

Ngành điện

Báo cáo cập nhật

2 tháng 10, 2013

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **14.700**

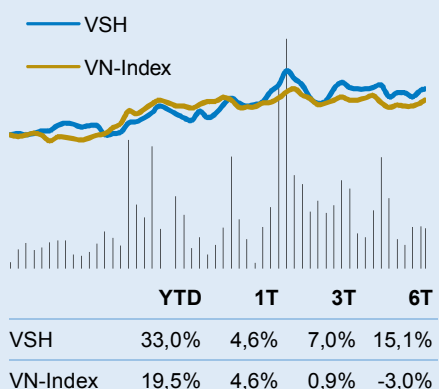
Giá thị trường (02/10/2013) **13.700**

Lợi nhuận kỳ vọng **7%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	9.630 - 15.500
Vốn hóa	2.826 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	206.241.246 CP
KLGD bình quân 10 ngày	584.177 CP
% sở hữu nước ngoài	23,89%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	7%
Beta	1,17

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang

(84 4) 3928 8080 ext 606

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh

Mã giao dịch: VSH

Reuters: VSH.HM

Bloomberg: VSH VN

Không còn các khoản đột biến từ DT tài chính trong Q3/2013

Kết thúc Q2/2013, doanh thu thuần và lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh điện của VSH khá tương đồng với kết quả dự báo của chúng tôi (khoảng 45 tỷ đồng doanh thu và 9,5 tỷ đồng lợi nhuận) tuy nhiên khoản lợi nhuận đột biến 44,8 tỷ đồng từ bán 3,011 triệu cổ phần của PPC đã giúp VSH đạt 48 tỷ đồng LNST trong Q2/2013, cao hơn nhiều so với kỳ vọng của BVSC (khoảng 20 tỷ LNST). Trong Q3/2013, khi khoản doanh thu tài chính này không còn, lợi nhuận của VSH sẽ vẫn ở mức thấp do điều kiện thời tiết không thuận lợi.

Dự báo kết quả kinh doanh Q3/2013. Chúng tôi ước tính VSH có thể đạt 46,2 tỷ đồng doanh thu và 20,5 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong Q3/2013, giảm 19% về doanh thu và 55% về lợi nhuận sau thuế so với cùng kỳ 2012.

- Sản lượng điện.** Quý 3 luôn là quý thấp điểm về sản lượng của VSH khi mùa mưa tại Phú Yên và Vĩnh Thạnh chỉ bắt đầu từ tháng 9 và tháng 10 hàng năm và lượng nước dự trữ trong Q3 thường ở mức thấp nhất. Trong Q3/2013, tổng sản lượng điện của VSH đạt 132,43 triệu kwh và là quý có sản lượng thấp thứ 2 trong vòng 5 năm trở lại đây.
- Giá điện.** Hiện EVN vẫn chưa thông qua giá điện của VSH. Do vậy trong Q3/2013, nhiều khả năng Công ty sẽ tiếp tục tạm tính giá ở mức 351 VNĐ/kwh, bằng 62,3% giá điện năm 2009.

Triển vọng 2013. Chúng tôi điều chỉnh giảm 6% dự báo sản lượng của VSH xuống 650 triệu kwh và giữ nguyên giả định giá điện ở mức tạm tính 351 VNĐ/kwh đến cuối năm 2013. Theo đó VSH có thể đạt 235 tỷ đồng doanh thu và 155 tỷ đồng LNST trong năm 2013.

Khuyến nghị đầu tư. Trong ngắn hạn, tình hình sản xuất kinh doanh 2013 của VSH dự báo sẽ gặp nhiều khó khăn do điều kiện thời tiết hạn hán kéo dài và giá bán điện vẫn chưa được thống nhất sẽ là rào cản đối với khả năng tăng giá của VSH, do đó chúng tôi giữ nguyên đánh giá **NEUTRAL** đối với cổ phiếu VSH.

Một số chỉ tiêu tài chính của VSH

Chỉ số tài chính	2011	2012	2013F	Q3/2012	Q3/2013F
Doanh thu (triệu đồng)	459.415	332.191	235.280	56.857	46.195
EBITDA (triệu đồng)	478.253	343.768	198.902	64.951	39.900
EBIT (triệu đồng)	361.265	258.413	180.236	46.285	21.141
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	329.036	233.998	155.079	45.453	20.481
EPS (đồng/cổ phần)	1.595	1.135	752	220	99
P/E (x)	8,52	11,99	18,09	61,71	136,95
P/B (x)	1,15	1,11	1,03	1,11	1,03
ROA (%)	9,83	6,92	4,67	1,34	0,62
ROE (%)	14,03	9,54	6,11	1,86	0,81

Báo cáo cập nhật Q3/2013
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	54,55%
Sở hữu nước ngoài	24,21%
Sở hữu khác	21,24%

CỔ ĐÔNG LỚN

EVN	30,55%
SCIC	24,00%
Swiftcurrent Partners, L.P	6,97%
VIAC (No.1) Ltd Partnership	6,95%
Bảo Việt Nhân thọ	4,99%
Deutsche Bank AG London	4,90%
SSI	4,47%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2009	2010	2011	2012	2013F
Doanh thu	518	425	459	332	235
Giá vốn	185	184	186	155	126
Lợi nhuận gộp	333	241	274	178	109
Doanh thu tài chính	82	110	138	98	96
Chi phí tài chính	2	16	36	4	8
Lợi nhuận sau thuế	373	302	329	234	155

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2009	2010	2011	2012	2013F
Tiền & tương đương tiền	196	677	483	640	292
Các khoản phải thu ngắn hạn	157	388	603	599	288
Hàng tồn kho	21	42	25	31	31
Tài sản cố định hữu hình	1.279	1.142	1.061	99	910
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	14	12	13	14	14
Tổng tài sản	2.581	3.029	3.346	3.382	3.320
Nợ ngắn hạn	31	184	52	591	343
Nợ dài hạn	249	335	258	212	374
Vốn chủ sở hữu	2.261	2.428	2.343	2.449	2.535
Tổng nguồn vốn	2.581	3.029	3.346	3.382	3.320

Chỉ số tài chính

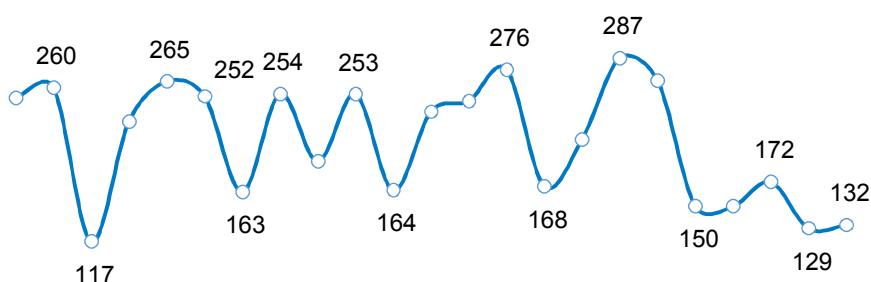
Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012	2013F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	7,01%	-17,9%	8,22%	-27,7%	-29,2%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	0,59%	-18,9%	8,80%	-28,9%	-33,7%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	64,27%	56,70%	59,57%	53,47%	46,26%
Lợi nhuận thuần biên (%)	72,10%	71,24%	71,62%	70,44%	65,91%
ROA (%)	14,46%	9,98%	9,83%	6,92%	4,67%
ROE (%)	16,48%	12,43%	14,03%	9,54%	6,11%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	12,26%	19,68%	29,91%	27,50%	23,57%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	13,99%	24,55%	42,71%	37,98%	30,87%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	1.809	1.466	1.595	1.135	752
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	11.772	11.361	11.875	12.291	13.239

Không còn các khoản đột biến từ doanh thu tài chính trong Q3/2013

Kết thúc Q2/2013, doanh thu thuần và lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh điện của VSH khá tương đồng với kết quả dự báo của chúng tôi (khoảng 45 tỷ đồng doanh thu và 9,5 tỷ đồng lợi nhuận) tuy nhiên khoản lợi nhuận đột biến 44,8 tỷ đồng từ bán 3,011 triệu cổ phần của PPC đã giúp VSH đạt 48 tỷ đồng LNST trong Q2/2013, cao hơn nhiều so với kỳ vọng của BVSC (khoảng 20 tỷ LNST). Trong Q3/2013, khi khoản doanh thu tài chính này không còn, lợi nhuận của VSH sẽ vẫn ở mức thấp do điều kiện thời tiết không thuận lợi.

Sản lượng điện. Quý 3 luôn là quý thấp điểm về sản lượng của VSH khi mùa mưa tại Phú Yên và Vĩnh Thạnh chỉ bắt đầu từ tháng 9 và tháng 10 hàng năm và lượng nước dự trữ trong Q3 thường ở mức thấp nhất. Chúng tôi được biết từ đầu tháng 9 để đảm bảo an toàn cho vùng hạ du, theo nguyên tắc hồ thủy điện Sông Hinh đã phải xả nước để đón lượng mưa về và trong nửa tháng trở lại đây nhà máy Sông Hinh đã dừng phát điện. Sản lượng điện bên nhà máy Vĩnh Sơn có thời điểm chỉ đạt 0,01 – 0,15 triệu kwh/ngày. Trong Q3/2013, tổng sản lượng điện của VSH đạt 132,43 triệu kwh và là quý có sản lượng thấp thứ 2 trong vòng 5 năm trở lại đây.

Sản lượng điện theo quý của VSH



Q1/08 Q3/08 Q1/09 Q3/09 Q1/10 Q3/10 Q1/11 Q3/11 Q1/12 Q3/12 Q1/13 Q3/13

Nguồn: VSH, BVSC tổng hợp

Giá điện. Cho đến thời điểm hiện tại, sau gần 4 năm đàm phán EVN vẫn chưa đưa ra được quyết định chính xác về giá điện của VSH. Mặc dù các thông tin bên lề vẫn cho thấy khả năng cao mức giá 563 VNĐ/kwh của năm 2009 sẽ tiếp tục được giữ nguyên tuy nhiên trong Q3/2013, chúng tôi được biết với việc chưa được thông qua về giá điện, VSH sẽ tiếp tục tạm tính giá ở mức 351 VNĐ/kwh, bằng 62,3% giá điện năm 2009.

Trên cơ sở đó, chúng tôi ước tính VSH có thể đạt 46,2 tỷ đồng doanh thu và 20,5 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong Q3/2013, giảm 19% về doanh thu và

55% về lợi nhuận sau thuế so với cùng kỳ 2012.

Ước tính kết quả kinh doanh Q3/2013 của VSH

Chỉ tiêu	Q3/2012	Q3/2013E	% thay đổi	Lũy kế 2012	Lũy kế 2013E	% thay đổi
- Doanh thu (triệu VNĐ)	56.857	46.195	-19%	250.746	150.873	-40%
- Sản lượng (triệu kwh)	149,96	132,43	-12%	702,98	434,19	-38%
- LNST (triệu VNĐ)	45.453	20.481	-55%	185.472	104.092	-44%

Nguồn: VSH, BVSC ước tính

Lùi thời hạn phát hành trái phiếu chuyển đổi. Việc chậm trễ trong đàm phán giá điện đã kéo theo việc trái phiếu chuyển đổi của VSH tiếp tục bị lùi thời gian phát hành do UBCK chỉ chấp thuận phương án phát hành trái phiếu khi Công ty thống nhất được về giá điện.

Triển vọng 2013 giảm nhẹ

Chúng tôi điều chỉnh giảm 6% dự báo sản lượng của VSH xuống 650 triệu kwh và giữ nguyên giả định giá điện ở mức tạm tính 351 VNĐ/kwh đến cuối năm 2013. Theo đó VSH có thể đạt 235 tỷ đồng doanh thu và 155 tỷ đồng LNST trong năm 2013.

Dự báo KQKD 2013 của VSH (triệu đồng)

Chỉ tiêu	2012	2013	%	Cơ sở dự báo
Doanh thu	332.191	235.280	-29%	<p>Sản lượng điện. Do thời tiết diễn biến khó lường nên chúng tôi chỉ sử dụng mức sản lượng trung bình của VSH vào Q4 trong vòng 5 năm trở lại đây để ước tính sản lượng cho Q4/2013 (khoảng 216 triệu kwh). Theo đó, tổng sản lượng điện năm 2013 ở mức 650 triệu kwh, thấp hơn khoảng 13% so với kế hoạch.</p> <p>Giá bán. Chúng tôi vẫn giữ nguyên kỳ vọng giá bán điện của VSH sẽ được giữ bằng với mức giá năm 2009, trung bình khoảng 563 VND/kwh. Tuy nhiên, khó có thể biết thời điểm chính thức hoàn tất đàm phán giá điện. Do đó, chúng tôi giả định giá điện hạch toán trong năm 2013 chỉ bằng 62,3% giá bán điện năm 2009 (khoảng 351 VND/kwh).</p>
Giá vốn	154.577	126.441	-18%	Chi phí khấu hao năm 2013 của VSH ước tính giảm khoảng 10 tỷ do 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...) được giả định theo kế hoạch của doanh nghiệp.
Lợi nhuận gộp	177.613	108.839	-39%	
Doanh thu tài chính	97.758	96.398	-1%	Doanh thu tài chính dự kiến đạt 96 tỷ đồng trong đó bao gồm 44,8 tỷ đồng lợi nhuận từ bán 3,011 triệu cổ phần PPC trong Q2/2013. Khoản doanh thu từ

tiền gửi của VSH giảm do tiền nhàn rỗi của công ty giảm để đầu tư cho Thượng Kon Tum và lãi suất tiền gửi năm 2013 thấp hơn 2012.			
Chi phí tài chính	-5.379	8.092	-250%
Nếu giá điện không được thống nhất trong Q4/2013, VSH sẽ không thể phát hành trái phiếu chuyển đổi trong năm nay và Công ty phải tiến hành vay nợ dài hạn để đầu tư cho Thượng KonTum. Tuy nhiên khoản nợ vay này sẽ chưa thể làm tăng chi phí tài chính trong kỳ do chi phí lãi vay được vốn hóa.			
Lợi nhuận trước thuế	265.533	181.831	-32%
Lợi nhuận sau thuế	233.998	155.079	-34%

Khuyến nghị đầu tư

Dự án Thượng Kontum đã điều chỉnh lùi thời gian đi vào hoạt động xuống tháng 6/2016 thay vì năm 2015 như dự kiến. Trong vòng 3 năm tới, vay nợ của VSH sẽ tăng lên mỗi năm khoảng 1.000 tỷ để tiến hành đầu tư cho Thượng KonTum. Do thời gian đi vào hoạt động có thể không chính xác, cũng như còn quá sớm để ước tính các yếu tố đầu vào (giá bán điện, khấu hao, lãi vay...) để xác định hiệu quả hoạt động của Thượng KonTum do đó chúng tôi không xét tới dự án này trong mô hình định giá VSH. Mức giá của VSH trong mô hình chiết khấu dòng tiền đã loại trừ Thượng KonTum là 14.700 VNĐ/cổ phần, cao hơn khoảng 7% so với hiện tại. Trong ngắn hạn, tình hình sản xuất kinh doanh 2013 gặp nhiều khó khăn do điều kiện thời tiết hạn hán kéo dài và giá bán điện vẫn chưa được thống nhất sẽ là rào cản đối với khả năng tăng giá của VSH, do đó chúng tôi giữ nguyên đánh giá NEUTRAL đối 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 ngang dựa trên các 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.

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
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư 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, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với 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

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. HCM

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

