

CÔNG TY CỔ PHẦN THỦY ĐIỆN VĨNH SƠN - SÔNG HÌNH

YẾU TỐ CƠ BẢN TỐT – TĂNG TRƯỞNG ỔN ĐỊNH

Báo cáo cập nhật Q3/2012

15/10/2012

NHỮNG NÉT CHÍNH VỀ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH TRONG QUÝ 3

Dự báo kết quả kinh doanh Q3/2012. Chúng tôi ước tính trong Q3/2012, VSH có thể đạt 43,5 tỷ đồng doanh thu và 12,6 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, giảm lần lượt 40% và 78% so với cùng kỳ 2011 do giá bán điện hạch toán ở mức thấp.

- ❑ **Giá bán điện.** VSH và EVN vẫn chưa thống nhất được về giá bán điện. Trong Q3/2012, VSH có thể sẽ vẫn sử dụng tỷ lệ giá bán điện bằng 61% so với năm 2009 để hạch toán kết quả kinh doanh, theo đó giá bán trung bình của VSH trong Q3/2012 vào khoảng 290,36 VND/kwh.
- ❑ **Sản lượng điện.** Quý 3 thường là mùa thấp điểm về sản lượng của VSH do điều kiện thời tiết khô hạn hơn so với các quý còn lại trong năm. Ước tính sản lượng điện của VSH trong quý 3/2012 đạt 149,96 triệu kwh, giảm khoảng 46% so với trung bình 2 quý đầu năm.
- ❑ **Khoản vay nợ của EVN.** Trong Q3/2012, EVN đã trả VSH 200 tỷ đồng và 100 tỷ đồng nợ còn lại sẽ được EVN trả nốt trong Q4/2012. Lãi suất của khoản VSH cho EVN vay tương đương với lãi suất tiền gửi ngân hàng (khoảng 9%/năm). Dự kiến VSH sẽ hạch toán lãi khoản cho vay này vào KQKD Q4/2012.

Triển vọng 2012. Chúng tôi ước tính VSH có thể đạt 333 tỷ đồng doanh thu và 203 tỷ đồng LNST trong năm 2012 dựa trên giả định VSH chưa hoàn tất đàm phán với EVN trong Q4/2012 và giá bán điện được tạm thời hạch toán bằng 61% giá bán năm 2009.

Khuyến nghị đầu tư. Trong ngắn hạn, kết quả kinh doanh quý 3 và cả năm 2012 của VSH dự báo có thể đạt mức thấp, nguyên nhân chủ yếu là do việc tạm thời hạch toán giá điện ở mức 61% giá của năm 2009. Do vậy, kết quả này không phản ánh đúng tình hình hoạt động của doanh nghiệp. Về dài hạn, VSH vẫn là doanh nghiệp có hoạt động sản xuất kinh doanh ổn định và tiềm năng tăng trưởng tốt nhờ đầu tư mở rộng dự án Thượng Kon Tum. Mức giá kỳ vọng đối với cổ phiếu VSH được xác định vào khoảng 13.700 VND/cổ phần (chưa xét tới hiệu quả từ dự án Thượng Kon Tum), cao hơn khoảng 34% so với giá giao dịch hiện tại. Do đó, chúng tôi vẫn giữ nguyên khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu VSH.

Một số chỉ tiêu dự báo của VSH

Chỉ số tài chính	2010	2011	2012F	Q3/2011	Q3/2012F
Doanh thu (triệu VND)	424.508	459.415	333.460	72.107	43.542
EBITDA (triệu VND)	462.143	478.253	342.295	89.136	35.050
EBIT (triệu VND)	326.606	361.265	242.295	59.889	16.384
Lợi nhuận sau thuế (triệu VND)	302.413	329.036	203.065	56.875	12.577
EPS (VND)	1.466	1.595	985	276	61
P/E (x)	7,16	6,58	10,36	36,99	167,26
P/B (x)	0,92	0,85	0,86	0,80	0,81
ROA (%)	9,98	9,83	6,59	1,70	0,37
ROE (%)	12,43	14,03	8,51	2,43	0,50

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

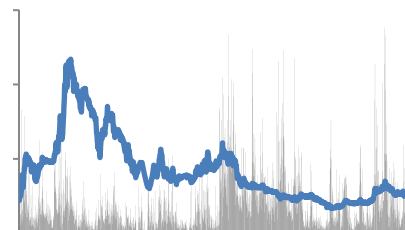
Giá kỳ vọng *	13.700 VND
Giá thị trường (15/10/2012)	10.200 VND
Khoảng giá 52 tuần	7.870-14.000 VND
Khuyến nghị	MUA
Triển vọng 1 quý	↓ Giảm mạnh
Triển vọng 1 năm	↓ Giảm mạnh
Triển vọng dài hạn	↑ Tích cực

Bán mạnh Bán Năm giữ Mua Mua mạnh



* Xác định dựa trên quan điểm đầu tư dài hạn

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VSH	-19%	0%	2%	14%
VN-Index	-11%	-1%	4%	19%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Mã cổ phiếu	VSH
Reuters	VSH.HM
Bloomberg	VSH VN
Sàn giao dịch	HOSE
Ngành	Dịch vụ công cộng
Lĩnh vực	Thủy điện
Vốn hóa	2.063 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	202.241.246 CP
KLGD bình quân 10 ngày	245.377 CP

Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang

(84 4) 3928 8080 ext 606

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	9,8%

SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ

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	333.460	504.341
Giá vốn	184.901	183.823	185.734	173.663	130.119
Lợi nhuận gộp	332.663	240.685	273.681	159.797	374.222
Doanh thu tài chính	82.105	109.962	138.204	95.825	92.286
Chi phí tài chính	19.280	16.304	36.386	4.512	7.876
Lợi nhuận sau thuế	373.138	302.413	329.036	203.065	395.240

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	329.368	498.152
Các khoản phải thu ngắn hạn	156.617	388.372	603.245	223.460	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	3.083.837	3.116.858
Nợ ngắn hạn	30.918	183.722	522.020	181.046	273.823
Nợ dài hạn	249.067	334.834	257.844	356.051	154.747
Vốn chủ sở hữu	2.261.116	2.427.912	2.343.098	2.384.638	2.443.924
Tổng nguồn vốn	2.580.950	3.028.831	3.345.733	3.083.837	3.116.858

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	-27,42	51,24
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	0,59	-18,9	8,80	-38,28	94,64
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	64,27	56,70	59,57	47,92	74,20
Lợi nhuận thuần biên (%)	72,10	71,24	71,62	60,90	78,37
ROA (%)	14,46	9,98	9,83	6,59	16,06
ROE (%)	16,48	12,43	14,03	8,51	16,16
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	12,26	19,68	29,91	22,63	27,27
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	13,99	24,55	42,71	29,24	27,45
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	1.809	1.466	1.595	985	1.916
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	11.772	11.361	12.299	11.850	12.106

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

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH Q3/2012

Chúng tôi ước tính trong Q3/2012, VSH có thể đạt 43,5 tỷ đồng doanh thu và 12,6 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, giảm lần lượt 40% và 78% so với cùng kỳ 2011.

Giá bán điện. VSH và EVN vẫn chưa thống nhất được về giá bán điện. Trong nửa đầu năm 2012, VSH đã tạm hạch toán giá bán điện bằng 61% so với năm 2009 khiến doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế sụt giảm tương ứng 28% và 32% so với cùng kỳ 2011 (6 tháng đầu năm 2011, VSH hạch toán giá bán điện bằng 90% giá bán năm 2009). Trong Q3/2012, VSH có thể sẽ vẫn sử dụng tỷ lệ này để hạch toán kết quả kinh doanh, theo đó giá bán trung bình của VSH trong Q3/2012 vào khoảng 290,36 VND/kwh.

Sản lượng điện. Quý 3 thường là mùa thấp điểm về sản lượng của VSH do điều kiện thời tiết khô hạn hơn so với các quý còn lại trong năm. Ước tính sản lượng điện của VSH trong quý 3/2012 đạt 149,96 triệu kwh, giảm khoảng 46% so với trung bình 2 quý đầu năm. Lũy kế 9 tháng đầu năm, sản lượng điện của VSH đạt khoảng 702,98 triệu kwh, tăng 1,6% so với cùng kỳ năm 2011.

Khoản vay nợ của EVN. Trong Q3/2012, EVN đã trả VSH 200 tỷ đồng và 100 tỷ đồng nợ còn lại sẽ được EVN trả nốt trong Q4/2012. Việc thu hồi được khoản nợ quá hạn này sẽ giúp VSH giảm áp lực phải đi vay đầu tư cho dự án Thượng Kontum (dự kiến vốn đầu tư khoảng 700 - 800 tỷ tính đến cuối năm 2012). Lãi suất của khoản VSH cho EVN vay tương đương với lãi suất tiền gửi ngân hàng (khoảng 9%/năm) và dự kiến VSH sẽ hạch toán lãi khoản cho vay này vào KQKD Q4/2012.

Dự phòng giảm giá đầu tư. VSH đang giữ khoảng 3 triệu cổ phiếu PPC. Với biến động giá cổ phiếu PPC trong Q3/2012, chúng tôi ước tính VSH sẽ phải trích lập dự phòng giảm giá đầu tư chứng khoán khoảng 5,1 tỷ đồng cho số lượng cổ phiếu này.

Ước tính kết quả kinh doanh Q3/2012 của VSH						
Chỉ tiêu	Q3/2011	Q3/2012E	% thay đổi	Lũy kế 2011	Lũy kế 2012E	% thay đổi
- Doanh thu (triệu đồng)	72.107	43.542	-40%	341.913	237.432	-31%
- Sản lượng (triệu kwh)	168.33	149.96	-11%	691.61	702.98	2%
- LNST (triệu đồng)	56.875	12.577	-78%	263.440	152.596	-42%

Nguồn: VSH, BVSC ước tính

TRIỂN VỌNG NĂM 2012

Hiện VSH và EVN vẫn đang trong quá trình đàm phán giá điện. Trong trường hợp giá điện của VSH vẫn được giữ nguyên như năm 2009, chúng tôi ước tính VSH có thể đạt 502 tỷ đồng doanh thu và 350 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng 9% về doanh thu và 7% về lợi nhuận so với năm 2011. Tuy nhiên nếu việc đàm phán chưa hoàn tất trong Q4/2012, khả năng xấu nhất là VSH sẽ tiếp tục tạm thời hạch toán mức giá điện tương đương 61% của năm 2009. Doanh thu và lợi nhuận của VSH trong năm 2012, do vậy có thể chỉ đạt lần lượt 333 tỷ đồng và 203 tỷ.

Dự báo KQKD 2011-2012 (tỷ đồng)				
Chỉ tiêu	2011	2012	Thay đổi	Cơ sở dự báo
Doanh thu	459	333	-27%	<p>Sản lượng điện. Điều kiện thời tiết năm 2012 diễn biến khá thất thường khi sản lượng điện của VSH trong 6 tháng đầu năm tăng khoảng 6% so với cùng kỳ 2011 trong khi sản lượng trong Q3/2012 giảm khoảng 11% so với Q3/2011. Ước tính cả năm 2012, sản lượng điện của VSH có thể duy trì mức tương đương như năm 2011, khoảng 900 triệu kwh.</p> <p>Giá bán điện. EVN đang muốn giảm giá mua điện của VSH so với giá năm 2009 với lý do chi phí khấu hao của VSH giảm. Giai đoạn 2009 - Q3/2012, giá điện bán lẻ của EVN cũng đã</p>

tăng gần 30%. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng giá bán điện của VSH sẽ không bị giảm mà được giữ nguyên so với năm 2009 (trung bình khoảng 476 VND/kwh trong thời điểm từ 1/7 – 30/9 và 580 VND/kwh vào thời gian còn lại trong năm). Tuy nhiên, trên quan điểm thận trọng, chúng tôi giả định VSH có thể chưa hoàn tất việc đàm phán giá điện với EVN trong Q4/2012 và giá điện hạch toán trong Q4/2012 chỉ bằng 61% giá bán điện năm 2009 (khoảng 351 VND/kwh), khiến doanh thu của VSH giảm mạnh trong năm 2012.				
Giá vốn	186	174	-6%	Giá vốn của VSH năm 2012 ước tính giảm nhẹ do chi phí khấu hao sẽ giảm khoảng 15 tỷ đồng khi một số máy móc thiết bị đã hết khấu hao. Các chi phí khác (thuế tài nguyên, phí dịch vụ môi trường rừng, lương nhân công, chi phí sửa chữa lớn...) giữ ở mức ổn định và không có nhiều biến động so với năm 2011.
Lợi nhuận gộp	274	160	-42%	
Doanh thu tài chính	138	96	-31%	Doanh thu tài chính giảm do lãi suất tiền gửi giảm, đồng thời khoản dư tiền mặt giảm do đầu tư nhà máy thủy điện Thượng Kon Tum.
Chi phí tài chính	36	5	-88%	VSH hiện có khoản vay nợ ngoại tệ khoảng 16,9 triệu USD. Năm 2011, đồng VND mất giá khiến VSH chịu khoản lỗ tỷ giá khoảng 23 tỷ đồng. Năm 2012, tỷ giá USD/VND giữ ở mức khá ổn định nên chi phí tài chính năm 2012 sẽ chủ yếu bao gồm chi phí lãi vay.
Lợi nhuận trước thuế	364	238	-35%	
Lợi nhuận sau thuế	329	203	-38%	

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ






Trong ngắn hạn, kết quả kinh doanh quý 3 và cả năm 2012 của VSH dự báo có thể đạt mức thấp. Tuy nhiên, nguyên nhân chủ yếu là do việc tạm thời hạch toán giá điện ở khoảng 61% mức giá của năm 2009. Do vậy, kết quả này không phản ánh đúng tình hình hoạt động của doanh nghiệp.

*Về dài hạn, VSH vẫn là doanh nghiệp có hoạt động sản xuất kinh doanh ổn định và tiềm năng tăng trưởng tốt nhờ đầu tư mở rộng dự án Thượng Kon Tum. Mức giá kỳ vọng đối với cổ phiếu VSH được xác định vào khoảng 13.700 VND/cổ phần (chưa xét tới hiệu quả từ dự án Thượng Kon Tum), cao hơn khoảng 34% so với giá giao dịch hiện tại. Do đó, chúng tôi vẫn giữ nguyên khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu 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.

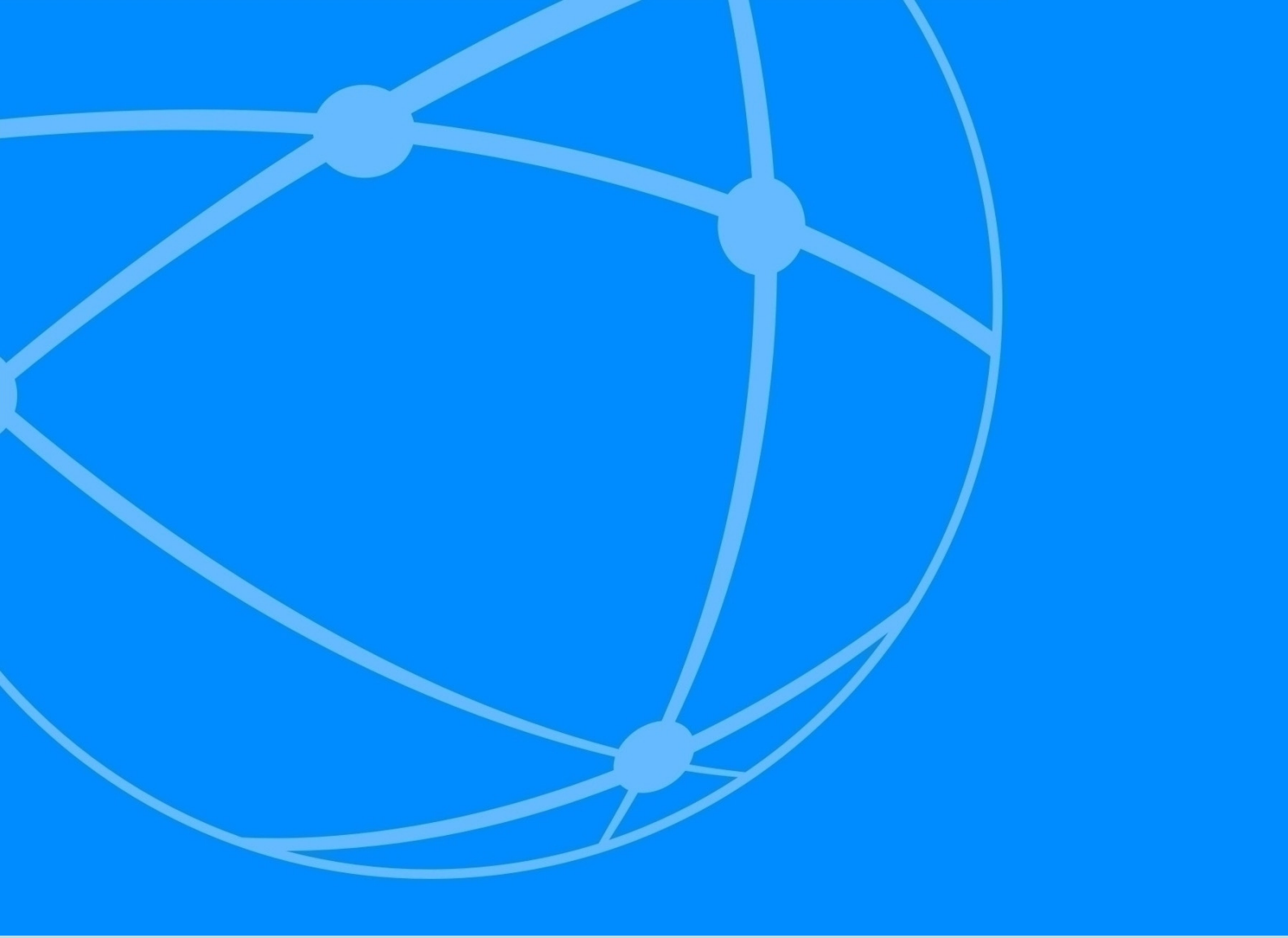
Đánh giá triển vọng. Là mức dự báo về tương lai của doanh nghiệp tương ứng với các khoảng thời gian khác nhau. Các ký hiệu đi kèm cung cấp thông tin về mặt định lượng doanh nghiệp đó sẽ tăng trưởng nhanh hay chậm, ở mức độ nào.

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 khuyến 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: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

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

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999

Chuyên viên phân tích:

Chế Thị Mai Trang chethimaitrang@baoviet.com.vn

Chịu trách nhiệm nội dung:

Lưu Văn Lương luuvanluong@baoviet.com.vn