

BÁO CÁO PHÂN TÍCH

CTCP THỦY ĐIỆN VĨNH SƠN - SÔNG HÌNH (VSH - HOSE)

04/06/2013



Thông tin cổ phần (04/06/2013)

Thị giá (đồng)	14,400
SL CP niêm yết (triệu CP)	206.2
Vốn hoá TT (tỷ đồng)	3,155.5
KLGD bq 10 ngày (CP)	2,133,300
Cao nhất 52 tuần	15,300
Thấp nhất 52 tuần	9,400
Ngày GD đầu tiên	18/07/2006
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	2,062

Chỉ số cơ bản

EPS (đồng)	1,135
BV (đồng)	12,042
P/E	12.69
P/B	1.20
Beta	0.73

Diễn biến giao dịch



Thực hiện báo cáo

Ban phân tích 2 - CTCK Ngân hàng
Đông Á

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

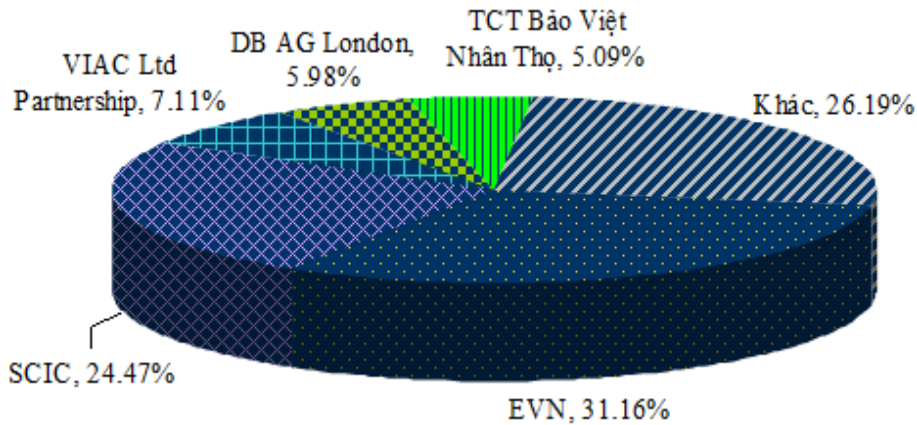
• Ngành điện là một trong những ngành có tính chất phòng thủ; do đó, danh mục ngành điện sẽ là sự lựa chọn khá tốt trong giai đoạn thị trường suy thoái, với tỷ suất lợi nhuận ổn định so với các ngành khác và mức chi trả cổ tức duy trì khá đều đặn. Tốc độ tăng trưởng bình quân ngành cũng cao hơn GDP, nên khá hấp dẫn về dài hạn cho mục tiêu ổn định và đa dạng hóa danh mục đầu tư.

• **VSH là một trong 2 doanh nghiệp ngành điện lớn nhất đang niêm yết trên TTCK.** Theo lộ trình xây dựng thị trường phát điện cạnh tranh, giá điện bán lẻ đã tăng 2 lần trong năm 2012 từ mức 1,304 đồng lên 1,437 đồng/kWh. VSH hiện đang bán điện cho EVN với mức giá 351 đồng/kWh (bằng 62.3% mức giá năm 2009) và VSH đang đề xuất tăng giá bán điện nên **hiều khả năng VSH sẽ được hưởng lợi từ việc tăng giá điện trong năm 2013.**

• Việc điều chỉnh giá bán điện có tính hồi tố sẽ ảnh hưởng giá nhiều đến kỳ vọng tăng giá của VSH. Theo ước tính, nếu giá bán điện bằng với mức bán năm 2009 (563 đồng/kWh) và được hồi tố đến năm 2010, VSH sẽ thu được thêm trên 200 tỷ đồng lợi nhuận/ hoặc chỉ thêm 100 tỷ nếu chỉ hồi tố đến 2012.

• Năm 2013, VSH đặt kế hoạch doanh thu 414 tỷ đồng (tăng 24.6%) và lợi nhuận thuần sau thuế là 226 tỷ đồng (giảm 3.4%) do dự báo tình hình khó khăn vì mùa khô kéo dài trong năm 2013. Lưu ý, các khoản lợi nhuận của 2013 chưa bao gồm việc điều chỉnh hồi tố giá bán điện của VSH đã trình bày ở trên.

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



Hiện nay, EVN là cổ đông lớn nhất với tỷ lệ sở hữu 31.16% và cũng là đối tác mua điện độc quyền của VSH. Cùng với SCIC đang nắm giữ 24.47%, cơ cấu cổ đông nhà nước hiện đang chiếm 55.6% vốn của VSH.

CẬP NHẬT KQKD Q1/2013

(Nguồn: DAS tổng hợp)

CHỈ TIÊU	Đvt	Q1/2013	Q1/2012	Tăng/giảm	Tỷ lệ
Hoạt động sản xuất điện					
- Sản lượng điện	Triệu kWh	170.78	286.84	-116.06	-40.46%
- Doanh thu SX điện	Tỷ đồng	59.96	99.50	-39.54	-39.74%
- Chi phí SX điện	Tỷ đồng	34.78	49.60	-14.82	-29.88%
- Lợi nhuận SX điện	Tỷ đồng	25.18	49.89	-24.71	-49.53%
Hoạt động tài chính					
- Doanh thu tài chính	Tỷ đồng	12.91	19.62	-6.71	-34.20%
- Chi phí tài chính	Tỷ đồng	1.80	1.77	0.03	1.69%
- Lợi nhuận tài chính	Tỷ đồng	11.11	17.85	-6.74	-37.76%
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	36.33	67.73	-31.40	-46.36%
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	35.34	65.73	-30.39	-46.23%

Lợi nhuận sau thuế Q.1/2013 của VSH đạt 35.3 tỷ đồng, sụt giảm 46% so với cùng kỳ:

- Sản lượng điện sản xuất giảm 40% do tình hình khô hạn kéo dài tại miền Trung. Nếu so với năm 2012, tình hình tích trữ nước cho hoạt động SXKD gặp nhiều trở ngại do thời tiết thay đổi.
- Doanh thu sản xuất điện giảm 39% và vẫn đang tạm tính giá bán điện bằng 62.3% giá bán điện của năm 2009, chưa có sự điều chỉnh.
- Doanh thu tài chính giảm 34% so với cùng kỳ do nguồn tiền gửi ngân hàng sụt giảm cộng với xu hướng giảm lãi suất trong thời gian qua.

=> Các yếu tố cấu thành lợi nhuận của VSH đã giảm mạnh so với cùng kỳ khiến lợi nhuận sau thuế giảm còn 35.3 tỷ đồng so với 65.7 tỷ đồng của Q.1/2012.

THÔNG TIN TÀI CHÍNH CƠ BẢN

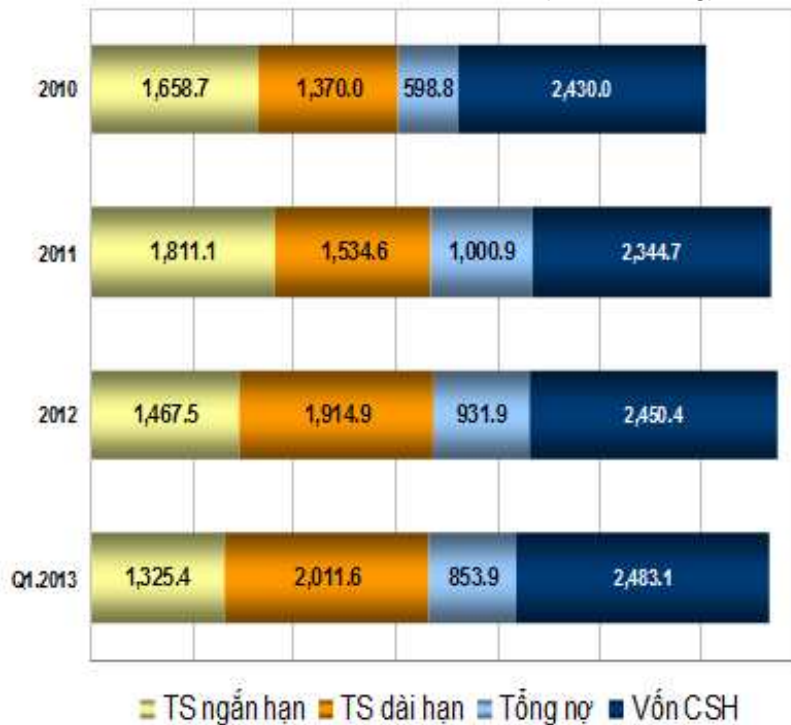
(Đvt: triệu đồng)

KẾT QUẢ KINH DOANH	Quý 1/2013	Năm 2012	Năm 2011	Năm 2010
Doanh thu thuần	59,959	332,191	459,415	424,508
Lợi nhuận gộp	28,601	177,613	273,681	240,685
LN thuần từ HĐKD	36,293	263,659	356,921	323,040
LNST thu nhập DN	35,339	233,998	329,036	302,413
LNST của CĐ cty mẹ	35,339	233,998	329,036	302,413
CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	Quý 1/2013	Năm 2012	Năm 2011	Năm 2010
Tài sản ngắn hạn	1,325,434	1,467,517	1,811,132	1,658,769
Tổng tài sản	3,336,990	3,382,412	3,345,733	3,028,831
Nợ phải trả	853,921	931,962	1,000,976	598,826
Nợ ngắn hạn	642,042	720,085	742,949	263,802
Vốn chủ sở hữu	2,483,069	2,450,451	2,344,757	2,430,005
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	Quý 1/2013	Năm 2012	Năm 2011	Năm 2010
EPS cơ bản	1,010	1,157	1,627	1,470
BVPS cơ bản	12.272	12,110	11,586	12,005
P/E cơ bản	11.69	8.9	5.1	8.44

(Nguồn: DAS tổng hợp)

CÂN ĐỐI TÀI CHÍNH QUA CÁC NĂM

(Đvt: tỷ đồng)

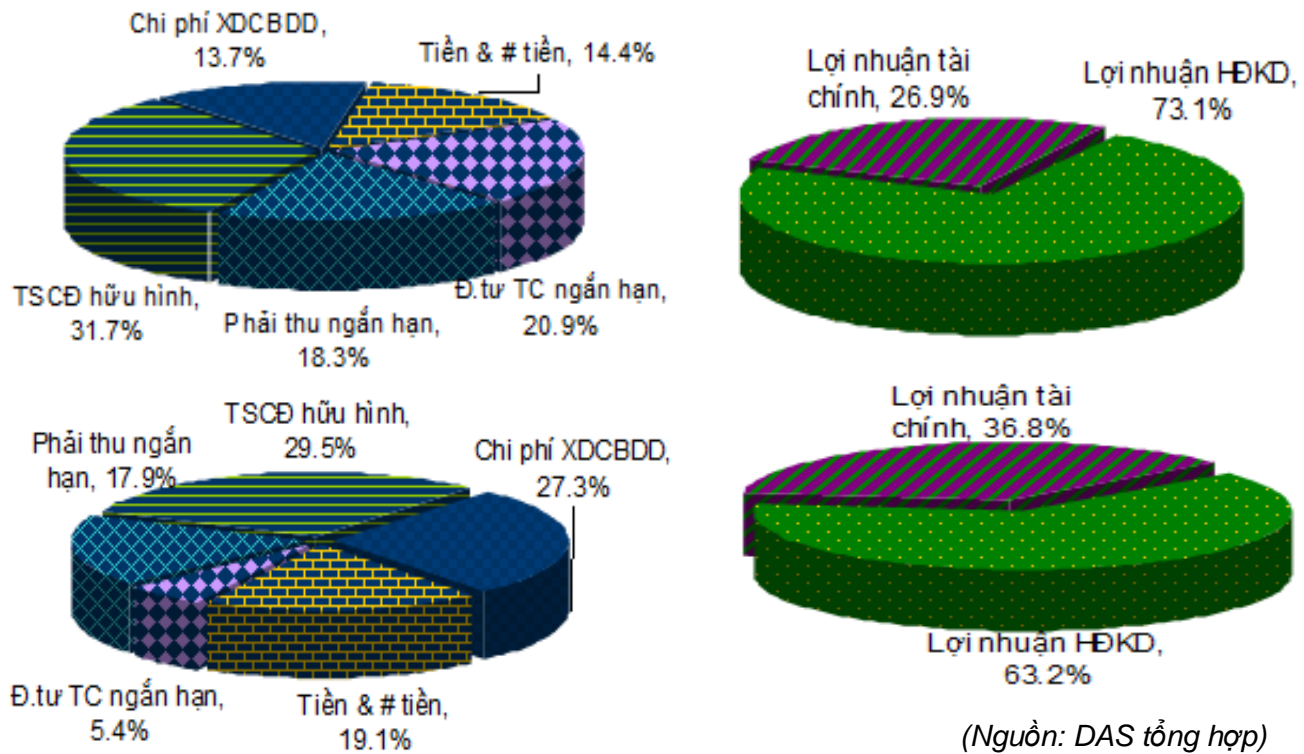


(Nguồn: DAS tổng hợp)

- **Cơ cấu tài sản** VSH có sự dịch chuyển dần từ thiên về ngắn hạn sang dài hạn kể từ năm 2012. Bước dịch chuyển này liên quan đến việc VSH đẩy mạnh đầu tư, nâng cấp hồ chứa và đầu tư dự án thủy điện Thượng Kon Tum với tổng vốn đầu tư dự kiến lên đến 5,700 tỷ đồng.

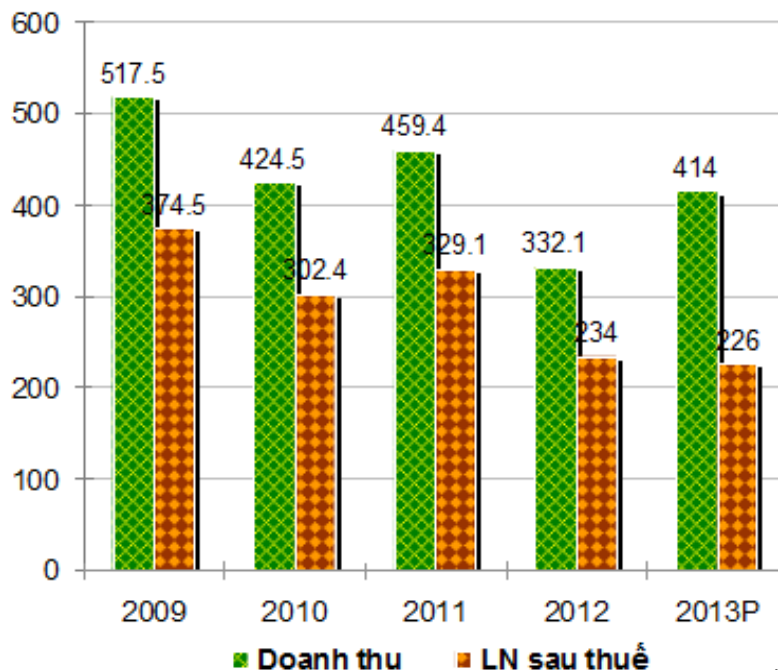
- **Cơ cấu nguồn vốn:** VCSH vẫn chiếm tỷ trọng chủ yếu trong cơ cấu nguồn vốn của VSH. Dự kiến, năm 2013, VSH sẽ phát hành trên 500 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi để bổ sung nguồn lực đầu tư.

TƯƠNG QUAN CƠ CẤU TÀI SẢN - CƠ CẤU LỢI NHUẬN 2011 - 2012



Khoản mục đầu tư TC ngắn hạn đóng góp khá đáng kể (từ 27 - 37%) vào việc hình thành LN của VSH. Đây chủ yếu là khoản các cho vay đối với EVN. Tuy nhiên, VSH đang giảm mạnh tỷ trọng khoản mục này để ưu tiên nguồn lực đầu tư dự án mới nên nhiều khả năng sẽ tác động đến lợi nhuận hình thành ở các năm sau. Điều này sẽ thể hiện rõ trong cơ cấu lợi nhuận của năm 2013.

DOANH THU - LỢI NHUẬN 2009 - 2012



- Hoạt động cơ bản VSH tương đối ổn định trong giai đoạn khó khăn của nền kinh tế vừa qua. Điều này cho thấy lợi thế bền vững ngành nghề là rất lớn.

- Doanh thu và lợi nhuận năm 2012 sụt giảm khá mạnh do VSH vẫn chưa đàm phán được giá bán điện cho EVN nên vẫn tạm ghi nhận giá bán điện bằng 62.3% giá bán năm 2009 (tương ứng 351 đồng/kWh).

(Nguồn: DAS tổng hợp)

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

(Nguồn: DAS tổng hợp)

Chỉ tiêu	Đvt	2010	2011	2012	Q1.2013
Khả năng thanh toán					
Hệ số thanh toán hiện hành	Lần	6.29	2.44	2.04	2.06
Hệ số thanh toán nhanh	Lần	6.13	2.4	1.97	1.99
Cơ cấu vốn					
Hệ số Nợ/TTS	Lần	0.2	0.3	0.27	0.25
Hệ số Nợ/VCSH	Lần	0.25	0.43	0.38	0.34
Khả năng sinh lời					
ROA	%	10.78%	10.32%	6.92%	-
ROE	%	12.90%	13.79%	9.55%	-
ROS	%	71.24%	71.62%	70.44%	58.83%

- Các chỉ số thanh toán đảm bảo khả năng thanh toán tất cả các nghĩa vụ nợ phát sinh. Các tài sản thanh khoản của VSH luôn chiếm tỷ trọng khá lớn trong cơ cấu tài sản ngắn hạn và do yếu tố tồn kho hầu như không đáng kể nên khả năng linh hoạt trong thanh toán các nghĩa vụ tài chính liên quan khá tốt.
- Cơ cấu vốn duy trì ở mức cân bằng thấp trong các năm qua ở mức bình quân 25% tổng tài sản. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo khả năng VSH sẽ tăng tỷ lệ đòn bẩy trong cơ cấu vốn để gia tăng nguồn lực đầu tư cho dự án thủy điện Thượng Kon Tum.
- Khả năng sinh lời có sự sụt giảm khá mạnh trong năm 2012 ở các chỉ tiêu ROE và ROA. Việc tạm tính giá bán điện ở mức thấp hiện nay của VSH có thể là một sự thiệt thòi nhất định cho cổ đông cũng như chính công ty trong việc tìm kiếm các nguồn lực mới hỗ trợ cho doanh nghiệp. Chúng tôi đánh giá, VSH có thể sẽ chưa cải thiện ngay hiệu quả trong ngắn hạn của các hệ số này do phân tán nguồn lực từ hoạt động đầu tư mới.

CÁC DỰ ÁN ĐANG THỰC HIỆN					
Tên dự án	Đvt	Nâng cao năng lực khai thác hồ chứa Vĩnh Sơn - Sông Hinh	Thủy điện Thượng Kon Tum	Nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn 2	Nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn 3
Điện lượng tăng TB/năm	Triệu kWh	50	-	-	-
Điện lượng TB/năm	Triệu kWh	-	1,094.2	365.6	113
Tổng mức đầu tư	Tỷ đồng	100	5,744	2,300	770
Tiến độ thực hiện		2009 - 2013	2009 - 2015	Tạm dừng	Tạm dừng

(Nguồn: DAS tổng hợp)

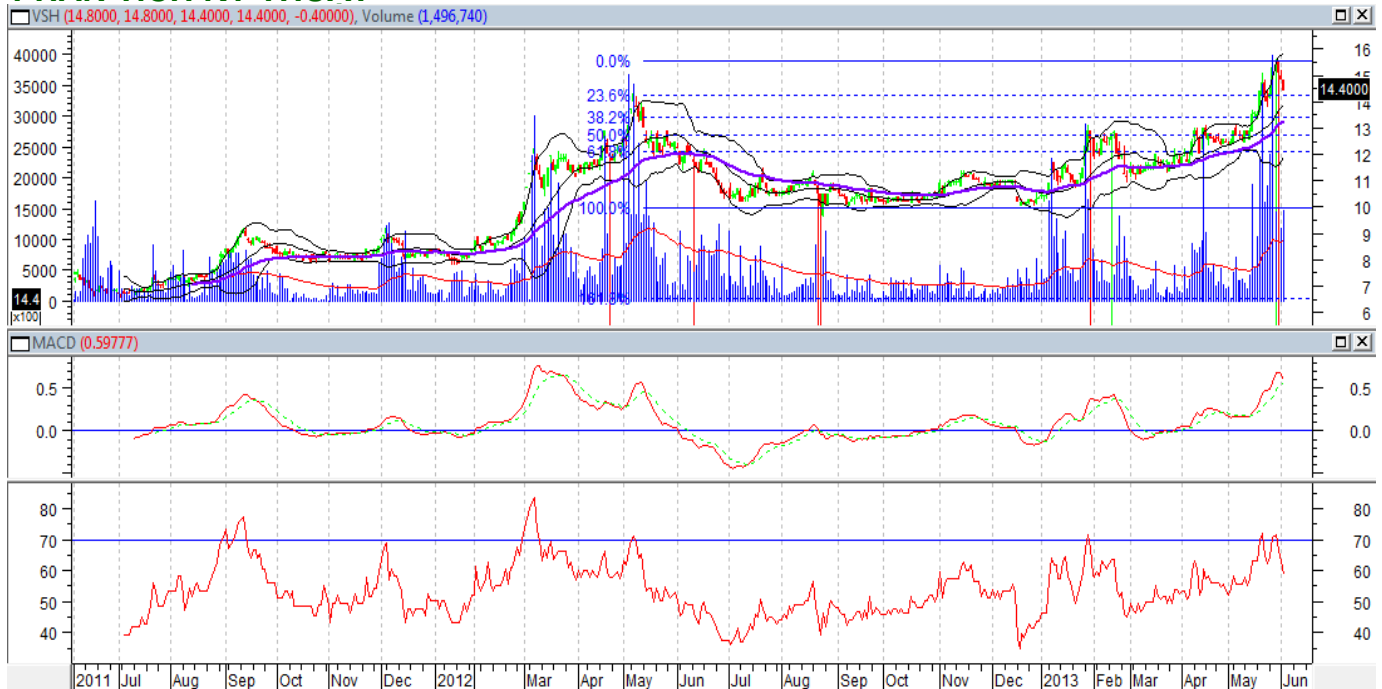
TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

- ✿ Năm 2013, việc nâng cấp hồ chứa Vĩnh Sơn - Sông Hinh nhiều khả năng sẽ hoàn thành đúng hạn và cải thiện năng lực cung cấp điện, giúp tăng khoảng 8% sản lượng điện.
- ✿ Việc đàm phán giá bán điện cho EVN có thể sẽ là mấu chốt vấn đề quyết định hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh VSH trong các năm tiếp theo. Với giá bán điện hiện nay là khá thấp so với giá điện thương phẩm cung cấp cho thị trường. Do vậy, nhiều khả năng EVN sẽ cần phải xem xét lại giá mua điện của VSH.
- ✿ Chúng tôi dự kiến, giá bán điện của VSH cho ENV sẽ nâng lên mức giá bán năm 2009 (tương ứng 563 đồng/kWh) sẽ giúp cải thiện hiệu quả hoạt động kinh doanh của VSH trong các năm tới và yếu tố hồi tố giá điện cho các năm trước có thể sẽ giúp VSH ghi nhận các khoản lợi nhuận đột biến trong tình hình hiện nay.
- ✿ Yếu tố ngành nghề và dự địa phát triển của thị trường điện là rất lớn. Do luôn trong tình trạng cung không đủ cầu, nên việc nâng cấp, đầu tư mới các dự án thủy điện của VSH cho thấy định hướng dài hạn đúng đắn.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- ✧ Rủi ro lớn nhất đặc thù của VSH liên quan đến thời tiết. Các diễn biến thất thường của thời tiết trong vài năm trở lại đây gây nên lo ngại về tình trạng thiếu hụt nguồn nước và làm ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động kinh doanh.
- ✧ Rủi ro về giá điện: do quá trình đàm phán giá điện với EVN còn nhiều bất cập, thiếu minh bạch và khó khăn kéo dài có thể sẽ là yếu tố cản trở rất lớn cho việc ghi nhận hiệu quả hoạt động của VSH..

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT



- VSH chính thức xác nhận xu hướng tăng trung hạn khi giá vượt qua đường MA50 vào tháng 3/2013. Hiện nay, giá đang dao động trong vùng 14-15 để test lại vùng đỉnh cao đã thiết lập vào tháng 5/2012.
- Các chỉ báo RSI và MACD cho tín hiệu điều chỉnh của giá đang khá rõ nét. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, việc điều chỉnh này là cần thiết để tích lũy cho một xu hướng tăng điểm dài hơn. Hiện nay, vùng giá 14.2 và 13.5 đang đóng vai trò hỗ trợ cho đợt điều chỉnh này.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Xu hướng đầu tư vào các ngành sản xuất cơ bản và có kết quả kinh doanh ổn định sẽ là xu hướng chủ đạo trong các quyết định đầu tư sắp tới. VSH phù hợp cho danh mục đầu tư trung - dài hạn với mục tiêu sinh lời ổn định và bền vững. Bên cạnh đó, vùng giao động giá khá rộng trong phiên cũng có thể khá hấp dẫn cho day trade.
- Quan điểm của chúng tôi là lựa chọn mua và nắm giữ 6 tháng – 1 năm cổ phiếu VSH. Có thể thực hiện trading trong giai đoạn ngắn để tối đa hoá lợi nhuận của danh mục.
 - ✦ Giá giải ngân: 13.5-14.2
 - ✦ Giá kỳ vọng: 17.

TỔ CHỨC THỰC HIỆN BÁO CÁO

Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (gọi tắt là DAS) là thành viên của Tập đoàn tài chính Ngân hàng Đông Á, hiện là một trong các định chế tài chính lớn nhất Việt Nam. DAS cũng là một thành viên chính thức của thị trường chứng khoán Việt Nam, và đang đi đầu trong một số dịch vụ tài chính có công nghệ cao. DAS hiện là cổ đông lớn của nhiều công ty, và là chủ sở hữu của Công ty quản lý Quỹ đầu tư Đông Á. Công ty hiện có đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: Môi giới, Tự doanh, Bảo lãnh phát hành, Tư vấn tài chính và Tư vấn đầu tư, Lưu ký chứng khoán

Hệ thống chi nhánh

• Trụ sở chính:

Địa chỉ: 56-68 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM

Điện thoại: (848) 38218.666

Fax: (848) 38218.713

• Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: 181 Nguyễn Lương Bằng, Quận Đống Đa, Hà Nội.

Điện thoại: (844) 3944.5175

Fax: (844) 3944.5178

• Chi nhánh Chợ Lớn:

Địa chỉ: 110C Ngô Quyền, Phường 8, Quận 5, TP.HCM

Điện thoại: (848) 3853.9623

Fax: (848) 3853.9624

• Chi nhánh Vũng Tàu:

Địa chỉ: 26-28 Phạm Hồng Thái, P7, TP Vũng Tàu

Điện thoại: (064) 3584.898

Fax: (064) 3584.899

• Phòng giao dịch Quận 10:

Địa chỉ: Lầu 2, Số 17 Hồ Bá Kiện, P15, Quận 10. HCM

Điện thoại: (84.8) 3979.7639

Fax: (84.8) 3979.7696

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như nhà đầu tư cá nhân và không hàm ý đưa ra lời khuyên chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Các quan điểm và nhận định trình bày trong báo cáo không tính đến sự khác biệt về mục tiêu và chiến lược cụ thể của từng nhà đầu tư. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của mình. Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (DAS) tuyệt đối không chịu trách nhiệm bất kỳ thiệt hại nào liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin của báo cáo này.

Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo là quan điểm cá nhân của cá nhân người viết mà không đại diện cho quan điểm của DAS và có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được DAS thu thập từ nguồn đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, DAS không đảm bảo độ chính xác thông tin này.

Báo cáo này là tài sản và được giữ bản quyền bởi DAS. Không được phép sao chép, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích gì nếu không có văn bản chấp thuận của DAS. Vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.