

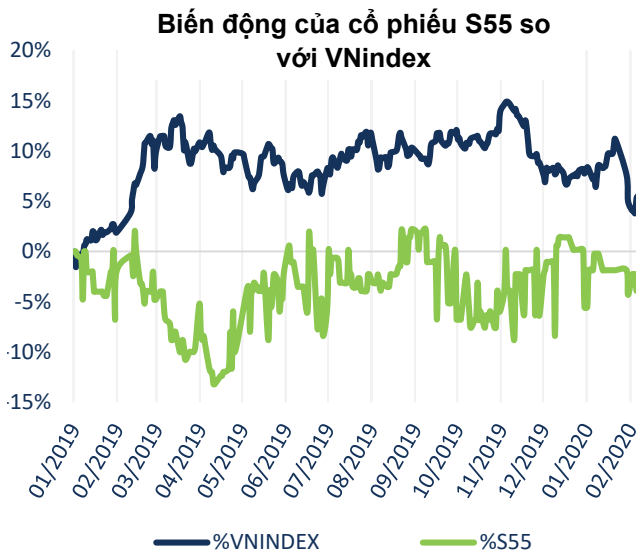
## CÔNG TY CỔ PHẦN SÔNG ĐÀ 505

**Hoàng Đức Hiền**

Trưởng phòng tư vấn đầu tư số 04

Email: hienhd@fpts.com.vn

Điện thoại: (+84 24) - 3773 7070 - 5924

**Giá hiện tại: 23.300**
**Giá mục tiêu : 29.127**
**Tăng/(giảm): +25%**
**Khuyến nghị**
**Mua**


### Triển vọng tăng trưởng đến từ việc gia tăng tổng công suất phát điện.

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu S55 – Công ty cổ phần Sông Đà 505, niêm yết trên sàn HNX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu một cổ phiếu S55 là **29.127 VND/cp** cao hơn **25%** so với mức giá hiện tại. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu S55 cho mục tiêu dài hạn.

Doanh thu trong năm 2019 của S55 đạt 407 tỷ đồng (+6% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 37,4 tỷ đồng (-43,66% yoy), EPS là 3.418 VND/cp tương ứng với mức P/E là 6,82 lần ([chi tiết](#))

#### Thông tin giao dịch ngày 19/02/2020

Giá hiện tại (VND/cp)	23.300
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	26.000
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	21.600
Số lượng CP niêm yết	10.000.000
Số lượng CP đang lưu hành	10.000.000
KLGD bình quân 30 ngày	6.641
Vốn hóa (tỷ đồng)	244
EPS trailing	3.418
P/E trailing	7,79

#### Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty cổ phần Sông Đà 505
Địa chỉ	Xã Ia O – Huyện Ia Grai – Tỉnh Gia Lai

Danh sách cổ đông tại 30/10/2019	Tỉ lệ (%)
Ông Đăng Quang Đạt (CT HĐQT)	15,34%
Cty TNHH Anza	24,67%
Bà Nguyễn Thị Hương	3,88%

#### ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- **Dự án Thủy điện Nậm Bùm 1 với công suất 16MW hoạt động vào quý I/2020** sẽ đóng góp cho S55 khoảng 69 tỷ đồng doanh thu và khoảng 45 tỷ lợi nhuận gộp hàng năm (chiếm khoảng 30% đến 40% lợi nhuận gộp của S55)
- **Dự án Thủy điện Bắc Nà 1 với công suất 2,8 MW đi vào hoạt động từ cuối quý I/2020** sẽ đóng góp cho S55 khoảng 12 tỷ đồng doanh thu và 7 tỷ đồng lợi nhuận gộp.
- Hai dự án Thủy điện này đi vào hoạt động sẽ nâng tổng công suất phát điện của các nhà máy mà S55 sở hữu từ 17 MW lên 35,8 MW.
- **Cổ phiếu đang được định giá thấp so với giá trị hợp lý của doanh nghiệp.**

Bằng cách sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của một cổ phiếu S55 là 29.127 đồng/cp. Chi tiết về định giá doanh nghiệp được trình bày [tại đây](#).

## RỦI RO ĐẦU TƯ

---

- Công ty vay nợ nhiều để tài trợ cho các dự án thủy điện, do vậy sự biến động lãi suất có thể ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Nếu lãi suất tăng 1% thì lợi nhuận trước thuế năm 2020 của doanh nghiệp sẽ giảm khoảng 5,7 tỷ đồng.
- Thanh khoản của cổ phiếu thấp, khối lượng giao dịch trung bình trong 30 ngày chỉ đạt 6.641 cổ phiếu.

## CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

---

**Dự án Nậm Bùm 2** với công suất 25 MW là động lực tăng trưởng cho doanh nghiệp trong tương lai. Với điện lượng trung bình theo thiết kế hàng năm khoảng 85,175 triệu kWh/năm, dự án này sẽ đem lại cho S55 khoảng hơn 100 tỷ doanh thu tương ứng với khoảng 66 tỷ đồng lợi nhuận gộp. Dự án này đang xin UBND tỉnh Lai Châu phê duyệt phương án kỹ thuật xây dựng, chưa có thời gian khởi công cụ thể do đó chúng tôi chưa đưa dự án này vào mô hình định giá doanh nghiệp.

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### Lịch sử hình thành và phát triển

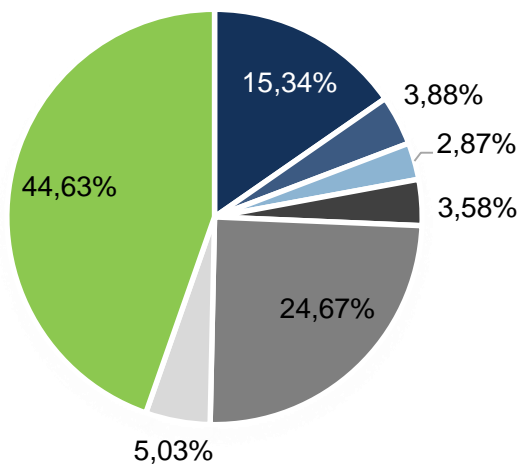
- Năm 2004, Công ty cổ phần Sông Đà 505 thành lập trên cơ sở chuyển đổi từ một bộ phận doanh nghiệp Nhà nước thành Công ty cổ phần và chính thức đi vào hoạt động kể từ ngày 01/09/2004. Công ty được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội ngày 22/12/2006 với mã chứng khoán là S55.

- Năm 2013, Cổ đông nhà nước thoái toàn bộ vốn tại S55 tương đương 32,6% vốn điều lệ.

- Năm 2015, S55 tăng vốn điều lệ từ 24,96 tỷ đồng lên 49,92 tỷ đồng để mua 52,6% cổ phần của Công ty cổ phần Thương mại và Đầu tư toàn cầu DATC đang sở hữu dự án thủy điện Bắc Nà tại tỉnh Lào Cai, chính thức lần sân sang mảng Đầu tư và vận hành các nhà máy thủy điện vừa và nhỏ.

- Năm 2017, S55 tiếp tục tăng vốn lên 100 tỷ đồng để mua 98% cổ phần của Công ty cổ phần EHULA sở hữu 2 dự án thủy điện Nậm Bùm 1 và Nậm Bùm 2 tại tỉnh Lai Châu.

**Hình 1: Cơ cấu cổ đông của S55 (ngày 30/10/2019)**



- Ông Đặng Quang Đạt (CT.HĐQT)
- Bà Nguyễn Thị Hương (vợ Ông Đặng Quang Đạt)
- Ông Đặng Văn Tuyển (TV.HĐQT)
- Ông Vũ Sơn Thủy (Kế toán trưởng; TV.HĐQT)
- Công ty TNHH Anza
- Nguyễn Văn Sơn (PGS.TS giảng viên trường ĐH Thủy lợi, chuyên gia tư vấn thiết kế thủy lợi - thủy điện)
- Khác

*Nguồn: S55, FPTS tổng hợp*

Cổ đông lớn và cổ đông nội bộ chiếm hơn 50% cổ phần của Công ty. Lưu ý: Công ty TNHH Anza được đăng ký địa chỉ tại Số 5 Phùng Chí Kiên, Phường Nghĩa Đô, Quận Cầu Giấy, Hà Nội và đây cũng là địa chỉ nhà riêng của ông Đặng Quang Đạt. Như vậy có thể thấy rằng cổ đông nội bộ chi phối hoàn toàn định hướng và hoạt động của S55.

Ban lãnh đạo của S55 là những người có nhiều năm kinh nghiệm trong lĩnh vực xây dựng thủy điện. Ông Đặng Quang Đạt hoạt động trong lĩnh vực này từ năm 1985 và bắt đầu gắn bó với S55 từ năm 1996, hiện nay ông là Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng giám đốc của S55.

**Bảng 1: Chi tiết các đơn vị trực thuộc và liên kết**

STT	Tên công ty	Lĩnh vực	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu của S55	Doanh thu 2018 (tỷ đồng)	Lợi nhuận sau thuế 2018 (tỷ đồng)
1	CTCP Thủy điện Bắc Nà	Năng lượng	135	52,6%	73,09	19,7
2	CTCP EHULA (đang trong quá trình đầu tư)	Năng lượng	380	98%	-	-
3	CTCP Thủy điện Sông Ông	Năng lượng	74	33,8%	49,05	28,6

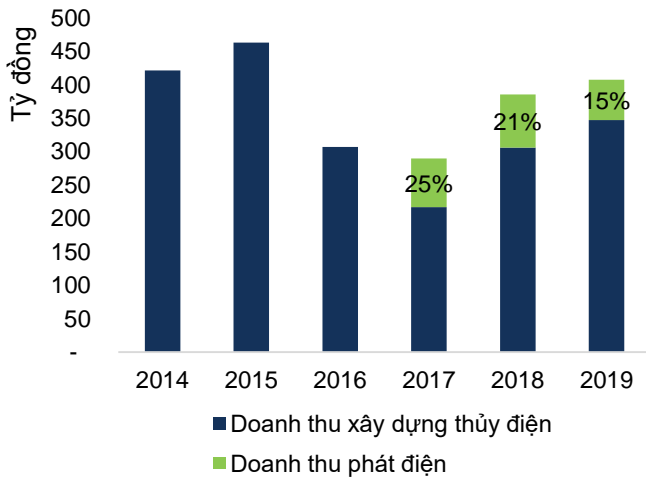
*Nguồn: S55, FPTS tổng hợp*

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

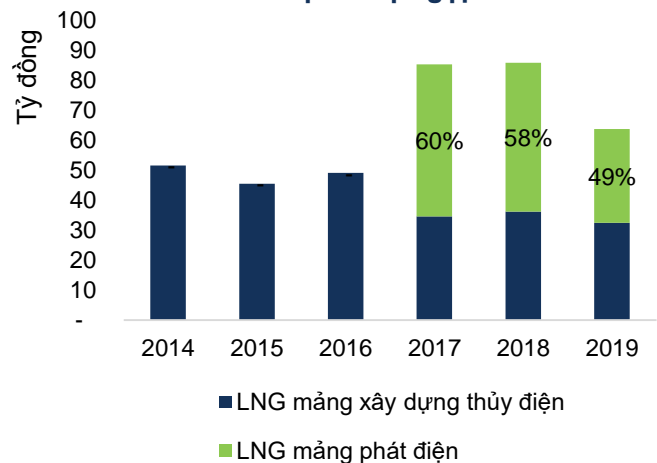
Trước năm 2015, S55 chỉ hoạt động trong một lĩnh vực là xây dựng thủy điện. Ban lãnh đạo S55 nhận thấy mảng xây dựng thủy điện đang có sự suy giảm, bên cạnh đó họ cũng nhận định rằng mảng này sẽ ngày càng khó khăn hơn do tiềm năng thủy điện tại Việt Nam ngày càng ít đi, cạnh tranh trong lĩnh vực này tiếp tục gia tăng. Từ đó, S55 đã mở rộng thêm mảng đầu tư xây dựng và vận hành nhà máy thủy điện nhằm tìm lối ra cho doanh nghiệp trong điều kiện hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực truyền thống ngày càng khó khăn.

Hiện nay S55 có hai mảng hoạt động chính là **xây dựng thủy điện** và **đầu tư xây dựng và vận hành nhà máy thủy điện**.

**Hình 2: Cơ cấu doanh thu của S55**



**Hình 3: Cơ cấu lợi nhuận gộp của S55**



Nguồn: S55, FPTS tổng hợp

Chúng tôi đánh giá việc mở rộng thêm mảng đầu tư xây dựng và vận hành nhà máy thủy điện là hướng đi khả quan của S55, phù hợp với năng lực và kinh nghiệm của doanh nghiệp trong lĩnh vực truyền thống. Từ khi đi vào hoạt động năm 2017, nhà máy Thủy điện Bắc Nà mà S55 đầu tư xây dựng đã đóng góp lớn vào kết quả kinh doanh của S55, dù doanh thu bán điện chỉ chiếm 25% tổng doanh thu nhưng lại đóng góp tới 60% lợi nhuận gộp cho doanh nghiệp.

### 1. Lĩnh vực xây dựng thủy điện

#### 1.1. Tổng quan về lĩnh vực xây dựng thủy điện tại Việt Nam: Nguồn công việc ngày càng hạn chế

- Theo Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia giai đoạn 2011 – 2020 có xét đến năm 2030 đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt (gọi tắt là quy hoạch điện VII điều chỉnh) thì lộ trình phát triển công suất của các nhà máy thủy điện như sau:

Giai đoạn 2016 – 2020: Tổng công suất của các dự án thủy điện đưa vào vận hành là 4.084 MW.

Giai đoạn 2021 – 2025: Tổng công suất của các dự án thủy điện đưa vào vận hành là 2.355 MW.

Giai đoạn 2026 – 2030: Tổng công suất của các dự án thủy điện đưa vào vận hành là 2.052 MW.

Có thể thấy theo Quy hoạch điện VII điều chỉnh thì tổng công suất phát điện từ các dự án thủy điện ngày càng giảm dần, nhu cầu xây dựng thủy điện sẽ ngày càng giảm dần cho đến năm 2030. Do vậy, cạnh tranh trong lĩnh vực xây dựng thủy điện sẽ ngày càng trở nên gay gắt.

- Bên cạnh đó việc “tăng cường quản lý quy hoạch, đầu tư xây dựng thủy điện” và “tăng cường công tác quản lý, bảo vệ và phát triển rừng” của Nhà Nước cũng ảnh hưởng xấu đến nguồn cung công việc của các công ty hoạt động trong lĩnh vực xây dựng thủy điện. Cụ thể:

Nghị quyết số 62/2013/QH23 của Quốc Hội “Về tăng cường công tác quản lý quy hoạch, đầu tư xây dựng, vận hành khai thác công trình thủy điện”, Quốc hội đã yêu cầu Chính Phủ chỉ đạo các bộ, ngành, UBND tỉnh, thành phố có liên quan thực hiện rà soát, đánh giá quy hoạch thủy điện; kiên quyết loại bỏ, dừng các dự án, công trình thủy điện không hiệu quả, không đảm bảo an toàn, có ảnh hưởng xấu tới chế độ dòng chảy, môi trường và đời sống người dân. Theo báo cáo số 488/BC-CP của Chính Phủ về kết quả thực hiện Nghị Quyết này thì từ năm 2013 đến tháng 10/2018 Bộ Công Thương và UBND các tỉnh đã loại khỏi quy hoạch 474 dự án thủy điện và 213 vị trí có tiềm năng xây dựng thủy điện tuy nhiên có ảnh hưởng đến môi trường.

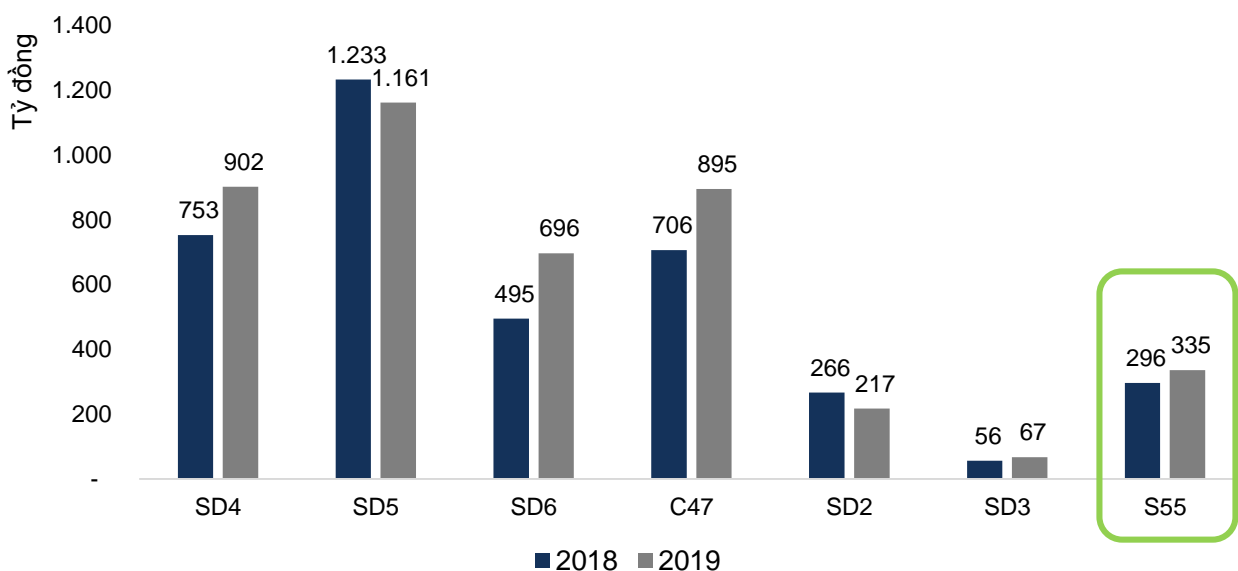
Nghị quyết số 71/NQ-CP của Chính Phủ ban hành “Chương trình hành động của Chính Phủ thực hiện Chỉ thị số 13-CT/TW ngày 12 tháng 01 năm 2017 của Ban Bí thư Trung ương Đảng về tăng cường sự lãnh đạo của Đảng đối với công tác quản lý, bảo vệ và phát triển rừng” nhằm nâng cao ý thức tuân thủ, tôn trọng pháp luật của toàn dân về công tác quản lý, bảo vệ và phát triển rừng; khắc phục những hạn chế, yếu kém trong công tác quản lý, bảo vệ và phát triển rừng. Do việc xây dựng các công trình thủy điện đều có ít nhiều ảnh hưởng đến môi trường rừng nên sau nghị quyết này của Chính Phủ thì việc cấp phép xây dựng các dự án thủy điện mới hết sức hạn chế.

## 1.2. S55 có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực xây dựng thủy điện.

### Vị thế của doanh nghiệp

Dựa trên giá trị doanh thu và năng lực thi công, chúng tôi đánh giá S55 thuộc nhóm công ty xây dựng thủy điện có quy mô nhỏ như SD2, SD3... thường thi công các công trình thủy điện có quy mô nhỏ hoặc làm nhà thầu phụ trong các công trình có quy mô lớn, trọng điểm. Công ty lớn nhất trong lĩnh vực này là Tổng công ty Sông Đà thường tham gia làm tổng thầu các công trình trọng điểm quốc gia, sau đó đến các công ty có quy mô vừa như SD4, SD5, SD6, C47...

**Hình 4: Doanh thu mảng xây lắp của một số công ty cùng lĩnh vực**



Nguồn: Báo cáo tài chính các công ty, FPTS tổng hợp

S55 không có lợi thế về quy mô so với các công ty khác trong cùng lĩnh vực xây dựng thủy điện thủy lợi. Do vậy, để duy trì nguồn công việc trong lĩnh vực này, S55 thường tập trung tham gia đấu thầu tại những công trình thủy điện nhỏ phù hợp với năng lực thi công của công ty với giá bỏ thầu thấp. Bên cạnh đó, S55 vẫn tiếp tục tham gia làm nhà thầu phụ cho các doanh nghiệp khác trong cùng Tổng công ty Sông Đà nhờ có mối quan hệ truyền thống.

**Chuỗi giá trị mảng xây dựng thủy điện của doanh nghiệp:**

**✓ Yếu tố đầu vào**

Các công trình thủy điện mà S55 thi công trải rộng khắp cả nước, do vậy doanh nghiệp thường mua nguyên vật liệu đầu vào từ các nhà cung cấp địa phương.

Nguyên vật liệu đầu vào chiếm khoảng 60% giá thành xây dựng công trình thủy điện của doanh nghiệp. Hầu hết các công trình của S55 thi công đều có thời gian thi công dài nên trong hợp đồng đều có điều khoản bù giá nguyên vật liệu. Cụ thể đến thời điểm quyết toán công trình nếu giá thực tế của nguyên vật đầu biến động lớn hơn 5% so với dự toán thì phần chênh lệch so với dự toán sẽ được cộng thêm hoặc trừ đi vào giá trị hợp đồng. Do vậy sự biến động giá cả nguyên vật liệu đầu vào không có nhiều ảnh hưởng đến kết quả hoạt động của Công ty.

**✓ Năng lực thi công**

**Máy móc thiết bị thi công** chủ yếu của Công ty gồm có: 3 Cần trục có trọng tải nâng từ 25 đến 50 tấn, 1 cần trục tháp có trọng tải nâng 16 tấn; 7 trạm trộn Bê tông công suất 60 m<sup>3</sup>/h; 3 máy bơm bê tông 90 m<sup>3</sup>/h; 15 xe chuyển trộn bê tông công suất 6-9 m<sup>3</sup>/h; 2 máy trộn bê tông tự hành; 1 phòng thí nghiệm, kiểm định chất lượng bê tông và nhiều loại máy móc phục vụ thị công khác. Do đã hoạt động nhiều năm nên nhiều máy móc thiết bị của S55 đã cũ, do vậy hàng năm S55 đầu tư khoảng hơn 10 tỷ đồng cho máy móc thiết bị chủ yếu để duy trì năng lực thi công hiện có.

**Nhân công:** Với đặc thù chung của các công ty xây dựng thủy điện có quy mô trung bình, phần lớn nhân công của S55 là công nhân kỹ thuật và lao động phổ thông. Hiện nay, S55 có khoảng 40 kỹ sư chuyên ngành xây dựng, thủy lợi, xây dựng ngầm, khoan khai thác, cơ khí, chế tạo máy, trắc địa... còn lại là khoảng hơn 400 công nhân kỹ thuật và lao động phổ thông. Do có nhiều lao động phổ thông nên chi phí nhân công của doanh nghiệp sẽ bị ảnh hưởng bởi những thay đổi về quy định lương tối thiểu vùng của Chính Phủ. Năm 2019, lương tối thiểu vùng tăng trung bình 5,2% - theo nghị định số 157/2018/NĐ-CP có hiệu lực từ ngày 01/01/2019.

Nhìn chung năng lực thi công của S55 ở mức thấp so với các công ty khác trong lĩnh vực xây dựng thủy điện. Với năng lực này S55 chỉ có thể đảm bảo xây dựng hoàn thiện được nhà máy thủy điện vừa và nhỏ, hoặc làm nhà thầu phụ trong những công trình thủy điện lớn.

**✓ Đầu ra của hoạt động xây dựng thủy điện phụ thuộc nhiều vào uy tín, năng lực thi công của doanh nghiệp.**

Trước năm 2011, S55 chủ yếu làm nhà thầu phụ cho Tổng công ty Sông Đà và Công ty cổ phần Sông Đà 5. Từ năm 2011 đến nay, nhờ uy tín có được từ khi còn là nhà thầu phụ, S55 đã chủ động tham gia đấu thầu nhiều gói

thầu ngoài Tổng công ty Sông Đà và đã ký kết được các gói thầu của các tổ chức phát triển năng lượng khác như Công ty cổ phần Za Hưng (thuộc Tập đoàn Hà Đô), Công ty cổ phần thủy điện Á Đông v.v...

Trong 15 năm vừa qua, S55 đã tham gia thi công tại 46 công trình thủy điện lớn nhỏ, trong đó nhiều công trình S55 được chủ đầu tư lựa chọn làm tổng thầu xây dựng (thi công toàn bộ phần xây dựng của nhà máy không bao gồm phần thiết bị).

**Bảng 2: Một số công trình thủy điện mà S55 là tổng thầu xây dựng**

STT	Chủ đầu tư	Công trình	Địa điểm xây dựng	Công suất	Thời gian bắt đầu	Thời gian hoàn thành
1	Công ty đầu tư và phát triển Sông Đà	Thủy điện Krông K'mar	Tỉnh Đắk Lắk	<b>12 MW</b>	07/2005	07/2008
2	Công ty cổ phần Za Hưng	Thủy điện Nậm Pông	Tỉnh Nghệ An	<b>30 MW</b>	01/2011	07/2014
3	Công ty cổ phần năng lượng Agrita Nghệ Tĩnh	Thủy điện Chi Khê	Tỉnh Nghệ An	<b>41 MW</b>	08/2013	12/2016
4	Công ty cổ phần thủy điện Á Đông	Thủy điện Đắk Nông 2	Tỉnh Đắk Nông	<b>15,7 MW</b>	03/2014	12/2016
5	Công ty cổ phần thủy điện Bắc Nà	Thủy điện Bắc Nà	Tỉnh Lào Cai	<b>17 MW</b>	04/2014	12/2017
6	Công ty cổ phần Za Hưng	Thủy điện Nhạn Hạc	Tỉnh Nghệ An	<b>59 MW</b>	12/2015	06/2018

*Nguồn: S55, FPT S tổng hợp*

Những công trình thủy điện mà S55 là tổng thầu xây dựng đều hoạt động tốt cho đến hiện nay, chưa có công trình nào phát sinh lỗi ảnh hưởng đến hoạt động phát điện.

### 1.3. Hiện trạng mảng xây dựng thủy điện của S55

S55 đang thi công tại 4 công trình thủy điện với tổng giá trị hợp đồng là 415 tỷ đồng, trong đó hợp đồng có giá trị lớn nhất là Thủy điện Sông Tranh 4 (S55 được chọn làm tổng thầu xây dựng) của Công ty cổ phần thủy điện Sông Tranh 4 cũng thuộc Tập đoàn Hà Đô đối tác trước đây của S55.

Hiện nay các công trình mà S55 thi công vẫn đang đảm bảo tiến độ cam kết với chủ đầu tư, không phát sinh công nợ quá hạn tại những công trình này. Tổng giá trị công việc còn lại tại các dự án mà S55 đang thi công là 70 tỷ đồng (tính đến tháng 2 năm 2020). Hiện nay S55 vẫn chưa ký kết được gói thầu nào mới, như vậy sau khi những dự án này hoàn thành thì S55 sẽ không còn nguồn công việc gói đầu.

**Bảng 3: Các dự án Thủy điện S55 đang tham gia thi công**

STT	Công trình	Công suất	Giá trị hợp đồng	Giá trị công việc còn lại	Hạng mục mà S55 thi công	Dự kiến hoàn thành
2	<b>Thủy điện Chư Pông Krông</b> (Chủ đầu tư: Công ty TNHH MTV Xây lắp Điện Hưng Phúc)	7,5MW	<b>87 tỷ đồng</b>	<b>17 tỷ đồng</b>	Đập dâng, đập tràn, tuyến năng lượng, dẫn dòng thi công và lán trại phụ trợ.	Năm 2020
3	<b>Thủy điện Xe Set 2</b> (Chủ đầu tư Công ty TNHH tự động hóa và giải pháp kỹ thuật Vientiane)	10 MW	<b>50 tỷ đồng</b>	<b>8 tỷ đồng</b>	Đường ống áp lực, Nhà máy, kênh xả.	Năm 2020
4	<b>Thủy điện Khánh Khê</b> (Chủ đầu tư CTCP thủy điện Thác Xăng)	7 MW	<b>40 tỷ đồng</b>	<b>15 tỷ đồng</b>	Đập dâng, đập tràn, dẫn dòng, đường ống áp lực, nhà máy, kênh xả, đường thi công.	Năm 2020
5	<b>Thủy điện Sông Tranh 4</b> (Chủ đầu tư CTCP thủy điện Sông Tranh 4)	48 MW	<b>348 tỷ đồng</b>	<b>30 tỷ đồng</b>	Xây dựng toàn bộ cụm công trình và nhà máy.	Quý 4/2020

*Nguồn: S55, FPTIS tổng hợp*

## 2. Lĩnh vực đầu tư xây dựng và vận hành nhà máy thủy điện.

Từ năm 2015, nhận thấy lĩnh vực xây dựng thủy điện gặp nhiều khó khăn, S55 đã đi tìm kiếm các các nhà máy thủy điện hoạt động ổn định, hiệu quả để mua cổ phần hoặc các dự án thủy điện có tiềm năng để đầu tư xây dựng từ đầu. Với kinh nghiệm nhiều năm trong lĩnh vực xây dựng thủy điện, đã từng tham gia xây dựng những nhà máy thủy điện lên đến vài trăm MW, S55 hoàn toàn có đủ năng lực để xây dựng những nhà máy mà mình đang đầu tư. Theo chia sẻ từ phía ban lãnh đạo doanh nghiệp về định hướng chiến lược, S55 sẽ chỉ đầu tư vào các nhà máy thủy điện nhỏ dưới 30 MW vì các nhà máy này nhận được nhiều ưu đãi từ chính sách:

- **Giá bán điện:** các nhà máy thủy điện nhỏ dưới 30 MW đều được ưu đãi giá bán điện theo “Biểu giá chi phí tránh được” được Bộ công thương công bố hàng năm. Theo Biểu giá chi phí tránh được năm 2020 (QĐ 4036/QĐ-BTC ngày 31/12/2019) thì giá mua điện thấp nhất tại giờ thấp điểm mùa mưa<sup>1</sup> 703 đồng/kWh, cao nhất tại giờ cao điểm mùa khô lên đến 2.658 đồng/kWh (Xem [Bảng 10](#)). Thông thường với các nhà máy thủy điện nhỏ dưới 30 MW nếu tận dụng tốt thời gian phát điện vào giờ cao điểm mùa khô thì giá bán điện trung bình trong năm khoảng 1.100 VND/kWh đến 1.200 VND/kWh. Các nhà máy thủy điện lớn thường có giá bán điện thấp hơn, do các nhà máy này bán điện cho EVN theo giá hợp đồng PPA được tính toán trên tổng chi phí sản xuất điện của nhà máy với tỷ lệ sinh lợi nội tại về tài chính (IRR) không vượt quá 12% (VD: Giá bán điện trung bình năm 2018 của một số nhà máy thủy điện có công suất lớn hơn 30 MW: Thủy điện Cửa Đạt là 847 đồng/kWh; Thủy điện Cần Đơn là 897 đồng/kWh; Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh là 779 đồng/kWh...)

- **Thuế thu nhập doanh nghiệp:** Theo quy định tại Thông tư số 130/2008/TT-BTC ngày 26/12/2008 của Bộ Tài chính thì các dự án thủy điện nhỏ được áp dụng thuế suất 10% trong 15 năm đầu, được miễn thuế 4 năm và giảm 50% số thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp trong 9 năm tiếp theo.

<sup>1</sup> Xem [Phụ lục 01](#)



## 2.1. S55 mua cổ phần của những thủy điện nhỏ, đã hoạt động ổn định.

**Bảng 4: Các nhà máy thủy điện mà S55 đầu tư mua cổ phần**

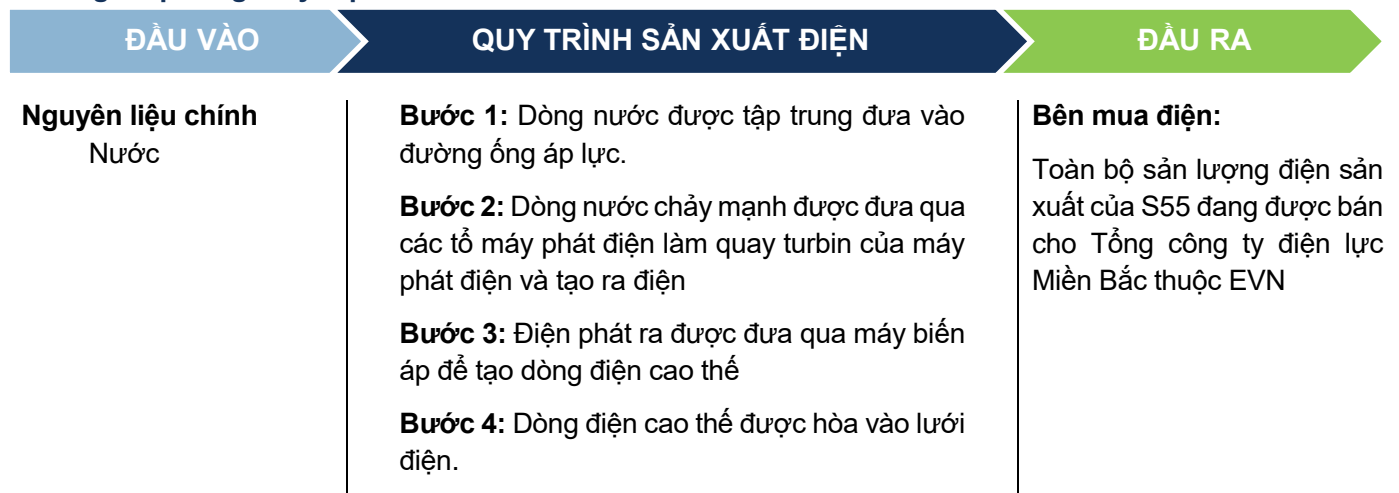
STT	Nhà máy	Tỷ lệ sở hữu	Công suất	Phát điện	Doanh thu (2018)	Lợi nhuận ST (2018)	Vị trí
1	<b>Thủy điện Sông Ông</b> (CTCP Thủy điện Sông Ông)	33,8%	<b>8,1 MW</b>	Năm 2009	42,5 tỷ đồng	18,3 tỷ đồng	Ninh Thuận
2	<b>Thủy điện Krông K'mar</b> (CTCP Đầu tư Anzen)	18,6%	<b>12 MW</b>	Năm 2008	85,5 tỷ đồng	28,3 tỷ đồng	Đắk Lắk

*Nguồn: S55, FPTTS tổng hợp*

Năm 2015, S55 mua 2.498.000 cổ phần của CTCP Thủy điện Sông Ông sở hữu Nhà máy thủy điện Sông Ông. Năm 2016, S55 tiếp tục mua lại 2.000.000 cổ phần của CTCP Đầu tư Anzen sở hữu Nhà máy thủy điện Krông K'mar. Đây đều là những nhà máy mà S55 có tham gia quá trình xây dựng.

## 2.2. Các nhà máy thủy điện S55 đầu tư xây dựng.

### Chuỗi giá trị mảng thủy điện



### 2.2.1. Nhà máy đã đi vào hoạt động

Năm 2015, S55 thực hiện góp vốn vào Công ty thương mại và đầu tư toàn cầu DATC (sở hữu dự án Thủy điện Bắc Nà đã được cấp phép xây dựng) với số tiền 57,8 tỷ đồng để sở hữu 52,6% cổ phần của Công ty này. Sau 2 năm tiến hành xây dựng (S55 làm tổng thầu xây dựng cho dự án), nhà máy Thủy điện Bắc Nà bắt đầu phát điện vào tháng 12/2016. Sau khi nhà máy đi vào hoạt động, đơn vị đầu tư nhà máy là Công ty thương mại và đầu tư toàn cầu DATC được đổi tên thành CTCP Thủy điện Bắc Nà.

**Bảng 5: Thông tin cơ bản nhà máy Thủy điện Bắc Nà**

STT	Đơn vị đầu tư	Tỷ lệ sở hữu	Nhà máy	Công suất	Tổng chi phí đầu tư thực tế	Suất đầu tư	Vị trí	Phát điện
1	CTCP Thủy điện Bắc Nà	52,6%	Thủy điện Bắc Nà	<b>17 MW</b>	463,2 tỷ đồng	<b>27 tỷ đồng/MW</b>	Lào Cai	Tháng 12/2016

*Nguồn: CTCP Thủy điện Bắc Nà, FPTTS tổng hợp*

Nhà máy Thủy điện được đầu tư theo hình thức BOO<sup>2</sup>, các thông số chính của nhà máy như sau:

Cấp điện áp hòa đồng bộ lên lưới: 110 KV

Cột nước tính toán: 279 m

Công suất lắp máy: 2 x 8,5 MW

Sản lượng trung bình theo thiết kế: 67,21 triệu kWh/năm

Nhà máy thủy điện Bắc Nà không có hồ chứa nước do vậy hoạt động của nhà máy phụ thuộc nhiều vào tình hình thời tiết.

**Bảng 6: Tình hình hoạt động của nhà Máy Thủy điện Bắc Nà từ khi đi vào hoạt động**

Năm	Lượng mưa tại khu vực Lào Cai – Lai Châu (Mm)	Sản lượng thực tế (triệu kWh)	Giá bán trung bình năm (đồng)	Doanh thu bán điện (tỷ đồng)
2017	3.179,1	63,752	1.144	72,8
2018	2.895,1	55,252	1.318	72,9
2019		39,5	1.527	60,3

*Nguồn: Tổng cục thống kê, CTCP Thủy điện Bắc Nà, FPTS tổng hợp*

Lượng mưa tại Việt Nam tăng đột biến trong năm 2017 (do hiện tượng thời tiết La Nina<sup>3</sup>) đã giúp cho nhà máy sản xuất điện tốt hơn hẳn so với một năm bình thường như năm 2018.

**Bảng 7: Số giờ chạy bình quân của một số nhà máy thủy điện nhỏ trong cùng khu vực**

Tên nhà máy	Khu vực	Công suất	Số giờ chạy máy bình quân (h/năm)		
			2017	2018	Bình quân
Thủy điện Bắc Nà	Tây Bắc Bộ	17 MW	3.750	3.250	<b>3.500</b>
Thủy điện Nậm Công 3	Tây Bắc Bộ	8 MW	3.838	4.339	<b>4.088</b>
Thủy điện Nậm Công 4	Tây Bắc Bộ	10 MW	3.650	4.092	<b>3.871</b>
Thủy điện Suối Sập 3	Tây Bắc Bộ	14 MW	4.201	3.775	<b>3.988</b>

*Nguồn: FPTS tổng hợp*

Hiệu suất hoạt động của nhà máy Thủy điện Bắc Nà thấp hơn các nhà máy thủy điện nhỏ trong cùng khu vực, sản lượng sản xuất điện thực tế cũng thấp hơn so với sản lượng trung bình theo thiết kế. Nguyên nhân của việc sản xuất điện kém của thủy điện Bắc Nà chủ yếu là do nhà máy mới đi vào hoạt động, đội ngũ vận hành chưa tối ưu hóa hoạt động của nhà máy. Các nhà máy thủy điện mới đi vào hoạt động thông thường cần một khoảng thời gian khoảng 3 đến 4 năm để đội ngũ vận hành quen thuộc với việc vận hành nhà máy sao cho phù hợp với điều kiện thủy văn thực tế, nhờ đó tối đa hóa được hoạt động của nhà máy (VD: nhà máy Thủy điện Suối sập 3 có sản lượng thiết kế là 50,5 triệu kWh đi vào hoạt động năm 2011: sản lượng năm 2013 chỉ đạt 47,3 triệu kWh nhưng đến năm

<sup>2</sup> Hình thức đầu tư BOO được hiểu là hình thức xây dựng – sở hữu – vận hành (Build – Own – Operate), là hình thức mà công ty thực hiện dự án sẽ đứng ra xây dựng các công trình, có quyền sở hữu và vận hành công trình đó.

<sup>3</sup> La Nina (thường gây mưa nhiều) là hiện tượng lớp nước biển bề mặt ở khu vực xích đạo trung tâm và Đông Thái Bình Dương lạnh đi dị thường, kéo dài 8 - 12 tháng, hoặc lâu hơn, thường xuất hiện 3 - 4 năm 1 lần, song cũng có khi dài hơn hoặc thưa hơn. El Nino (thường gây hạn hán) 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, xảy ra với chu kỳ tương tự La Nina

2016 sản lượng đã đạt 49,2 triệu kWh, sản lượng năm 2017 đạt 58,8 triệu kWh, năm 2018 đạt 52,8 triệu kWh). Do vậy chúng tôi cho rằng trong thời gian tới nếu điều kiện thời tiết diễn ra thuận lợi hiệu suất hoạt động của nhà máy Thủy điện Bắc Nà sẽ tốt dần lên, sản lượng sản xuất sẽ tiệm cận được với sản lượng thiết kế.

### Các dự án còn đang trong quá trình xây dựng

S55 tự thiết kế và thi công những nhà máy mà mình đầu tư, các dự án này đều được đầu tư theo hình thức BOO. Công ty có thuê thêm cố vấn là ông PGS.TS Nguyễn Văn Sơn (giảng viên đại học Thủy lợi, chuyên gia tư vấn thiết kế công trình thủy điện thủy lợi) để thẩm định lại các thiết kế của mình.

**Bảng 8: Thông tin cơ bản các dự án thủy điện của S55**

STT	Đơn vị đầu tư	Tỷ lệ sở hữu	Nhà máy	Công suất	Vị trí	Phát điện dự kiến	Tổng mức đầu tư dự kiến (tỷ đồng)	Suất đầu tư dự kiến (tỷ đồng/MW)
1	CTCP Thủy điện Bắc Nà	52,6%	Thủy điện Bắc Nà 1	<b>2,8 MW</b>	Lào Cai	Q4/2019	<b>85,5</b>	<b>31</b>
2	CTCP EHULA	98%	Thủy điện Nậm Bùm 1	<b>16 MW</b>	Lai Châu	Q1/2020	<b>540</b>	<b>34</b>
			Thủy điện Nậm Bùm 2	<b>25 MW</b>	Lai Châu	Năm 2023	-	-

*Nguồn: S55, FPTS tổng hợp*

Suất đầu tư của nhà máy Thủy điện Bắc Nà 1 cao hơn so với nhà máy Thủy điện Bắc Nà chủ yếu là do vật giá tăng lên theo thời gian. Suất đầu tư của Nhà máy Thủy điện Nậm Bùm 1 cao hơn đáng kể so với các nhà máy xây dựng trước của S55 ngoài lý do vật giá tăng theo thời gian, vị trí xây dựng của Nhà máy Nậm Bùm 1 không thuận lợi dẫn đến S55 phải thi công thêm một số hạng mục công trình như đường giao thông, gia cố thêm nền của hầm dẫn nước do địa chất tại khu vực chủ yếu là nền đất... Có thể thấy hiệu quả đầu tư của hai dự án này kém hơn so với nhà máy Thủy điện Bắc Nà.

**Bảng 9: Thông số chính của nhà máy**

Nhà máy	Cấp điện áp hòa đồng bộ lên lưới	Cột nước tính toán	Công suất lắp máy	Sản lượng trung bình thiết kế	Doanh thu dự kiến
Thủy điện Bắc Nà 1	35kV	121,57 m	2 x 1,4 MW	<b>9,17 triệu kWh/năm</b>	12 tỷ đồng
Thủy điện Nậm Bùm 1	110kV	217,17 m	2 x 8 MW	<b>56,85 triệu kWh/năm</b>	69 tỷ đồng
Thủy điện Nậm Bùm 2	110kV	158 m	2 x 12,5 MW	<b>85,175 triệu kWh/năm</b>	100 tỷ đồng

*Nguồn: S55, FPTS tổng hợp*

Những nhà máy thủy điện này của S55 đều không có hồ điều tiết do vậy đều bị ảnh hưởng bởi tình hình thời tiết. Doanh thu dự kiến của các nhà máy này được S55 đưa ra dựa trên cơ sở hoạt động đạt được công suất thiết kế và giá bán điện đạt mức trung bình của một số nhà máy thủy điện nhỏ bán điện theo Biểu giá chi phí tránh được. Chúng tôi cho rằng, trong thời gian đầu hoạt động các nhà máy này chỉ đạt khoảng 80% sản lượng thiết kế do chưa tối ưu hóa được việc vận hành nhà máy.

Tiến độ của các dự án mà S55 đang đầu tư như sau:

- Dự án Thủy điện Bắc Nà 1: Dự án đã đảm bảo các thủ tục pháp lý, đang triển khai xây dựng các hạng mục chính, dự kiến hoàn thành cuối quý I/2020 chậm hơn so với kế hoạch ban đầu 3 tháng. Dự án này bị chậm tiến độ do

cuối năm 2019 có sự cố sạt lở tại khu vực thi công đường ống áp lực nên S55 mất thêm thời gian để khắc phục sự cố.

- Dự án Thủy điện Nậm Bùm 1: Dự án đã đảm bảo đầy đủ các thủ tục pháp lý và thỏa thuận đầu nối với Tổng công ty điện lực Miền Bắc. Hiện nay dự án đang trong giai đoạn triển khai các hạng mục chính, dự kiến hoàn thành và đi vào phát điện cuối quý I/2020.

- Dự án Thủy điện Nậm Bùm 2: Đã được phê duyệt Quy hoạch, đã được UBND tỉnh Lai Châu phê duyệt kế hoạch sử dụng đất, đã nộp báo cáo đánh giá tác động môi trường lên Bộ tài nguyên và môi trường. Hiện nay S55 mới đang triển khai công tác đền bù, giải phóng mặt bằng.

### 2.3 Giá bán điện

Các nhà máy của thủy điện mà S55 đầu tư xây dựng đều có công suất dưới 30 MW nên toàn bộ điện năng sản xuất được bán theo “*Biểu giá chi phí tránh được*” của bộ công thương công bố hàng năm. Theo đó, sản lượng điện thương phẩm của các nhà máy này sẽ được EVN đảm bảo mua toàn bộ, vào giờ cao điểm mùa khô giá bán điện sẽ cao hơn hẳn nhờ được hưởng thêm giá công suất.

**Bảng 10: Biểu giá chi phí tránh được năm 2020** (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: đồng/kWh	Mùa khô			Mùa mưa			Phần điện năng dư
	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	
<b>Giá điện năng</b>							
<b>Miền Bắc</b>	<b>726</b>	<b>726</b>	<b>725</b>	<b>703</b>	<b>704</b>	<b>702</b>	<b>351</b>
Miền Trung	729	729	729	707	708	706	353
Miền Nam	749	749	748	727	727	726	363
<b>Giá công suất (cho cả 3 miền)</b>	<b>1.903</b>						

*Nguồn: Quyết định số 4036/QĐ-BTC ngày 31/12/2019 của Bộ trưởng Bộ Công Thương*

Cụ thể nhà máy Thủy điện Bắc Nà đã ký hợp đồng số 158/EVNNPC-B9 ngày 26/10/2015 với Tổng công ty Điện lực Miền Bắc, theo đó toàn bộ sản lượng điện thương phẩm của nhà máy sẽ bán cho Tổng công ty Điện lực Miền Bắc theo giá bán điện do Cục điều tiết điện lực – Bộ Công Thương công bố hàng năm (Biểu giá chi phí tránh được) với thời gian thực hiện là 20 năm kể từ ngày vận hành thương mại của nhà máy là năm 2017.

**Bảng 11: Giá bán điện trung bình năm của một số nhà máy thủy điện nhỏ trong cùng khu vực**

Tên nhà máy	Khu vực	Công suất	Giá bán điện trung bình năm (Đồng)		
			2017	2018	Bình quân
Thủy điện Bắc Nà	Tây Bắc Bộ	17 MW	1.144	1.318	<b>1.231</b>
Thủy điện Nậm Công 3	Tây Bắc Bộ	8 MW	1.292	1.301	<b>1.297</b>
Thủy điện Nậm công 4	Tây Bắc Bộ	10 MW	1.315	1.335	<b>1.325</b>
Thủy điện Suối sập 3	Tây Bắc Bộ	14 MW	1.271	1.352	<b>1.312</b>
Thủy điện Nậm Sỏi	Tây Bắc Bộ	10 MW	1.336	1.387	<b>1.362</b>

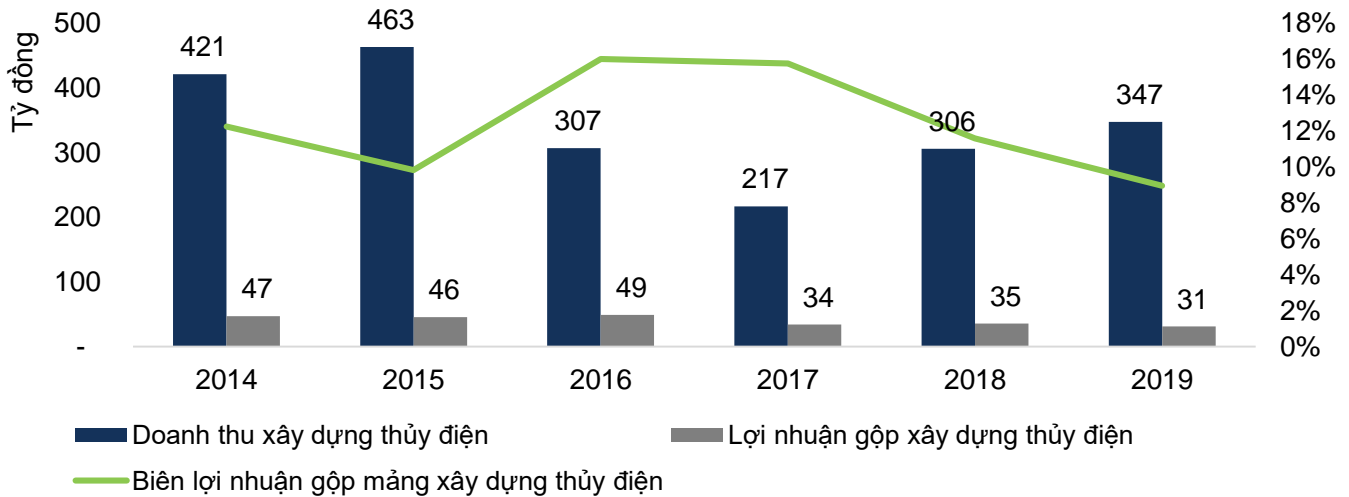
*Nguồn: FPT S tổng hợp*

Giá bán điện bình quân của nhà máy Thủy điện Bắc Nà thấp hơn so với các nhà máy thủy điện nhỏ trong cùng khu vực, chủ yếu do năm 2017 đội ngũ vận hành chưa có kinh nghiệm vận hành thực tế nhà máy này nên không tận dụng được nguồn nước để phát điện tối đa vào giờ cao điểm mùa khô. Chúng tôi cho rằng, hai nhà máy Thủy điện Bắc Nà 1 và Thủy điện Nậm Bùm 1 trong thời gian đầu đi vào hoạt động cũng có giá bán điện thấp hơn so với các nhà máy thủy điện nhỏ cùng khu vực với cùng nguyên nhân như trên.

## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

**1. Doanh thu mảng xây dựng thủy điện có xu hướng phục hồi nhưng vẫn thấp hơn đáng kể so với giai đoạn trước năm 2015.**

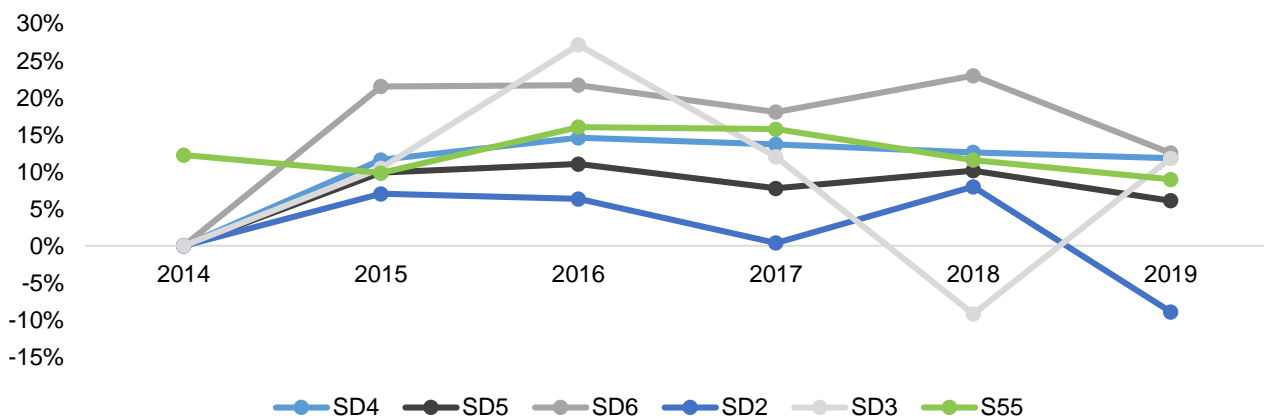
**Hình 5: Doanh thu lợi nhuận gộp mảng xây dựng thủy điện**



Nguồn: S55, FPTS tổng hợp

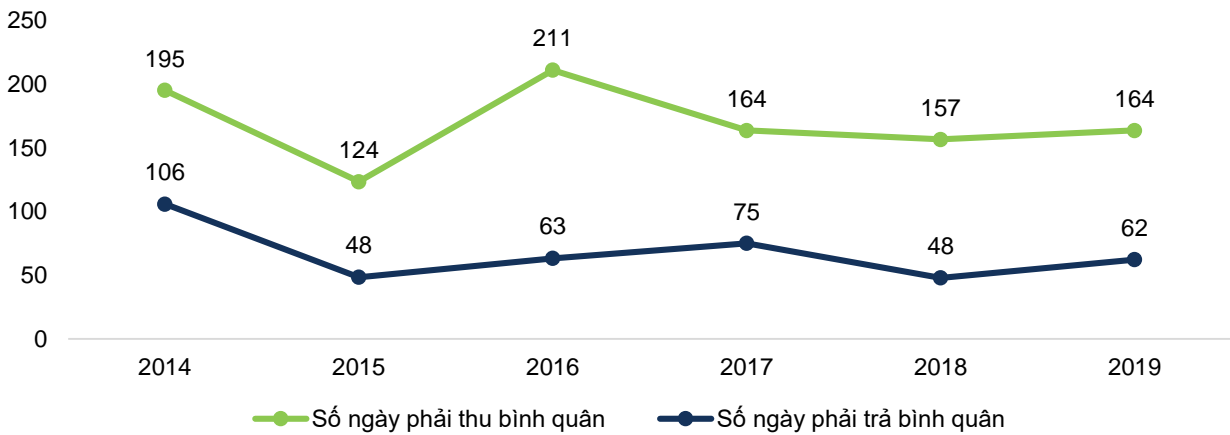
Doanh thu mảng xây dựng thủy điện thời gian gần đây có sự phục hồi chủ yếu là do Công ty đã giảm giá bỏ thầu nhằm giữ chân các khách hàng cũ và thu hút khách hàng mới trong điều kiện nguồn công việc ngày càng ít. Có thể thấy việc giảm giá bỏ thầu làm biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp giảm mạnh trong thời gian gần đây.

**Hình 6: Biên lợi nhuận gộp của một số công ty trong lĩnh vực xây dựng thủy điện**



Nguồn: S55, FPTS tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp của S55 ở mức trung bình so với các công ty trong cùng lĩnh vực, công ty không có lợi thế cạnh tranh trong mảng xây dựng thủy điện.

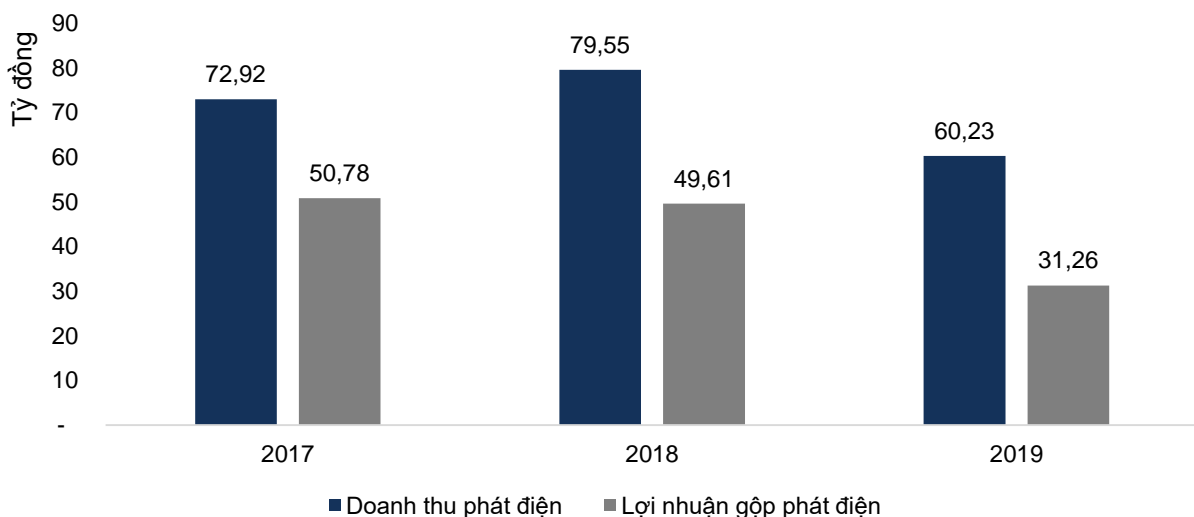
**Hình 7: Chỉ số hoạt động của S55**


Nguồn: S55, FPTS tổng hợp

Thời gian thu hồi công nợ của S55 giữ ổn định trong 3 năm gần đây và thấp hơn so với giai đoạn trước đó chủ yếu là do S55 đã chú trọng hơn trong công tác lựa chọn các chủ đầu tư, chủ thầu có tình hình tài chính lành mạnh, tránh trường hợp phát sinh những khoản nợ khó đòi như trong quá khứ. Khoản phải thu khách hàng đến 30/09/2019 là 204 tỷ đồng chỉ tăng 5% so với đầu năm, trong đó có 67 tỷ đồng là nợ quá hạn trên 3 năm từ các dự án do Tổng công ty Sông Đà làm tổng thầu, nhiều nhất là tại hai dự án thủy điện Xêkaman 3 và Sê San 4, theo chia sẻ của từ phía ban lãnh đạo S55, khoản nợ quá hạn này khó có thể thu hồi do sự thiếu hợp tác từ phía tổng thầu và chủ đầu tư dự án. Khoản nợ quá hạn dưới 1 năm mới phát sinh là 2,88 tỷ đồng từ các dự án: Đại Bình, Chi Khê, Đa Zâng, Đăksrong 1... các dự án này đã hoàn thành tuy nhiên chủ đầu tư chưa thu xếp được vốn để thanh toán cho S55. Tất cả các khoản phải thu quá hạn S55 đã tiến hành trích lập dự phòng đầy đủ.

## 2. Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng vận hành nhà máy thủy điện phụ thuộc lớn vào tình hình thời tiết.

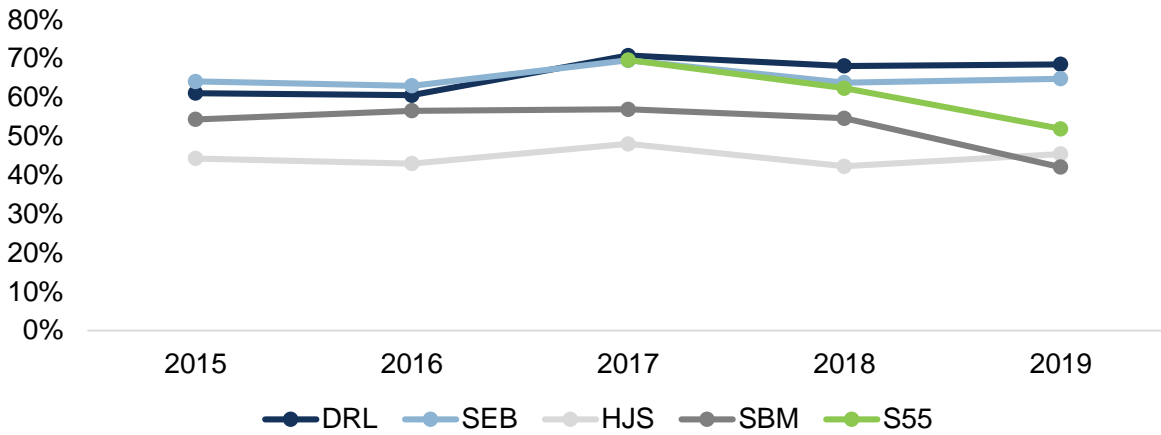
- Do nhà máy thủy điện của S55 không có hồ điều tiết nên hoạt động sản xuất kinh doanh phụ thuộc rất lớn vào tình hình thời tiết. Năm 2019 là năm xuất hiện hiện tượng El Nino gây ít mưa vì vậy doanh thu và lợi nhuận gộp mảng thủy điện của S55 sụt giảm đáng kể so với cùng kỳ năm trước, năm 2019 doanh thu mảng vận hành nhà máy thủy điện của S55 giảm 24% và lợi nhuận gộp giảm 37% so với cùng kỳ.

**Hình 8: Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng vận hành nhà máy thủy điện**


Nguồn: S55, FPTS tổng hợp

- Biên lợi nhuận gộp mảng thủy điện của S55 ở mức trung bình so với các doanh nghiệp thủy điện được so sánh (những doanh nghiệp có doanh thu chủ yếu đến từ các nhà máy thủy điện nhỏ có công suất dưới 30MW, có giá bán điện theo Biểu giá chi phí tránh được).

**Hình 9: Biên lợi nhuận gộp mảng thủy điện của một số doanh nghiệp so sánh**

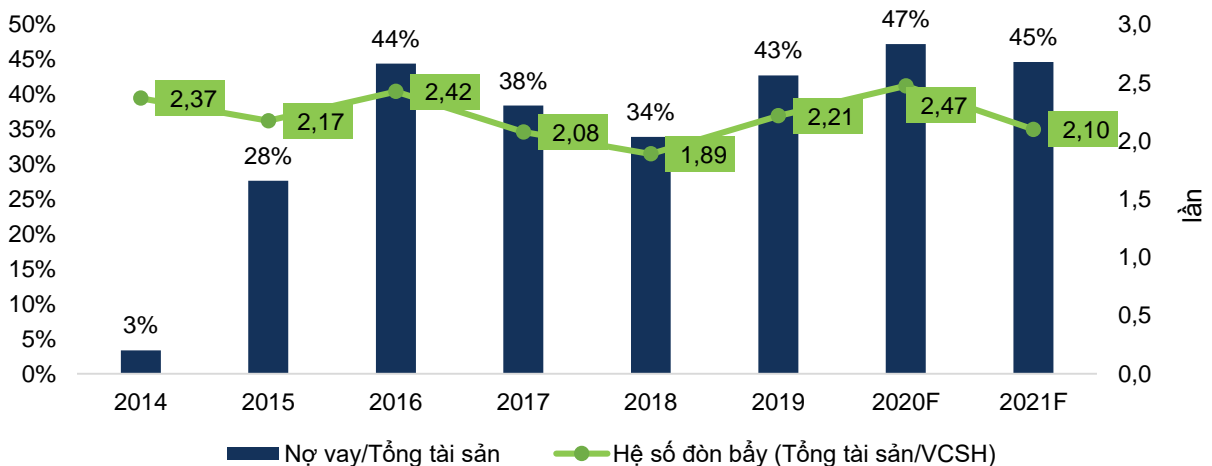


Nguồn: S55, FPTS tổng hợp

- Biên lợi nhuận gộp của S55 giảm mạnh trong thời gian gần đây trong khi mức độ giảm của các doanh nghiệp khác không nhiều, chủ yếu là do nhà máy Thủy điện Bắc Nà của S55 không có hồ chứa nước do đó không thể tích nước để duy trì phát điện tốt trong thời kỳ khí hậu El Nino, trong khi các chi phí như nhân công, khấu hao không thay đổi nhiều.

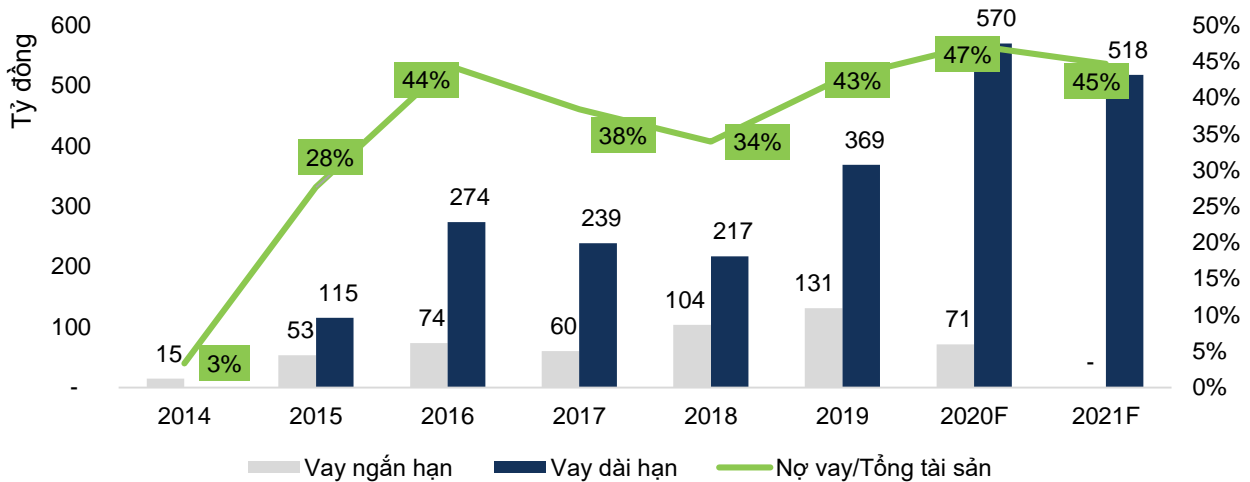
### 3. Cơ cấu nguồn vốn

**Hình 10: Tỷ trọng Nợ vay/Tổng tài sản và hệ số đòn bẩy của S55**



Nguồn: S55, FPTS dự phóng

Từ năm 2015 do nhu cầu đầu tư cho dự án Thủy điện Bắc Nà, tỷ trọng nợ vay/tổng tài sản của S55 tăng vọt từ 3% năm 2014 lên 44% năm 2016, tuy nhiên tỉ lệ này giảm dần do S55 tích cực trả nợ nhờ dòng tiền ổn định từ dự án này khi đi vào hoạt động. Với nhu cầu vốn cho dự án Thủy điện Nậm Bùn 1, chúng tôi dự phóng tỷ trọng nợ vay/tổng tài sản của S55 sẽ tăng từ 43% năm 2019 lên 47% trong năm 2020 và giảm dần sau khi dự án đi vào hoạt động.

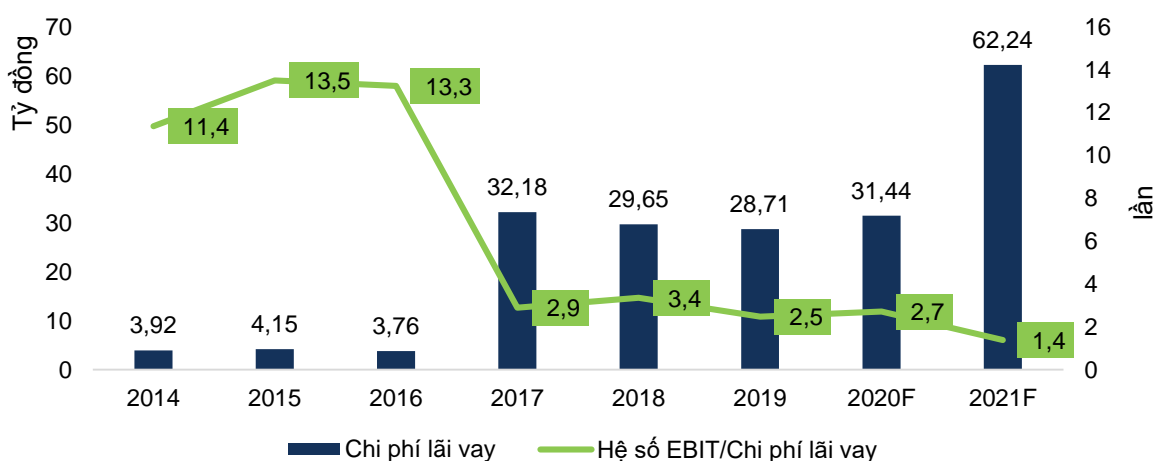
**Hình 11: Cơ cấu nợ của S55**


Nguồn: S55, FPTTS dự phóng

S55 chủ yếu vay nợ dài hạn để tài trợ cho mảng Đầu tư xây dựng thủy điện, nợ vay của S55 tăng mạnh trong 2 năm 2015 và 2016 để tài trợ cho dự án Thủy điện Bắc Nà (hiện nay khoản nợ còn lại của dự án này là 218 tỷ đồng, lãi suất cho vay thả nổi điều chỉnh 3 tháng/lần. Mỗi năm S55 dự kiến trả 22 tỷ đồng gốc vay, như vậy khoản nợ này sẽ được trả hết trong khoảng hơn 10 năm nữa). Từ khi dự án Bắc Nà đi vào hoạt động cuối năm 2016, doanh nghiệp tích cực trả nợ đã giúp giảm tỷ lệ nợ vay, tuy nhiên tỷ lệ này có xu hướng tăng kể từ năm 2019 do S55 tiếp tục vay vốn để đầu tư dự án Nậm Bùm 1 (127 tỷ được giải ngân trong năm 2019, số còn lại khoảng 233 tỷ sẽ được giải ngân trong năm 2020 – khoản này S55 vay tại Ngân Hàng TMCP Công Thương – Chi nhánh Lai Châu thời hạn vay là 12 năm và thời gian ân hạn cả gốc và lãi là 2 năm, lãi suất cho vay thả nổi điều chỉnh 3 tháng 1 lần)

Các khoản vay dài hạn của S55 có lãi suất thả nổi do vậy việc biến động lãi suất ảnh hưởng lớn đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

#### 4. Khả năng thanh toán lãi vay

**Hình 12: Khả năng chi trả lãi vay EBIT/Chi phí lãi vay**


Nguồn: S55, FPTTS dự phóng

Để đánh giá khả năng chi trả lãi vay của S55 chúng tôi sử dụng EBIT – lợi nhuận trước thuế và lãi vay để so sánh với chi phí lãi vay của doanh nghiệp. Hệ số EBIT/chi phí lãi vay của S55 giảm mạnh từ năm 2017 do cuối năm 2016 khoản vay dài hạn để tài trợ cho dự án Bắc Nà không còn được ân hạn, chi phí lãi vay của doanh nghiệp tăng mạnh. Từ năm 2017 khả năng chi trả lãi vay của S55 chỉ còn khoảng 3 lần, tức là với 3 đồng lợi nhuận làm ra doanh nghiệp phải trả lãi 1 đồng, chi phí lãi vay trở thành gánh nặng của doanh nghiệp.



Chúng tôi dự phóng chi phí lãi vay của doanh nghiệp sẽ tiếp tục tăng cao năm 2020 và 2021, khi khoản vay tài trợ cho dự án Nậm Bùm 1 hết thời gian ân hạn. Do đặc thù của hoạt động vận hành nhà máy thủy điện, nguồn lợi nhuận từ hoạt động này tương đối ổn định, chúng tôi đánh giá S55 vẫn có đủ khả năng cân đối dòng tiền để chi trả các khoản lãi vay. Tuy nhiên mảng vận hành nhà máy thủy điện của S55 vẫn có thể gặp phải rủi ro sau:

- Biến động lãi suất sẽ ảnh hưởng nhiều đến kết quả kinh doanh của S55 do các nhà máy thủy điện của S55 bán điện với giá cố định theo Biểu giá chi phí tránh được, do vậy phần tăng giảm chi phí lãi vay không được tính vào giá bán điện.

## TRIỂN VỌNG CÁC LĨNH VỰC KINH DOANH

### 1. Triển vọng mảng xây dựng thủy điện.

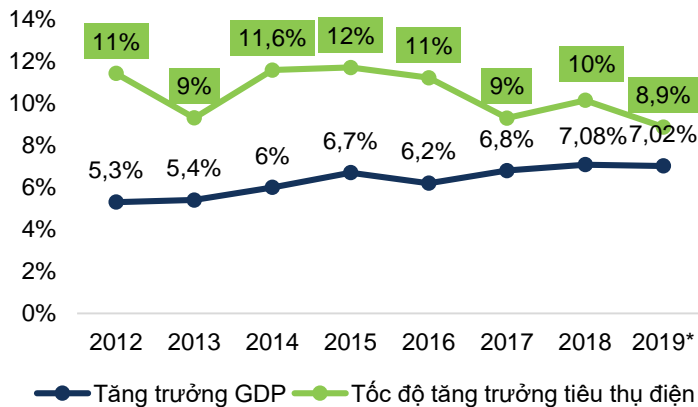
Mảng xây dựng thủy điện của S55 ngày càng khó khăn do các dự án thủy điện trong nước ít dần, nguồn công việc ngày càng khan hiếm dẫn đến cạnh tranh ngày càng cao. Bên cạnh đó năng lực thi công của S55 cũng không có gì nổi trội so với các doanh nghiệp khác trong cùng lĩnh vực. Vì vậy chúng tôi đánh giá triển vọng mảng xây dựng thủy điện của S55 là kém khả quan.

### 2. Triển vọng mảng Đầu tư xây dựng và vận hành nhà máy thủy điện thủy điện.

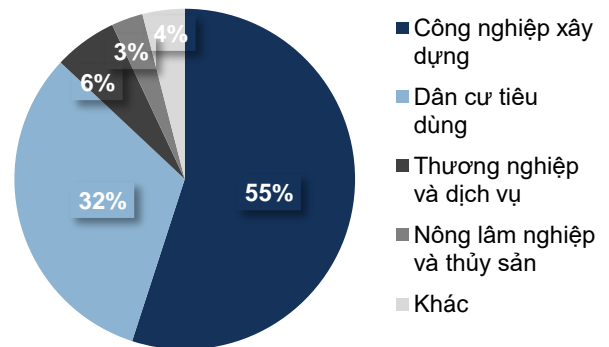
#### 2.1. Triển vọng ngành.

##### 2.1.1. Nhu cầu tiêu thụ điện năng tăng trưởng ổn định

**Hình 13: Tăng trưởng tiêu thụ điện và GDP Việt Nam**



**Hình 14: Cơ cấu tiêu thụ điện 2018**



(\* Số liệu năm 2019 là số liệu ước tính)

Nguồn: EVN, Tổng cục thống kê, FPTTS tổng hợp

Trong những năm qua, tốc độ tăng của sản lượng điện tiêu thụ tại Việt Nam luôn cao hơn tốc độ tăng trưởng GDP từ 3% đến 5%, tốc độ tăng trưởng kép của sản lượng tiêu thụ điện giai đoạn 2011 đến 2018 đạt 10,3%. Điều này là do Việt Nam đang trải qua quá trình công nghiệp hóa từ đó nhu cầu tiêu thụ điện trong lĩnh vực sản xuất công nghiệp xây dựng ngày càng cao. Thêm vào đó, mức thu nhập bình quân đầu người tăng lên cũng thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ điện trong lĩnh vực tiêu dùng. Theo dự báo của Ngân hàng Thế giới, tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam trong thời gian tới sẽ rơi vào khoảng 6,5% một năm. Tương ứng với mức tăng trưởng GDP này, chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ điện dự kiến cũng sẽ tăng khoảng 10%/năm.

##### 2.1.2. Nguồn cung điện năng có thể thiếu hụt trong thời gian tới

Theo Báo cáo số 58/BC-BTC ngày 04/06/2019 của Bộ Công Thương về "Tình hình thực hiện các dự án điện trong quy hoạch điện VII điều chỉnh" thì Việt Nam có thể phải đối mặt với nguy cơ thiếu điện từ năm 2020. Nguyên nhân của nguy cơ này là do tiến độ của các dự án nhiệt điện bị chậm tiến độ như dự án Nhiệt điện Kiên Giang 1 và 2,

dự án nhiệt điện Long Phú 1... Dự kiến tổng công suất các nguồn điện có khả năng vào vận hành trong giai đoạn 2021 – 2030 khoảng 64.867 MW thấp hơn 9.435 MW so với Quy hoạch điện VII điều chỉnh (72.202 MW). Cụ thể tình hình sau rà soát như sau:

**Bảng 12: Dự kiến công suất các nguồn điện hoàn thành giai đoạn 2020-2030**

Năm/giai đoạn	Tổng công suất đưa vào vận hành		Chênh lệch (MW)
	Theo quy hoạch điện VII điều chỉnh	Sau rà soát	
2020	4.571	3.230	-1.341
<b>Giai đoạn 2021-2025</b>	<b>38.010</b>	<b>30.485</b>	<b>-7.525</b>
2021	9.435	4.520	-4.915
2022	10.290	3.890	-6.400
2023	7.185	6.635	-550
2024	5.250	8.170	2.920
2025	5.850	7.270	1.420
<b>Giai đoạn 2025 – 2030</b>	<b>36.192</b>	<b>34.382</b>	<b>-1.810</b>
2026	6.482	7.792	1.310
2027	5.560	6.270	610
2028	7.890	8.340	450
2029	8.950	7.310	-1.640
2030	7.210	4.670	-2.540

*Nguồn: Bộ Công Thương*

Nhu cầu tiêu thụ điện năng tăng trưởng ổn định và hạn chế về nguồn cung là yếu tố hỗ trợ cho các nhà máy điện hiện hữu và cả những nhà máy điện sẽ hoạt động trong thời gian tới.

## 2.2. Triển vọng doanh nghiệp

### 2.2.1. Giá bán điện theo Biểu giá chi phí tránh được có xu hướng tăng hàng năm.

Việc xây dựng “Biểu giá chi phí tránh được” được áp dụng theo Thông tư số 29/2019/TT-BTC ngày 15/11/2019 về “Sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư số 32/2014/TT-BTC ngày 09/10/2014 của Bộ trưởng Bộ Công Thương quy định về trình tự xây dựng, áp dụng biểu giá chi phí tránh được và ban hành Hợp đồng mua bán điện mẫu cho các nhà máy thủy điện nhỏ và bãi bỏ Thông tư số 06/2016/TT-BTC ngày 14/06/2016 Sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư số 32/2014/TT-BTC ngày 09/10/2014 của Bộ trưởng Bộ Công Thương”. Theo “Phụ lục II: Phương pháp tính toán biểu giá chi phí tránh được” của thông tư này thì Biểu giá chi phí tránh được sẽ được tính toán dựa trên 3 yếu tố:

(1) Chi phí điện năng tránh được: chi phí nhiên liệu trung bình tháng (đồng/kWh) của từng nhà máy nhiệt điện có hợp đồng mua bán điện trong hệ thống cho năm lấy số liệu tính toán biểu giá. Giá biến đổi theo nhiên liệu chính được điều chỉnh theo tốc độ tăng tương ứng của chi phí nhiên liệu chính trong năm tính toán.

(2) Tổn thất truyền tải tránh được: được xác định trên cơ sở luồng công suất của đường dây 500kV đi qua ranh giới phân biệt phụ tải giữa 3 miền (Bắc – Trung và Trung – Nam).

(3) Giá công suất tránh được của biểu giá: xác định bằng giá công suất của nhà máy nhiệt điện được thay thế bởi nguồn điện nhỏ năng lượng tái tạo, nhà máy nhiệt điện được thay thế là nhà máy điện tua bin khí chu trình hỗn hợp. Các thông số tính toán chính gồm: chi phí đầu tư năm cơ sở, chi phí đầu tư năm tính toán, hệ số trượt giá cho chi phí đầu tư, chi phí sử dụng vốn bình quân, chi phí vận hành và bảo dưỡng...

Có thể thấy cách tính Biểu giá chi phí tránh được phụ thuộc vào các yếu tố đầu vào của một nhà máy nhiệt điện: chi phí nguyên vật liệu chính, chi phí đầu tư, chi phí bảo dưỡng vận hành... những chi phí này có xu hướng tăng theo lạm phát. Giá bán điện theo Biểu giá chi phí tránh được tăng trung bình 2,5% mỗi năm trong 6 năm qua, lạm phát trong 6 năm qua đạt 3,22% mỗi năm. Chúng tôi cho rằng trong trường hợp lạm phát tiếp tục được giữ ổn định như hiện nay giá bán điện theo biểu giá chi phí tránh được sẽ tiếp tục tăng trung bình khoảng 2,5% trong thời gian tới.

## 2.2.2. Tổng công suất phát điện của các Nhà máy thủy điện thuộc S55 tiếp tục gia tăng

### ✓ Trong ngắn hạn

Nhà máy Thủy điện Bắc Nà 1 có công suất 2,8 MW với điện lượng trung bình 9,17 kWh theo thiết kế dự kiến đi vào hoạt động cuối quý I/2020 sẽ đem lại cho S55 khoảng 12 tỷ đồng doanh thu.

Nhà máy Thủy điện Nậm Bùm 1 có công suất 16 MW với điện lượng trung bình 56,85 triệu kWh theo thiết kế dự kiến đi vào hoạt động quý I/2020 sẽ đóng góp cho S55 khoảng 69 tỷ đồng doanh thu.

Như vậy, trong năm 2020 tổng công suất phát điện của các nhà máy thủy điện thuộc S55 sẽ tăng 2,1 lần từ 17MW lên 35,8 MW.

### ✓ Trong dài hạn

Nhà máy thủy điện Nậm Bùm 2 với công suất 25 MW với điện lượng trung bình theo thiết kế là 85,175 triệu kWh/năm sẽ là động lực tăng trưởng tiếp theo của S55. Tuy nhiên, sau khi dồn vốn đầu tư vào dự án Nậm Bùm 1, S55 sẽ thiếu vốn đối ứng để xây dựng dự án Nậm Bùm 2. Do vậy, ngày 28/08/2019, Công ty đã ra Nghị quyết HĐQT thông qua việc kế hoạch huy động vốn đối ứng để triển khai đầu tư xây dựng dự án Nậm Bùm 2 như sau:

- Thông qua việc nhận vốn góp (tối đa không quá 87,4 tỷ đồng làm giảm tỷ lệ vốn góp của S55 tại EHULA từ 98% xuống 75%) bằng hình thức ủy thác đầu tư của các cá nhân cho S55 để đầu tư vào CTCP EHULA với mệnh giá cổ phần: 10.000 VND/cp. Đến ngày 31/03/2020 hoặc đến khi huy động đủ số tiền trên, S55 sẽ có trách nhiệm làm thủ tục cho người ủy thác trở thành cổ đông chính thức của CTCP EHULA. Đối tượng ưu tiên góp vốn theo thứ tự là Thành viên HĐQT; Ban Kiểm soát, ban giám đốc; Trưởng phòng, phó phòng; CBCNV đang làm việc tại S55 và CTCP EHULA.

Việc gọi vốn đầu tư này sẽ làm giảm quyền lợi của cổ đông S55 tại CTCP EHULA, nhưng lại giúp cho Công ty có thể triển khai sớm hơn dự án Nậm Bùm 2 nhờ đảm bảo được nguồn vốn đối ứng. Dự án này chưa khởi công và cũng chưa có phương án vay vốn, do đó chúng tôi không đưa dự án này vào mô hình định giá.

**2.2.3. Đánh giá kết quả kinh doanh năm 2019 và triển vọng năm 2020.**
**Bảng 13: Kết quả kinh doanh năm 2019**

<i>Đơn vị: triệu đồng</i>	<b>Năm 2019</b>	<b>Năm 2018</b>	<b>%yoy</b>	<b>KH</b>	<b>%TH/KH 2019</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>407.585</b>	<b>385.547</b>	<b>6%</b>	<b>354.401</b>	<b>105%</b>
<i>Xây dựng thủy điện</i>	347.356	305.993	14%		
<i>Phát điện</i>	60.228	79.554	-24%		
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>343.807</b>	<b>300.477</b>	<b>14%</b>		
<i>Xây dựng thủy điện</i>	314.840	270.534	16%		
<i>Phát điện</i>	28.967	29.943	-3%		
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>63.777</b>	<b>85.070</b>	<b>-25%</b>		
<i>Xây dựng thủy điện</i>	32.516	35.459	-8%		
<i>Phát điện</i>	31.261	49.611	-37%		
Chi phí bán hàng	-	-	-		
Chi phí quản lý	16.945	13.998	21%		
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>46.832</b>	<b>71.072</b>	<b>-34%</b>		
Doanh thu tài chính	24.848	29.517	-16%		
Chi phí tài chính	28.686	29.658	-3%		
<i>Chi phí lãi vay</i>	28.705	29.653	-3%		
Lợi nhuận khác	387	3.192	-88%		
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>42.367</b>	<b>69.996</b>	<b>-39%</b>		
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>37.400</b>	<b>66.381</b>	<b>-43,66%</b>	<b>36.865</b>	<b>101%</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ</b>	<b>34.182</b>	<b>55.229</b>	<b>-38,11%</b>		
EPS	3.418	5.523	-38,11%		

*Nguồn: S55, FPT S tổng hợp*

- Doanh thu mảng xây dựng thủy điện của S55 tăng 14% so với cùng kỳ do đầu năm 2019 Công ty đã được chọn làm tổng thầu xây dựng của dự án Thủy điện Sông Tranh 4 với tổng giá trị hợp đồng là 348 tỷ đồng.

- Doanh thu mảng phát điện giảm 24% là do sản lượng điện của Nhà máy thủy điện Bắc Nà giảm, do hiện tượng El Nino yếu bắt đầu từ tháng 10/2018 đến nay khiến cho thời tiết ít mưa, gây ảnh hưởng xấu đến hoạt động phát điện của nhà máy.

- Doanh thu tài chính giảm 16% chủ yếu do cổ tức được nhận từ các nhà máy thủy điện mà S55 đầu tư mua cổ phần giảm, các nhà máy thủy điện này cũng bị ảnh hưởng bởi hiện tượng thời tiết El Nino nên kết quả kinh doanh giảm sút.

**Kết thúc năm 2019, lợi nhuận sau thuế của S55 chỉ đạt 37,4 tỷ đồng (-43,66% yoy) bởi những nguyên nhân chủ yếu sau:**

- Hiện tượng El Nino kéo dài từ cuối năm 2018 đến hết năm 2019 đã ảnh hưởng xấu đến kết quả kinh doanh mảng thủy điện của Công ty. Lợi nhuận từ mảng này sụt giảm nghiêm trọng, đặc biệt Công ty cổ phần Thủy Điện Bắc Nà (S55 nắm giữ 51,2% số cổ phần) có lợi nhuận sau thuế giảm tới 72,4% từ 22,5 tỷ đồng năm 2018 xuống còn 6,2 tỷ đồng năm 2019.

- Tình hình cạnh tranh vẫn tiếp tục gia tăng trong lĩnh vực xây dựng thủy điện, Công ty phải bỏ thầu giá thấp để tăng khả năng cạnh tranh khiến cho lợi nhuận mảng này tiếp tục sụt giảm. Bên cạnh đó thuế thu nhập doanh nghiệp của S55 ở mảng này cũng tăng từ 10% năm 2018 lên 20% năm 2019 do doanh nghiệp đã hết thời gian được ưu đãi thuế.

### **Triển vọng năm 2020**

- Mảng thủy điện: theo trung tâm Quốc gia về dự báo môi trường của Hoa Kỳ (NCEP) thì trong khoảng thời gian tới không có nhiều khả năng sẽ tiếp diễn hiện tượng El Nino, tỷ lệ tiếp diễn hiện tượng El nino chỉ là 27%. Chúng tôi cho rằng hoạt động của Nhà máy Thủy điện Bắc Nà có thể trở lại bình thường trong năm 2020. Hơn nữa, doanh nghiệp sẽ đưa hai nhà máy thủy điện mới đi vào hoạt động trong năm 2020, do vậy kết quả kinh doanh của S55 ở mảng này sẽ có sự tăng trưởng do trong thời gian tới.

- Mảng xây dựng thủy điện: tổng giá trị công việc còn lại của các công trình thủy điện mà S55 tham gia thi công chỉ còn 70 tỷ đồng, cho đến nay doanh nghiệp vẫn chưa ký kết được thêm gói thầu nào mới. Do vậy, kết quả kinh doanh mảng xây dựng thủy điện của S55 trong năm 2020 có thể sẽ sụt giảm mạnh nếu trong khoảng thời gian còn lại của năm doanh nghiệp không thể ký kết được gói thầu nào.

## TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ [\(Quay lại\)](#)

Chúng tôi định giá S55 sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp và dòng tiền tự do chủ sở hữu. Giá trị cổ phiếu S55 theo 2 phương pháp có mức bình quân là **29.127 VNĐ/cp**, cao hơn **25%** so với mức giá đóng cửa ngày 19/02/2020. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu dài hạn.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiếu khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp	30.051	1/2
2	Chiết khấu dòng tiền tự do chủ sở hữu	28.204	1/2
	<b>Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)</b>		<b>29.127</b>

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

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2020	10,43%	Phần bù rủi ro	8,58%
Chi phí sử dụng nợ 2020 (Kd)	5,9%	Hệ số Beta 2019	0,78
CP sử dụng vốn 2019	17,32%	CAGR LNST 2020-2034	8,07%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	3,15%	Tăng trưởng dài hạn	1%
		Thời gian dự phóng	14 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 (VNĐ)	780.555.468.079
(+) Tiền mặt (VNĐ)	1.477.973.619
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (VNĐ)	499.991.652.482
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu (VNĐ)</b>	<b>282.041.789.216</b>
Số cổ phiếu lưu hành	10.000.000
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>	<b>28.204</b>
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)</b>	<b>300.507.382.034</b>
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>	<b>30.051</b>

**Giá mục tiêu: 29.127 VNĐ/cp**

## TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

*Đơn vị: tỷ đồng*

HĐKD	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	408	202	149	160
- Giá vốn hàng bán	344	116	58	62
Lợi nhuận gộp	64	86	91	98
- Chi phí bán hàng	-	-	-	-
- Chi phí quản lý DN	17	8	6	7
Lợi nhuận thuần HĐKD	47	77	85	91
- (Lỗ)/lãi HĐTC	-4	-29	-53	-51
- Lợi nhuận khác	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	43	48	32	41
- Chi phí lãi vay	29	31	57	52
Lợi nhuận trước thuế	42	48	32	41
- Thuế TNDN	8	7	5	2
- Thuế hoãn lại	-	-	-	-
LNST	37	41	27	39
- Lợi ích cổ đông thiểu số	3	7	7	7
LNST của cổ đông CT Mẹ	34	34	20	31
EPS (đ)	3.418	3.411	2.031	3.117
Tăng trưởng doanh thu	6%	-50,4%	-26%	7%
Tăng trưởng LN HĐKD	-34%	65%	10%	7%
Tăng trưởng EBIT	-41%	11%	-34%	27%
Tăng trưởng EPS	-38%	0%	-40%	53%

Lưu chuyển tiền tệ	2019	2020F	2021F	2022F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>14</b>	<b>11</b>	<b>60</b>	<b>98</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>42</b>	<b>34</b>	<b>20</b>	<b>31</b>
+ Khấu hao	24	35	47	47
+ Điều chỉnh	-30	164	10	7
+ Thay đổi vốn lưu động	13	75	23	-78
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>53</b>	<b>308</b>	<b>100</b>	<b>7</b>
+ Thanh lý tài sản cố định	-	-	-	-
+ Chi mua sắm TSCĐ	-252	-304	-	-
+ Tăng (giảm) đầu tư	3	-	-	-
+ Các hđ đầu tư khác	25	-	-	-
<b>Tiền từ hđ đầu tư</b>	<b>-224</b>	<b>-304</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
+ Cổ tức đã trả	-14	-25	-10	-20
+ Tăng (giảm) vốn	4	-	-	-
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	-131	-	-
+ Thay đổi nợ dài hạn	-	201	-52	-52
+ Các hoạt động TC khác	-	-	-	-
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>169</b>	<b>45</b>	<b>-62</b>	<b>-72</b>
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-2	48	38	-65
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>11</b>	<b>60</b>	<b>98</b>	<b>33</b>

CĐKT	2019	2020F	2021F	2022F
<b>Tài sản</b>				
+ Tiền và tương đương	11	60	98	33
+ Đầu tư TC ngắn hạn	145	-	-	-
+ Các khoản phải thu	183	81	46	128
+ Hàng tồn kho	25	14	7	7
+ Tài sản ngắn hạn khác	26	14	10	11
Tổng tài sản ngắn hạn	390	168	162	179
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	487	1086	1086	1086
+ Khấu hao lũy kế	-117	-152	-199	-246
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	370	934	887	840
+ Đầu tư tài chính dài hạn	66	66	66	66
+ Tài sản dài hạn khác	25	25	25	25
+ Xây dựng cơ bản dở dang	320	25	25	25
Tổng tài sản dài hạn	780	1049	1002	955
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>1170</b>	<b>1217</b>	<b>1164</b>	<b>1135</b>

Nợ & Vốn chủ sở hữu	2019	2020F	2021F	2022F
+ Phải trả người bán	59	27	20	21
+ Vay và nợ ngắn hạn	131	-	-	-
+ Quỹ khen thưởng	3	3	3	3
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>273</b>	<b>104</b>	<b>85</b>	<b>89</b>
+ Vay và nợ dài hạn	369	570	518	466
+ Phải trả dài hạn khác	-	-	-	-
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>369</b>	<b>570</b>	<b>518</b>	<b>466</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>642</b>	<b>673</b>	<b>603</b>	<b>554</b>
+ Thặng dư	63	104	63	63
+ Vốn điều lệ	100	100	100	100
+ LN chưa phân phối	53	62	72	83
Vốn chủ sở hữu	439	449	459	470
Lợi ích cổ đông thiểu số	89	96	103	110
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>1170</b>	<b>1217</b>	<b>1164</b>	<b>1135</b>

Chỉ số khả năng sinh lời	2019	2020F	2021F	2022F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15,6%	42,4%	61,3%	61,3%
Tỷ suất LNST	9,2%	20,3%	18,3%	0,0%
ROE DuPont	6,6%	6,4%	3,7%	5,5%
ROA DuPont	3,2%	2,9%	1,7%	2,7%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	10,6%	23,9%	21,5%	25,5%
LNST/LNTT	80,7%	70,7%	63,3%	76,6%
LNTT / EBIT	97,7%	100,0%	100,0%	100,0%
Vòng quay tổng tài sản	38,5%	16,9%	12,5%	13,9%
Đòn bẩy tài chính	205,6%	222,6%	215,3%	201,3%

## Phụ lục 01

Theo thông tư số **32/2014/TT-BCT** ngày **09/01/2014** “Quy định về trình tự xây dựng áp dụng Biểu giá chi phí tránh được và ban hành Hợp đồng mua bán điện mẫu cho các nhà máy thủy điện nhỏ” quy định:

- **Mùa khô** được tính từ ngày 01 tháng 11 đến ngày 30 tháng 6 năm sau.
- **Mùa mưa** được tính từ ngày 01 tháng 7 đến ngày 31 tháng 10.
- **Giờ bình thường:** khoảng thời gian sử dụng điện trong ngày theo quy định trong văn bản hướng dẫn áp dụng biểu giá bán lẻ điện hiện hành.
- **Giờ cao điểm:** khoảng thời gian sử dụng điện trong ngày theo quy định trong văn bản hướng dẫn áp dụng biểu giá bán lẻ điện hiện hành.
- **Giờ thấp điểm:** khoảng thời gian sử dụng điện trong ngày theo quy định trong văn bản hướng dẫn áp dụng biểu giá bán lẻ điện hiện hành.

Theo Thông tư số **16/2014/TT-BCT** ngày 25/05/2014 “QUY ĐỊNH VỀ THỰC HIỆN GIÁ BÁN ĐIỆN” tại “**Điều 5. Giá bán điện theo thời gian sử dụng trong ngày**” quy định:

**Giờ bình thường:** Gồm các ngày từ thứ Hai đến thứ Bảy

- + Từ 04h00 đến 09h30 (5 giờ và 30 phút);
- + Từ 11h30 đến 17h00 (5 giờ và 30 phút);
- + Từ 20h00 đến 22h00 (2 giờ).
- Ngày Chủ nhật Từ 04h00 đến 22h00 (18 giờ).

**Giờ cao điểm:** Gồm các ngày từ thứ Hai đến thứ Bảy

- + Từ 09h30 đến 11h30 (2 giờ);
- + Từ 17h00 đến 20h00 (3 giờ).

- Ngày Chủ nhật: không có giờ cao điểm.

**Giờ thấp điểm:** Tất cả các ngày trong tuần: từ 22h00 đến 04h00 sáng ngày hôm sau (6 giờ).



**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 của 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 538 cổ phiếu S55, chuyên viên tư vấn đầu tư không nắm giữ cổ phiếu S55 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