189,62 tỷ, chi phí lãi vay phát sinh trong 9 tháng đầu năm ở mức 15,34 tỷ đồng, giảm 19,8% so với cùng kỳ năm 2018. Chi phí lãi vay giảm giúp cho hoạt động kinh doanh của công ty an toàn hơn.

Tổng dư nợ chịu lãi giảm nhanh trong giai đoạn 2014-2018, lãi suất ổn định đã giúp cho hệ số Khả năng thanh toán lãi vay (EBIT/chi phí lãi vay) có xu hướng tăng. Trong các năm 2015, 2016 hoạt động kinh doanh khó khăn nhưng công ty vẫn đảm bảo Khả năng thanh toán lãi vay lần lượt ở mức 2,1 và 1,7 lần. Trong hai năm 2017 và 2018, hoạt động kinh doanh thuận lợi giúp hệ số khả năng thanh toán lãi vay tăng đột biến, đạt lần lượt 4,08 và 5,51 lần.

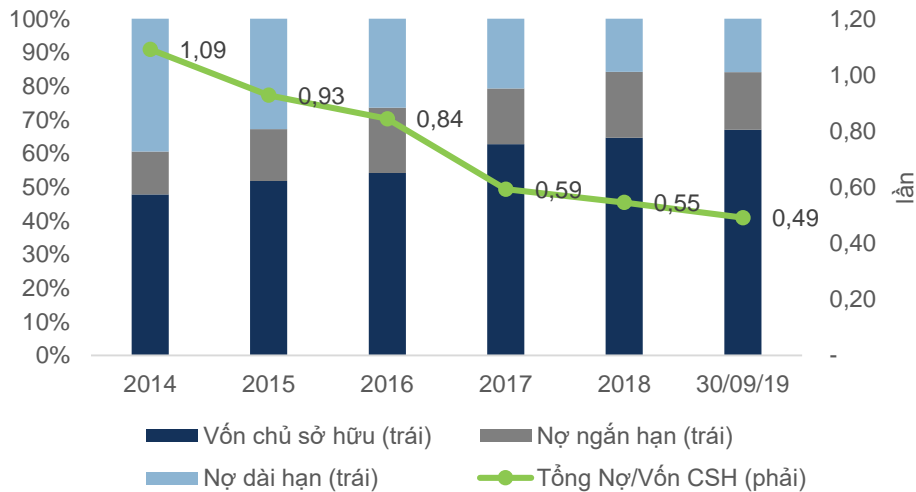
Dự kiến công ty sẽ trả hết nợ vay dài hạn vào năm 2021. Do đó chúng tôi dự phóng hệ số khả năng thanh toán lãi vay giai đoạn 2020 - 2023 ổn định ở mức trên 3 lần.

Hình 10: Chi phí lãi vay

Hình 11: Khả năng thanh toán lãi vay


Nguồn: ISH, FPTs tổng hợp

4. Tỷ trọng vốn chủ sở hữu trong cơ cấu vốn tăng.

Cùng với quá trình giảm nhanh của các khoản vay nợ, vốn chủ sở hữu của công ty cũng tăng dần qua thời gian. Vốn chủ sở hữu ở mức 497,4 tỷ vào cuối năm 2014 đã tăng lên 555,98 tỷ đồng vào thời điểm kết thúc quý 3 năm 2019. Do đó tỷ trọng vốn chủ sở hữu trong cơ cấu vốn tăng từ 48% lên 67% trong cùng thời kỳ. Cơ cấu vốn của ISH trở nên an toàn hơn.

Hình 12: Cơ cấu vốn


Nguồn: ISH, FPTS tổng hợp

IV. TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

1. Triển vọng ngành

Nhu cầu tiêu thụ điện tăng thúc đẩy giá trên thị trường phát điện cạnh tranh tăng: theo Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia giai đoạn 2011 – 2020 có xét đến năm 2030⁵, với mục tiêu tăng trưởng GDP giai đoạn 2016 – 2030 đạt mức 7%/năm, nhu cầu tiêu thụ điện được dự báo sẽ tăng trưởng 9,16%/năm giai đoạn 2020 - 2025 và 7,95%/năm giai đoạn 2025 -2030.

Bảng 8: Dự báo nhu cầu tiêu thụ điện năng

Năm	2018	2020F	2025F	2030F
Nhu cầu tiêu thụ điện (tỷ kwh)	212,9	278	431	632
Tỷ trọng điện năng sản xuất từ thủy điện (%)		29,5	20,5	15,5

Nguồn: Quyết định số: 428/QĐ-TTg

Cũng theo Quy hoạch nói trên, tổng công suất các nguồn thủy điện tăng dần từ mức 17.000 MW năm 2016 lên khoảng 27.800 MW vào năm 2030. Tuy nhiên tỷ trọng điện năng sản xuất từ thủy điện giảm dần cho thấy EVN cần gia tăng huy động điện năng từ các nguồn có giá thành cao hơn thủy điện như nhiệt điện, điện gió, điện mặt trời. Do đó giá bán điện trên thị trường điện cạnh tranh được dự báo sẽ tăng trong những năm tới.

2. Triển vọng doanh nghiệp

Mảng kinh doanh điện: tiếp tục là mảng kinh doanh mang lại doanh thu, lợi nhuận chính cho công ty với tỷ lệ đóng góp khoảng 97%. Kết quả kinh doanh từng năm sẽ phụ thuộc nhiều vào biến động thời tiết (tác động đến sản lượng) và giá bán. Tuy vậy, chi phí lãi vay giảm đáng kể so với giai đoạn 2014 - 2018 nên lợi nhuận sau thuế dự phóng của ISH trong giai đoạn 2019 – 2023 sẽ ổn định hơn.

Mảng kinh doanh nước sạch: tính đến cuối năm 2019, ISH chưa có kế hoạch đầu tư mở rộng mạng lưới đường ống, phát triển thêm khách hàng sử dụng nước sạch. Do đó chúng tôi dự phóng sản lượng nước sạch bán ra tăng trưởng khoảng 3,12%/năm, tương đương giai đoạn 2015 – 2018.

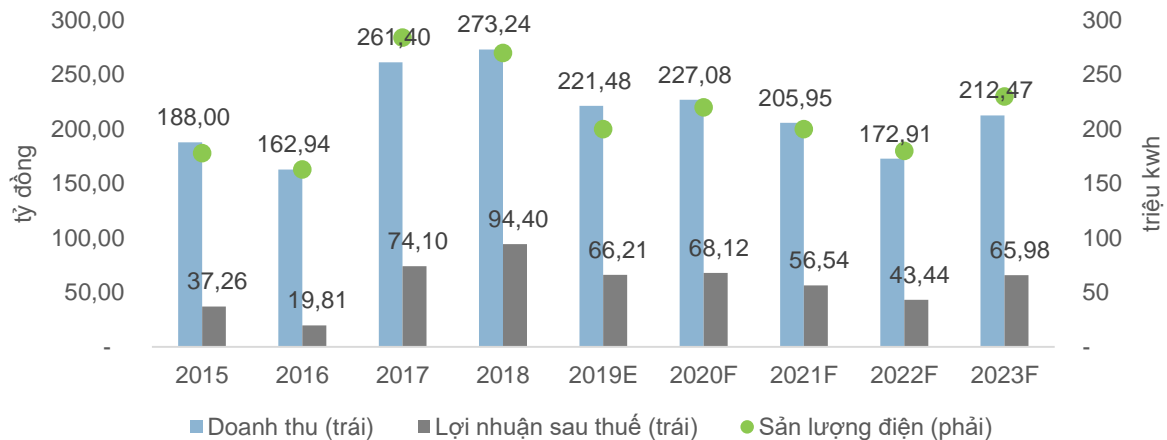
Hoạt động kinh doanh khác: từ cuối năm 2018 toàn bộ diện tích 43 hecta đã được đưa vào khai thác nhưng chỉ mang lại doanh thu 617 triệu đồng. Do đó chúng tôi đánh giá hoạt động trồng và khai thác cây cao su khó tạo ra đột biến cho kết quả kinh doanh của ISH do tỷ trọng doanh thu quá nhỏ so với tổng doanh thu.

⁵ Quyết định Phê duyệt điều chỉnh quy hoạch phát triển điện lực quốc gia giai đoạn 2011-2020 có xét đến năm 2030- Số: 428/QĐ-TTg ngày 18/03/2016 của Thủ tướng chính phủ.

Hoạt động tư vấn & thi công: theo tìm hiểu của chúng tôi công ty mẹ Idico chưa có kế hoạch cụ thể để đầu tư các nhà máy thủy điện mới. Do đó hoạt động tư vấn của công ty sẽ không mang lại doanh thu đáng kể trong những năm tới cho ISH.

Từ những nhận định trên, chúng tôi đưa ra dự phóng như sau:

Hình 13 : Dự phóng sản lượng điện, doanh thu, lợi nhuận sau thuế



Nguồn: FPT S tổng hợp, dự phóng

a. Khí hậu chuyển sang hiện tượng ENSO pha trung tính từ đầu năm 2020.

Theo dự báo của IRI⁶, trong 8 tháng đầu năm 2020 xác suất ENSO⁷ ở pha trung tính đều trên mức 50%. Do đó chúng tôi dự phóng hoạt động kinh doanh của ISH trong năm 2020 sẽ tích cực hơn so với năm 2019. Sản lượng điện sản xuất dự phóng đạt khoảng 230 triệu kwh, tương đương với 102,6% công suất thiết kế.

Ngoài ra, với tính chu kỳ 3 - 4 năm lặp lại của hiện tượng El Nino, theo dự báo hiện tượng El Nino sẽ lặp lại vào năm 2022. Do đó chúng tôi dự phóng sản lượng điện sản xuất trong năm 2022 đạt khoảng 180 triệu kwh, sụt giảm đáng kể so với sản lượng thiết kế.

b. Giá bán điện theo hợp đồng giảm từ năm 2022.

Theo phụ lục hợp đồng mua bán điện ký kết giữa CTCP Thủy điện Srok Phu Miêng Idico và Công ty mua bán điện, giá bán hợp đồng áp dụng từ ngày 01/01/2022 là 650 đồng/kwh, thấp hơn 16,8% so với hiện nay. Do đó chúng tôi cho rằng giá bán điện bình quân từ năm 2022 trở đi sẽ thấp hơn giai đoạn 2019 - 2021, chi tiết như sau:

Bảng 9: Dự phóng giá bán điện bình quân của ISH

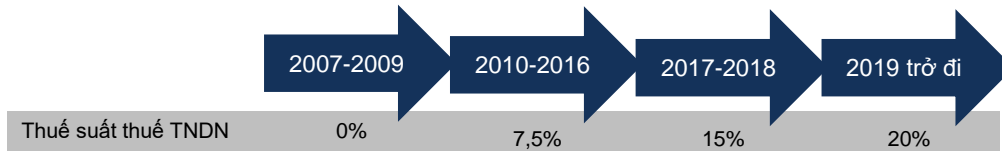
Năm	2019E	2020F	2021F	2022F	2023F
Giá bán điện bình quân (vnd/kwh)	1.017	996	988	913	886

c. ISH không còn được hưởng ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp từ năm 2019

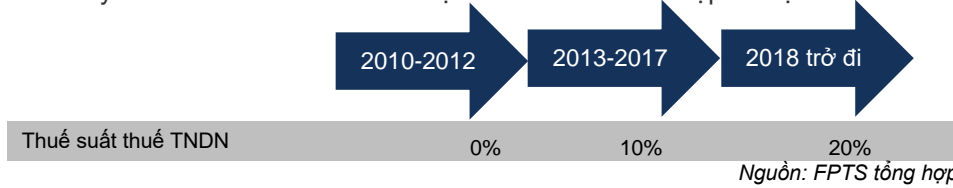
Hoạt động kinh doanh điện: theo Giấy chứng nhận ưu đãi đầu tư số 7795 BKH/PTDN do Bộ kế hoạch và Đầu tư cấp ngày 24/12/2008 và Giấy chứng nhận ưu đãi đầu tư điều chỉnh số 7795 do UBND tỉnh Bình Phước cấp, Nhà máy Thủy điện Srok Phu Miêng Idico được ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp như sau:

⁶ IRI: Viện Nghiên cứu Quốc tế về Xã hội và Khí hậu

⁷ 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.



Hoạt động kinh doanh nước sạch: theo Giấy chứng nhận đầu tư số 4412100025 do UBND tỉnh Bình Phước cấp ngày 14/07/2008, Nhà máy nước Bình Phước Idico được ưu đãi thuế thu nhập với lộ trình như sau:



Như vậy từ năm 2019 CTCP Thủy điện Srok Phu Miêng Idico đã hết thời hạn được ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp. Thuế suất thuế thu nhập trở về mức 20% từ năm 2019.

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ [\(Quay lại\)](#)

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu ISH bằng cách sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E, chúng tôi xác định giá mục tiêu một cổ phiếu ISH là **17.184 đ/cp**, cao hơn **16,1%** so với mức giá đóng cửa ngày 03/01/2020. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu ISH. Nhà đầu tư có thể mua cổ phiếu ISH tại mức giá 14.200 đồng/cp cho mục tiêu trung và dài hạn (tỷ lệ sinh lời kỳ vọng là 21%).

STT	Phương pháp định giá	Kết quả	Trọng số
1	Phương pháp chiết khấu dòng tiền		
	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp	15.709	33,33%
	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu	16.986	33,33%
2	Phương pháp so sánh P/E	18.857	33,33%
	Bình quân giá các phương pháp (Đồng/cp)	17.184	

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2019	13,7%	Phần bù rủi ro	9,59%
Chi phí sử dụng nợ 2019 (Kd)	12,06%	Hệ số Beta 2019	0,81
CP sử dụng vốn 2019	15,01%	CAGR LNST 2020-2024F	2,9%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	5,18%	Tăng trưởng dài hạn	1,0%
		Thời gian dự phóng	5 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 VNĐ)	407.757,2
(+) Tiền mặt tại công ty (triệu VNĐ)	79,9
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)	180.996,2
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	706.895,4
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	45
Giá mục tiêu (Đồng/cp)	15.709
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	764.351,5
Giá mục tiêu (Đồng/cp)	16.986

Kết quả định giá theo phương pháp so sánh

So sánh với các doanh nghiệp thủy điện đang niêm yết tại ngày 03/01/2020

Đơn vị: tỷ đồng

Doanh nghiệp	Mã	Công suất MW	Giá trị vốn hóa (03/01/2020)	Doanh thu 9T 2019	LNST 9T 2019	Biên LNG 9T 2019	Biên LNST 9T 2019	P/E trailing
Công ty cổ phần Thủy điện Thác Mơ	TMP	150	2.418	442,3	235,1	67%	53%	6,01x
Công ty cổ phần Thủy điện Cần Đơn	SJD	104	1.241	317,1	115,3	57%	36%	9,85x
Công ty cổ phần Phát triển Điện lực Việt Nam	VPD	136,2	1.662	412,2	114,9	53%	28%	11,11x
P/E trung bình ngành								8,99x
CTCP Thủy điện Srok Phu Miêng Idico	ISH	51	652,5	165,7	61,5	59%	37%	8,91x
Giá mục tiêu						Đồng/cp	18.857	

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH (đơn vị: tỷ đồng)

HĐKD	2019E	2020F	2021F	2022F	ĐDKT	2019E	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	221,48	227,08	205,95	172,91	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	106,38	111,87	105,72	91,45	+ Tiền và tương đương	8,25	26,14	32,54	69,93
Lợi nhuận gộp	115,10	115,21	100,23	81,46	+ Đầu tư TC ngắn hạn	-	-	-	-
- Chi phí bán hàng	0,00	0,00	0,00	0,00	+ Các khoản phải thu	34,83	34,91	30,22	22,19
- Chi phí quản lý DN	6,12	6,57	6,06	5,07	+ Hàng tồn kho	6,84	7,19	6,58	5,63
Lợi nhuận thuần HĐKD	108,98	108,64	94,17	76,40	+ Tài sản ngắn hạn khác	0,09	0,09	0,09	0,09
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(26,20)	(23,48)	(23,49)	(22,08)	Tổng tài sản ngắn hạn	50,00	68,33	69,43	97,84
- Lợi nhuận khác	0,01	0,01	0,01	0,01	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	1.079,36	1.082,36	1.084,36	1.099,36
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	108,40	108,63	94,17	76,56	+ Khấu hao lũy kế	(557,24)	(595,89)	(634,35)	(673,40)
- Chi phí lãi vay	25,63	23,48	23,50	22,25	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	522,12	486,47	450,02	425,96
Lợi nhuận trước thuế	82,76	85,15	70,67	54,31	+ Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
- Thuế TNDN	16,55	17,03	14,13	10,86	+ Tài sản dài hạn khác	11,47	11,47	11,47	11,47
- Thuế hoãn lại	0,00	0,00	0,00	0,00	+ Xây dựng cơ bản dở dang	1,28	-	-	-
LNST	66,21	68,12	56,54	43,44	Tổng tài sản dài hạn	728,91	686,65	644,88	615,51
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0,00	0,00	0,00	0,00	Tổng Tài sản	778,91	754,98	714,31	713,35
LNST của cổ đông CT Mẹ	66,21	68,12	56,54	43,44					
EPS (đ)	1.471	1.514	1.256	965	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
EBITDA	151,98	152,60	137,94	120,93	+ Phải trả người bán	0,12	0,19	0,28	0,62
Khấu hao	43,59	43,97	43,77	44,37	+ Vay và nợ ngắn hạn	119,60	127,55	91,43	98,74
Tăng trưởng doanh thu	-19%	3%	-9%	-16%	+ Quý khen thưởng	2,62	2,62	2,62	2,62
Tăng trưởng LN HĐKD	-20%	0%	-13%	-19%	Nợ ngắn hạn	157,39	166,34	128,52	133,61
Tăng trưởng EBIT	-21%	0%	-13%	-19%	+ Vay và nợ dài hạn	61,39	5,39	-	-
Tăng trưởng EPS	-30%	3%	-17%	-23%	+ Phải trả dài hạn khác	-	-	-	-

Chỉ số khả năng sinh lời	2019E	2020F	2021F	2022F	Nợ dài hạn	61,39	5,39	-	-
Tỷ suất lợi nhuận gộp	52,0%	50,7%	48,7%	47,1%	Tổng nợ	218,78	171,73	128,52	133,61
Tỷ suất LNST	29,9%	30,0%	0,0%	0,0%	+ Thặng dư	-	-	-	-
ROE DuPont	12,0%	11,9%	9,7%	7,5%	+ Vốn điều lệ	450,00	450,00	450,00	450,00
ROA DuPont	8,2%	8,9%	7,7%	6,1%	+ LN chưa phân phối	88,61	111,73	114,27	108,21
Tỷ suất EBIT/doanh thu	48,9%	47,8%	45,7%	44,3%	Vốn chủ sở hữu	560,13	583,25	585,79	579,73
LNST/LNTT	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
LNTT / EBIT	76,4%	78,4%	75,0%	70,9%	Tổng cộng nguồn vốn	778,91	754,98	714,31	713,35
Vòng quay tổng tài sản	27,5%	29,6%	28,0%	24,2%					
Đòn bẩy tài chính	146,7%	134,2%	125,7%	122,5%					

Chỉ số hiệu quả vận hành	2019E	2020F	2021F	2022F	Lưu chuyển tiền tệ	2019E	2020F	2021F	2022F
Số ngày phải thu	56,84	55,56	53,00	46,28	Tiền đầu năm	1,78	8,25	26,14	32,54
Số ngày tồn kho	23,46	23,46	22,71	22,48	Lợi nhuận sau thuế	66,21	68,12	56,54	43,44
Số ngày phải trả	0,20	0,30	0,50	1,30	+ Khấu hao	43,59	43,97	43,77	44,37
Thời gian luân chuyển tiền	80,10	78,71	75,22	67,46	+ Điều chỉnh	-	-	-	-
COGS / Hàng tồn kho	15,56	15,56	16,07	16,24	+ Thay đổi vốn lưu động	0,66	0,58	3,59	6,77
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2019E	2020F	2021F	2022F	Tiền từ hoạt động KD	110,46	112,67	103,91	94,58
CS thanh toán hiện hành	0,32	0,41	0,54	0,73	+ Thanh lý tài sản cố định	-	-	-	-
CS thanh toán nhanh	0,27	0,37	0,49	0,69	+ Chi mua sắm TSCĐ	4,23	(1,72)	(2,00)	(15,00)
CS thanh toán tiền mặt	0,05	0,16	0,25	0,52	+ Tăng (giảm) đầu tư	-	-	-	-
Nợ / Tài sản	0,23	0,18	0,13	0,14	+ Các hđ đầu tư khác	-	-	-	-
Nợ / Vốn CSH	0,32	0,23	0,16	0,17	Tiền từ hđ đầu tư	4,23	(1,72)	(2,00)	(15,00)
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,21	0,22	0,16	0,17	+ Cổ tức đã trả	(45,00)	(45,00)	(54,00)	(49,50)
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,11	0,01	0,00	0,00	+ Tăng (giảm) vốn	-	-	-	-
Khả năng TT lãi vay	4,23	4,63	4,01	3,44	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	6,77	7,94	(36,11)	7,30
					+ Thay đổi nợ dài hạn	(70,00)	(56,00)	(5,39)	-
					+ Các hoạt động TC khác	-	-	-	-
					Tiền từ hoạt động TC	(108,23)	(93,06)	(95,51)	(42,20)
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	6,46	17,89	6,40	37,39
					Tiền cuối năm	8,25	26,14	32,54	69,93

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 và chuyên viên tư vấn đầu tư không nắm giữ cổ phiếu ISH 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