

CÔNG TY CỔ PHẦN THỦY ĐIỆN VĨNH SƠN – SÔNG HÌNH

YẾU TỐ CƠ BẢN TỐT – TĂNG TRƯỞNG ỔN ĐỊNH

Báo cáo cập nhật Q2/2012

05/07/2012

NHỮNG NÉT CHÍNH VỀ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH TRONG QUÝ 2

Dự báo kết quả kinh doanh Q2/2012. Chúng tôi ước tính trong Q2/2012, VSH có thể đạt 94 tỷ đồng doanh thu và 58 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, giảm 34% và 37% so với cùng kỳ 2011 do giá bán điện được tạm thời hạch toán ở mức thấp.

- ❑ **Giá bán điện.** Hiện tại VSH và EVN vẫn chưa thống nhất được về giá bán điện. Trong Q1/2012, VSH đã phải tạm thời hạch toán giá bán điện khá thấp, chỉ bằng 62,3% so với năm 2009, tương đương với 351 đồng/kwh. Chúng tôi cho rằng, trong Q2/2012, VSH sẽ vẫn sử dụng mức giá này để hạch toán kết quả kinh doanh do chưa hoàn tất đàm phán với EVN.
- ❑ **Sản lượng điện.** Điều kiện thời tiết năm 2012 khá thuận lợi khiến mực nước ở các hồ của VSH (Vĩnh Sơn A, B, C và Sông Hình) đều ở mức cao. Trong Q1/2012, sản lượng điện của VSH đã đạt 286,84 triệu kwh, tăng 16% so với cùng kỳ năm 2011. Trong Q2/2012, VSH sản xuất khoảng 268 triệu kwh, đưa tổng sản lượng điện sản xuất 6 tháng đầu năm lên mức 555 triệu kwh, tăng khoảng 6% so với cùng kỳ 2011.

Triển vọng 2012. BVSC cho rằng năm 2012 doanh thu và lợi nhuận của VSH có thể tăng nhẹ khoảng 10% so với 2011 do chi phí tài chính giảm và giá bán điện có thể tăng khoảng 10%. Ước tính VSH có thể đạt 503 tỷ đồng doanh thu và 363 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong năm 2012.

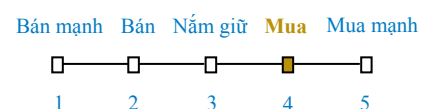
Khuyến nghị đầu tư. VSH có hoạt động sản xuất kinh doanh khá ổn định và có tiềm năng tăng trưởng tốt nhờ dự án thủy điện Thượng Kon Tum sẽ đi vào hoạt động từ năm 2014. Mức giá hợp lý của cổ phiếu VSH theo mô hình của chúng tôi khoảng 13.700 VND/cổ phần (mức định giá chưa xét tới hiệu quả từ dự án Thượng Kon Tum), cao hơn khoảng 30% so với giá giao dịch hiện tại, do đó chúng tôi vẫn giữ nguyên khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu của VSH.

Một số chỉ tiêu dự báo của VSH

Chỉ số tài chính	2010	2011	2012F	Q2/2011	Q2/2012F
Doanh thu (triệu VND)	424.508	459.415	502.538	141.805	94.050
EBITDA (triệu VND)	462.143	478.253	505.538	95.054	94.807
EBIT (triệu VND)	326.606	361.265	405.538	65.807	65.807
Lợi nhuận sau thuế (triệu VND)	302.413	329.036	362.996	93.413	58.745
EPS (VND)	1.466	1.595	1.760	453	285
P/E (x)	7,16	6,58	5,97	23,18	36,86
P/B (x)	0,92	0,85	0,83	0,82	0,83
ROA (%)	9,98	9,83	10,77	2,79	1,74
ROE (%)	12,43	14,03	14,30	3,99	2,32

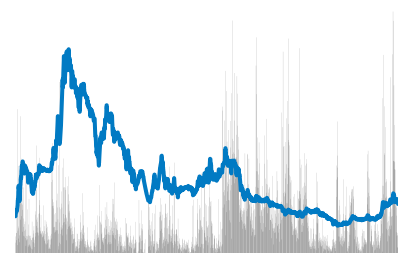
KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Giá kỳ vọng *	13.700 VND
Giá thị trường (05/07/2012)	10.500 VND
Khoảng giá 52 tuần	6.810-14.000 VND
Khuyến nghị	MUA MẠNH
Triển vọng 1 quý	■ Đi ngang
Triển vọng 1 năm	■ Đi ngang
Triển vọng dài hạn	▲ Tích cực



* Xác định dựa trên quan điểm đầu tư dài hạn

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VSH	+54%	-10%	-10%	+28%
VN-Index	-4%	-2%	-7%	+21%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Mã cổ phiếu	VSH
Reuters	VSH.HM
Bloomberg	VSH.VM
Sàn giao dịch	HOSE
Ngành	Tiện ích công cộng
Lĩnh vực	Thủy điện
Vốn hóa	2.124 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	202.241.246 CP
KLGD bình quân 10 ngày	505.040CP

Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang

(84 4) 3928 8080 ext 512

chethimaitrang@baoviet.com.vn

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	54,55%
Sở hữu nước ngoài	25,45%
Sở hữu khác	20%

THÔNG TIN CỔ TỨC

Cổ tức năm gần nhất	10%
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	9,5%

SẢN LƯỢNG ĐIỆN

2011	903,23
2010	842,13
2009	926,91
2009	853,24

Đơn vị: triệu kwh

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh

Đơn vị (triệu VND)	2009	2010	2011	2012F	2013F
Doanh thu	517.563	424.508	459.415	502.538	504.341
Giá vốn	184.901	183.823	185.734	157.600	134.393
Lợi nhuận gộp	332.663	240.685	273.681	344.938	369.948
Doanh thu tài chính	82.105	109.962	138.204	76.426	73.371
Chi phí tài chính	19.280	16.304	36.386	4.512	6.541
Lợi nhuận sau thuế	373.138	302.413	329.036	362.996	382.933

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (triệu VND)	2009	2010	2011	2012F	2013F
Tiền & khoản tương đương tiền	196.281	677.418	482.797	168.951	498.152
Các khoản phải thu ngắn hạn	156.617	388.372	603.245	336.764	337.972
Hàng tồn kho	20.526	42.157	25.421	31.305	32.887
Tài sản cố định hữu hình	1.279.345	1.141.563	1.060.822	958.507	888.749
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	13.538	11.721	12.942	10.419	10.419
Tổng tài sản	2.580.950	3.028.831	3.345.733	3.344.421	3.273.180
Nợ ngắn hạn	30.918	183.722	522.020	272.844	273.823
Nợ dài hạn	249.067	334.834	257.844	291.708	160.981
Vốn chủ sở hữu	2.261.116	2.427.912	2.343.098	2.536.572	2.594.012
Tổng nguồn vốn	2.580.950	3.028.831	3.345.733	3.344.421	3.273.180

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012F	2013F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	7,01	-17,9	8,22	9,39	0,36
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	0,59	-18,9	8,80	10,32	5,49
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	64,27	56,70	59,57	68,64	73,35
Lợi nhuận thuần biên (%)	72,10	71,24	71,62	72,23	75,93
ROA (%)	14,46	9,98	9,83	10,77	15,56
ROE (%)	16,48	12,43	14,03	14,30	14,75
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	12,26	19,68	29,91	23,91	27,52
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	13,99	24,55	42,71	31,77	26,11
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	1.809	1.466	1.595	1.760	1.857
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	11.772	11.361	12.299	12.578	12.835

Báo cáo tài chính dựa trên chuẩn mực kế toán Việt Nam

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH Q2/2012

Chúng tôi ước tính trong Q2/2012, VSH có thể đạt 94 tỷ đồng doanh thu và 58 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, giảm 34% và 37% so với cùng kỳ 2011 do giá bán điện được tạm thời hạch toán ở mức thấp.

Sản lượng điện. Điều kiện thời tiết năm 2012 khá thuận lợi khiến mực nước ở các hồ của VSH (Vĩnh Sơn A, B, C và Sông Hinh) đều ở mức cao. Trong Q1/2012, sản lượng điện của VSH đã đạt 286,84 triệu kwh, tăng 16% so với cùng kỳ năm 2011. Trong Q2/2012, VSH sản xuất khoảng 268 triệu kwh, đưa tổng sản lượng điện sản xuất 6 tháng đầu năm lên mức 555 triệu kwh, tăng khoảng 6% so với cùng kỳ 2011.

Giá bán điện. Hiện tại VSH và EVN vẫn chưa thống nhất được về giá bán điện. Trong Q1/2012, VSH đã phải tạm thời hạch toán giá bán điện khá thấp, chỉ bằng 62,3% so với năm 2009, tương đương với 351 đồng/kwh. Chúng tôi cho rằng, trong Q2/2012, VSH sẽ vẫn sử dụng mức giá này để hạch toán kết quả kinh doanh do chưa hoàn tất đàm phán với EVN.

Thị trường phát điện cạnh tranh. Từ mùng 1/7, thị trường phát điện cạnh tranh sẽ chính thức hoạt động, theo đó các nhà máy phát điện sẽ chủ động chào bán điện trên thị trường và công ty mua bán điện thuộc EVN sẽ mua trên cơ sở giá chào bán tốt nhất. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng điều này sẽ không ảnh hưởng nhiều tới hoạt động sản xuất kinh doanh của VSH do chỉ khoảng 5% - 10% sản lượng điện của nhà máy được thực hiện chào giá trên thị trường và 90% - 95% sản lượng vẫn được bán cho EVN với mức giá thỏa thuận.

Ước tính kết quả kinh doanh Q2/2012 của VSH						
Chỉ tiêu	Q2/2011	Q2/2012E	% thay đổi	Lũy kế 2011	Lũy kế 2012E	% thay đổi
- Doanh thu (triệu đồng)	141.805	94.050	-34%	269.806	193.546	-28%
- Sản lượng (triệu kwh)	276,18	267,95	-3%	523,28	554,79	6%
- LNST (triệu đồng)	93.413	58.745	-37%	206.565	124.478	-40%

Nguồn: VSH, BVSC ước tính

TRIỂN VỌNG NĂM 2012

BVSC cho rằng năm 2012 doanh thu và lợi nhuận của VSH có thể tăng nhẹ khoảng 10% so với 2011 do chi phí tài chính giảm và giá bán điện có thể tăng khoảng 10%. Ước tính VSH có thể đạt 503 tỷ đồng doanh thu và 363 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong năm 2012.

Dự báo KQKD 2011-2012 (ĐVT: triệu đồng)				
Chỉ tiêu	2011	2012	%	Cơ sở dự báo
Doanh thu	459	503	9%	<p>Sản lượng điện. Mặc dù sản lượng điện 6 tháng đầu năm tăng cao hơn so với năm 2011 tuy nhiên sản lượng điện 6 tháng cuối năm của VSH phụ thuộc điều kiện thời tiết do đó chúng tôi giả định thận trọng sản lượng điện của VSH trong năm 2012 sẽ tương đương 2011, khoảng 900 triệu kwh điện.</p> <p>Giá bán. Mặc dù giá điện hạch toán tạm thời ở mức khá thấp tuy nhiên, chúng tôi được biết theo ý kiến của Bộ công thương, giá bán điện mới của VSH sau khi đàm phán sẽ phải bằng hoặc cao hơn so với mức giá năm 2009. Tuy nhiên, trên cơ sở thận trọng chúng tôi giả định giá bán điện trung bình năm 2012 sẽ tương đương với mức giá năm 2009 và cao hơn 2011 khoảng 10%.</p>
Giá vốn	186	158	-15%	Chi phí khấu hao chiếm khoảng 60% - 70% giá thành sản xuất của VSH. Trong năm 2012, chi phí khấu hao của VSH sẽ giảm khoảng 15 tỷ đồng, vào khoảng 100 tỷ khi một số máy móc

thiết bị đã hết khấu hao.

Lợi nhuận gộp 274 345 26%

Doanh thu tài chính 138 76 -45% Lãi suất tiền gửi được giả định trung bình 9% trong năm 2012. Đồng thời khoản dư tiền mặt giảm do nhu cầu đầu tư nhà máy thủy điện Thượng Kon Tum tăng lên khiến doanh thu tài chính giảm.

Chi phí tài chính 36 5 -88% Chi phí tài chính giảm mạnh do tỷ giá VND/USD được dự báo sẽ ổn định trong 6 tháng cuối năm 2012, theo đó chi phí tài chính năm 2012 chủ yếu là chi phí lãi vay và không chịu chi phí lỗ tỷ giá cao như năm 2011.

Lợi nhuận sau thuế 329 363 10% Thuế TNDN năm 2012 tương đương với 2011 (5%).






KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

*VSH có hoạt động sản xuất kinh doanh khá ổn định và có tiềm năng tăng trưởng tốt nhờ dự án thủy điện Thượng Kon Tum sẽ đi vào hoạt động từ năm 2014. Mức giá hợp lý của cổ phiếu VSH theo mô hình của chúng tôi khoảng **13.700 VND/cổ phần** (mức định giá chưa xét tới hiệu quả từ dự án Thượng Kon Tum), cao hơn khoảng 30% so với giá giao dịch hiện tại, do đó chúng tôi vẫn giữ nguyên khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu của VSH.*

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh dựa trên nhiều chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

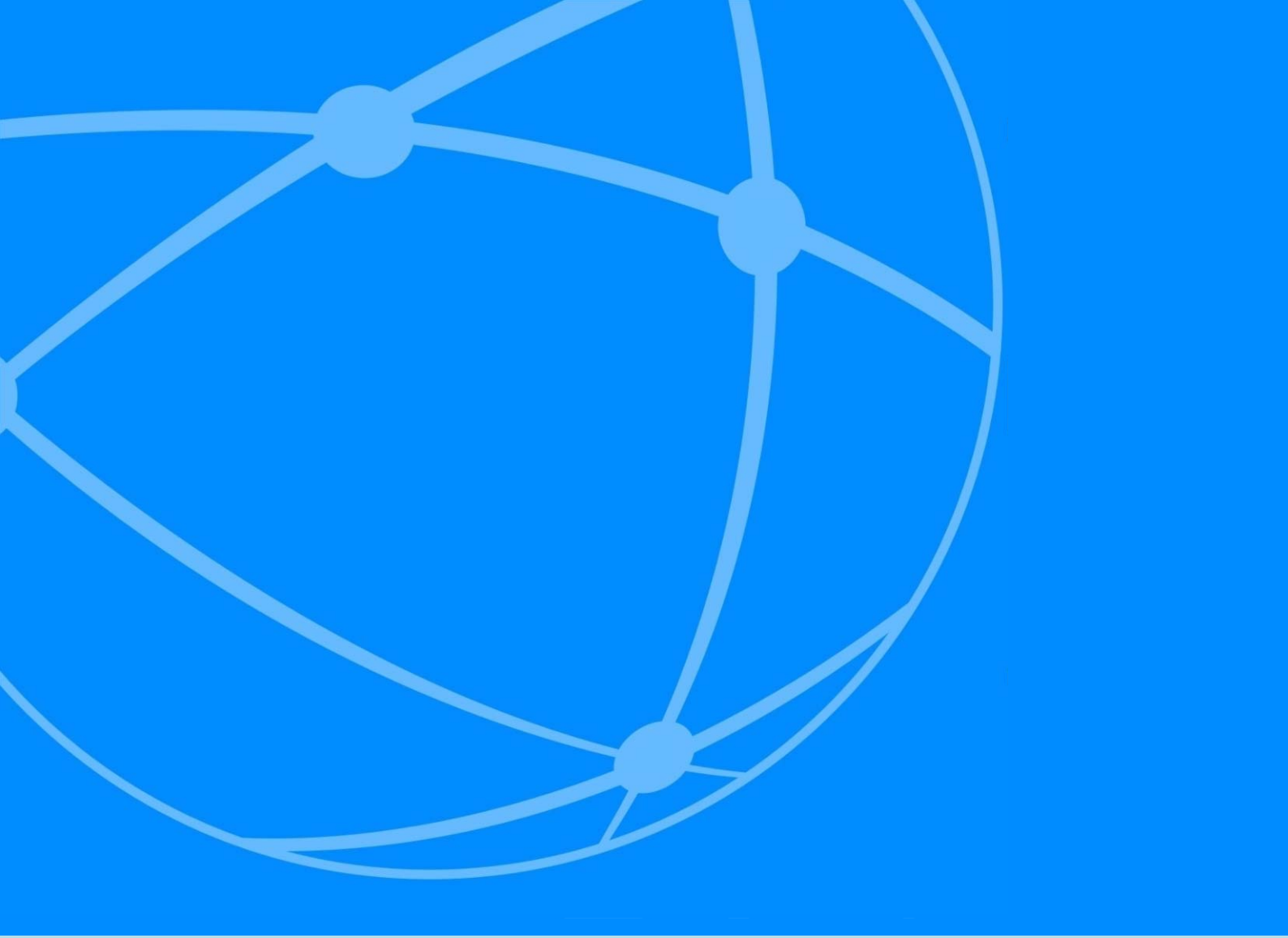
Đánh giá triển vọng. Là mức dự báo về tương lai của doanh nghiệp tương ứng với các khoảng thời gian khác nhau. Các ký hiệu đi kèm cung cấp thông tin về mặt định lượng doanh nghiệp đó sẽ tăng trưởng nhanh hay chậm, ở mức độ nào.

Giải thích ký hiệu	
Biểu tượng	Ý nghĩa
	Lợi nhuận dự báo giảm mạnh trên 30%
	Lợi nhuận dự báo giảm nhẹ trong khoảng từ 15-30%
	Lợi nhuận dự báo biến động trong biên độ $\pm 5\%$
	Lợi nhuận dự báo tăng nhẹ trong khoảng từ 15-30%
	Lợi nhuận dự báo tăng mạnh trên 30%

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường 30%
MUA	Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường từ 15-30%
NẮM GIỮ	Giá kỳ vọng không cao hơn và cũng không thấp hơn 15% giá thị trường
BÁN	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường từ 15-30%
BÁN MẠNH	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường 30%



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của BVSC.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Địa chỉ trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3928 8080

Fax: (844) 3928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: (848) 39146888

Fax: (848) 39147999

Chuyên viên phân tích:

Chế Thị Mai Trang chethimaitrang@baoviet.com.vn

Chịu trách nhiệm nội dung:

Lưu Văn Lương luuvanluong@baoviet.com.vn