

## Ngành điện

Báo cáo cập nhật

28 tháng 5, 2014

Khuyến nghị **UNDERPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **14.000**

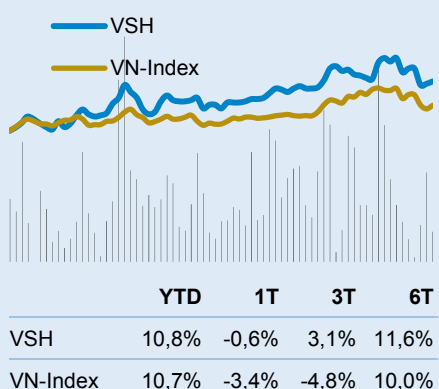
Giá thị trường (28/5/2014) **16.200**

Lợi nhuận kỳ vọng **-13,6%**

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	11.860 - 18.300
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	3.382
SL cổ phiếu lưu hành	206.241.246
KLGD bình quân 10 ngày	427.661
% sở hữu nước ngoài	29,7%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	6,2%
Beta	1,08

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

**Chế Thị Mai Trang**

(84 4) 3928 8080 ext 606

chethimai trang@baoviet.com.vn

# CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hình

Mã giao dịch: VSH

Reuters: VSH.HM

Bloomberg: VSH VN

## Giá điện vẫn chưa đạt được thỏa thuận

**Cập nhật KQKD Q1/2014.** VSH đạt 89,8 tỷ VNĐ doanh thu và 48,1 tỷ VNĐ LNST trong Q1/2014, tăng 50% về doanh thu và 36% về lợi nhuận so với cùng kỳ 2013. Nguyên nhân chính là do sản lượng điện của VSH khả quan hơn trong Q1, khi lượng nước tích trữ từ cuối năm 2013 cao hơn nhiều so với thời điểm cuối 2012. Sản lượng điện trong Q1/2014 tăng 42% so với cùng kỳ 2013.

**Dự báo KQKD Q2/2014.** Cho đến thời điểm hiện tại, VSH vẫn chưa nhận được văn bản đàm phán chính thức từ EVN về giá điện. Công ty đang đề nghị mức giá hợp đồng cho năm 2014 ở mức 423 VNĐ/kwh, cao hơn khoảng 20% so với mức giá tạm tính hiện tại (351 VNĐ/kwh) và bằng 75% giá hợp đồng năm 2009. Trước khi có văn bản thỏa thuận chính thức, VSH có thể sẽ tiếp tục hạch toán giá điện ở mức 351 VNĐ/kwh. Chúng tôi tạm sử dụng mức giá này để ước tính KQKD của VSH trong Q2/2014. Chúng tôi ước tính VSH có thể đạt 78 tỷ VNĐ doanh thu và 37 tỷ VNĐ LNST trong Q2/2014. So với cùng kỳ năm 2013, LNST trong Q2/2014 có thể giảm 24% mặc dù sản lượng điện tiêu thụ tăng do VSH không còn khoản lợi nhuận đột biến 44,8 tỷ VNĐ lãi từ bán 3 triệu cổ phiếu PPC như trong Q2/2013.

**Triển vọng 2014.** Vấn đề đàm phán giá điện của VSH đã kéo dài hơn 4 năm và hiện vẫn chưa đi đến hồi kết. Công ty kỳ vọng có thể đạt được thỏa thuận giá điện trong năm 2014 với mức giá đề nghị là 423 VNĐ/kwh. Nếu EVN thông qua mức giá này, chúng tôi ước tính VSH có thể đạt 352 tỷ đồng doanh thu và 201 tỷ đồng LNST trong năm 2014.

**Khuyến nghị đầu tư.** Mức giá VSH đang đề nghị cho hợp đồng điện năm 2014 thấp hơn so với mức chúng tôi đã kỳ vọng trước đây (563VNĐ/kwh - tương đương mức giá năm 2009). Do giá điện của VSH thấp hơn nhiều so với mức giá dự kiến, chúng tôi điều chỉnh giảm mức giá kỳ vọng của cổ phiếu VSH từ mức 16.300 VNĐ/cổ phần xuống 14.000 VNĐ/cổ phần. (Mô hình định giá không xét đến dự án Thượng KonTum do thời gian hoàn thành chưa rõ ràng và chưa thể xác định được giá điện sau khi đi vào hoạt động). Với mức giá giao dịch hiện tại là 16.200 VNĐ/cổ phần, chúng tôi khuyến nghị **UNDERPERFORM** đối với cổ phiếu VSH.

Chỉ số tài chính	2012	2013	2014F	Q2/2013	Q2/2014F
Doanh thu (tỷ đồng)	332.191	283.315	352.206	44.719	77.910
EBITDA (tỷ đồng)	344.166	245.468	297.251	84.454	62.160
EBIT (tỷ đồng)	258.413	226.801	222.216	65.695	43.401
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	233.998	198.885	200.704	48.272	36.751
EPS (đồng/cổ phần)	1.135	964	973	234	178
P/E (x)	13,04	15,35	15,21	63,23	83,05
P/B (x)	1,17	1,08	1,04	1,17	1,08
ROA (%)	6,92	5,43	4,41	1,43	1,00
ROE (%)	9,55	7,61	7,08	1,97	1,41

**Báo cáo cập nhật Q2/2014**
**THÔNG TIN SỞ HỮU**

Sở hữu nhà nước	54,55%
Sở hữu nước ngoài	29,73%
Sở hữu khác	15,72%

**CÔNG ĐỒNG LỚN**

EVNGENCO 3	30,55%
SCIC	24%
VIAC (No.1) Ltd Partnership	8,08%

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**
**Kết quả kinh doanh**

Đơn vị (triệu VND)	2011	2012	2013F	2014F
Doanh thu	459.415	332.191	283.315	352.206
Giá vốn	185.734	154.577	131.175	142.075
Lợi nhuận gộp	273.681	177.613	152.140	210.131
Doanh thu tài chính	138.204	97.758	95.773	31.160
Chi phí tài chính	36.386	4.223	5.802	6.542
Lợi nhuận sau thuế	329.036	233.998	198.885	200.704

**Bảng cân đối kế toán**

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013F	2014F
Tiền & khoản tương đương tiền	482.797	640.343	573.489	715.880
Các khoản phải thu ngắn hạn	603.245	598.779	629.915	430.716
Hàng tồn kho	25.421	30.927	36.167	43.300
Tài sản cố định hữu hình	1.060.822	985.490	921.165	871.142
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	12.942	13.521	13.521	13.521
<b>Tổng tài sản</b>	<b>3.345.733</b>	<b>3.380.702</b>	<b>3.664.639</b>	<b>4.546.419</b>
Nợ ngắn hạn	522.020	591.015	664.833	513.413
Nợ dài hạn	257.844	211.877	153.503	1.095.743
Vốn chủ sở hữu	2.343.098	2.449.204	2.611.073	2.833.756
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>3.345.733</b>	<b>3.380.702</b>	<b>3.664.639</b>	<b>4.546.419</b>

**Chỉ số tài chính**

Chỉ tiêu	2011	2012	2013F	2014F
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	8.22	-28	-15	24.32
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	8.80	-29	-15	0.91
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	59.57	53.47	53.70	59.66
Lợi nhuận thuần biên (%)	71.62	70.44	70.20	56.98
ROA (%)	9.83	6.92	5.43	4.41
ROE (%)	14.03	9.55	7.61	7.08
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	29.91	27.50	28.73	37.65
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	42.71	37.98	40.32	60.41
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	1.595	1.135	964	973
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	11.875	12.660	13.740	14.241

## Cập nhật KQKD Q1/2014

Kết thúc Q1/2014, VSH tiêu thụ được 241,97 triệu kwh điện, đạt 89,8 tỷ VNĐ doanh thu và 48,1 tỷ VNĐ LNST. So với cùng kỳ năm 2013, doanh thu thuần tăng 50% và lợi nhuận tăng trưởng 36%.

- ❑ **Sản lượng điện.** Lượng nước tích trữ cuối năm 2013 khá quan hơn nhiều so với thời điểm cuối 2012 khiến sản lượng điện trong Q1/2014 tăng 42% so với cùng kỳ năm 2013.
- ❑ **Giá bán điện.** Do hợp đồng giá điện vẫn chưa được ký kết chính thức, VSH vẫn đang tạm tính giá điện trong Q1/2014 ở mức 351 VNĐ/kwh, tương đương giá điện trong Q1/2013. Tuy nhiên, khác với năm trước, ngoài doanh thu từ điện, trong tổng doanh thu của Q1/2014 cũng đã hạch toán phí môi trường rừng là 20 VNĐ/kwh (tương đương 4,8 tỷ VNĐ). Tuy nhiên VSH chỉ đóng vai trò là người thu hộ khoản phí này từ EVN và sẽ tiến hành nộp lại cho Quỹ bảo vệ môi trường rừng, do đó một khoản chi phí tương đương (20 VNĐ/kwh) cũng đã được hạch toán trong giá vốn của Q1/2014.
- ❑ **Tình hình đầu tư xây dựng cơ bản.** Trong năm 2014, VSH dự kiến sẽ đầu tư thêm khoảng 1.000 tỷ VNĐ vào dự án Thượng Kon Tum, đưa tổng vốn đầu tư tính đến cuối 2014 lên 2.471 tỷ VNĐ (tương đương 40% nhu cầu vốn của dự án). Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy tình hình giải ngân của dự án khá chậm, khi trong Q1/2014 vốn đầu tư tăng thêm cho Thượng Kontum chỉ khoảng 65 tỷ VNĐ.

## Dự báo KQKD Q2/2014

Chúng tôi ước tính VSH có thể đạt 78 tỷ VNĐ doanh thu và 37 tỷ VNĐ LNST trong Q2/2014, dựa trên các cơ sở sau:

- ❑ **Giá điện.** Chúng tôi đã kỳ vọng giá bán điện của VSH được đàm phán xong trong Q1/2014, tuy nhiên cho đến thời điểm hiện tại Công ty vẫn chưa nhận được văn bản chấp thuận chính thức từ EVN. VSH đang đề nghị mức giá hợp đồng cho năm 2014 ở mức 423 VNĐ/kwh, cao hơn khoảng 20% so với mức giá tạm tính hiện tại (351 VNĐ/kwh) và bằng 75% giá hợp đồng năm 2009. Trước khi có văn bản thỏa thuận chính thức, VSH có thể sẽ tiếp tục hạch toán giá điện ở mức 351 VNĐ/kwh. Chúng tôi tạm sử dụng mức giá này để ước tính KQKD của VSH trong Q2/2014. Ngoài ra, trong doanh thu Q2/2014 VSH có thể hạch toán phí môi trường rừng là 20 VNĐ/kwh.
- ❑ **Sản lượng điện.** Năm 2013 là năm hạn hán nghiêm trọng tại các tỉnh miền Trung Tây Nguyên và sản lượng điện của VSH trong Q2/2013 chỉ đạt 129,4 triệu kwh, là mức thấp nhất trong vòng 5 năm. Năm 2014, theo dự báo của Trung tâm Dự báo khí tượng thủy văn Trung ương, tình trạng thủy văn sẽ thuận lợi hơn năm 2013 tuy nhiên, tại các tỉnh Trung

**Báo cáo cập nhật Q2/2014**

Bộ, đặc biệt từ Nghệ An đến Ninh Thuận, lượng mưa từ tháng 5 đến tháng 8 được dự báo sẽ thấp hơn mức trung bình nhiều năm. Trên cơ sở đó, chúng tôi ước tính VSH có thể đạt 210 triệu kwh điện trong Q2/2014. So với cùng kỳ năm 2013, sản lượng tiêu thụ điện có thể tăng 62%.

Lợi nhuận trong Q2/2014 có thể giảm so với Q2/2013 mặc dù sản lượng điện tiêu thụ tăng do trong cùng kỳ 2013, VSH phát sinh khoản lợi nhuận đột biến từ bán 3 triệu cổ phiếu PPC, thu về khoản lợi nhuận tài chính là 44,8 tỷ VNĐ.

**Ước tính kết quả kinh doanh Q2/2014 của VSH**

Chỉ tiêu	Q2/2013	Q2/2014F	% thay đổi	Lũy kế 2013	Lũy kế 2014F	% thay đổi
- Doanh thu (tỷ đồng)	44.719	77.910	74%	104.678	167.697	60%
- Sản lượng tiêu thụ (tr.kwh)	129	210	62%	302	454	50%
- Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	48.272	36.751	-24%	83.611	84.894	2%

*Nguồn: VSH, BVSC ước tính*

## Dự báo KQKD 2014

Vấn đề đàm phán giá điện của VSH đã kéo dài hơn 4 năm và hiện vẫn chưa đi đến hồi kết. Công ty kỳ vọng có thể đạt được thỏa thuận giá điện trong năm 2014 với mức giá đề nghị là 423 VNĐ/kwh. Nếu EVN thông qua mức giá này, chúng tôi ước tính VSH có thể đạt 352 tỷ đồng doanh thu và 201 tỷ đồng LNST trong năm 2014.

**Dự báo kết quả kinh doanh 2014 của VSH**

Chỉ tiêu	2013	2014F	%	Cơ sở dự báo
Doanh thu	283.315	352.206	24%	<p><b>Sản lượng.</b> VSH đặt kế hoạch sản lượng điện sản xuất năm 2014 ở mức 750 triệu kwh, cao hơn 11% so với năm 2013. Chúng tôi cho rằng Công ty có thể vượt mức kế hoạch sản lượng này và có thể đạt khoảng 800 triệu kwh trong năm nay.</p> <p><b>Giá bán điện.</b> Chúng tôi giả định đến cuối năm nay, hợp đồng giá điện của VSH sẽ được chốt với mức giá đàm phán là 423 VNĐ/kwh.</p> <p><b>Doanh thu từ phí môi trường rừng.</b> Với mức phí 20 VNĐ/kwh, VSH có thể hạch toán khoảng 15,9 tỷ VNĐ doanh thu từ phí môi trường rừng.</p>
Giá vốn	131.175	142.075	8%	Chi phí khấu hao của VSH năm 2014 khoảng 75 tỷ VNĐ, chiếm khoảng 50% chi phí sản xuất. Các chi phí khác (thuế tài nguyên, phí dịch vụ môi trường rừng, lương nhân công, chi phí sửa chữa lớn...) được giả định tương đương với 2013. Ngoài ra, phí môi trường rừng cũng sẽ được hạch toán vào chi phí 2014.
Lợi nhuận gộp	152.140	210.131	38%	
Doanh thu tài	95.773	31.160	-67%	Doanh thu tài chính năm 2013 có khoản đột biến khoảng 45 tỷ lợi nhuận từ bán

chính	3 triệu cổ phần PPC.		
Chi phí tài chính	5.802	6.542	13%
Vay nợ dài hạn sẽ tăng mạnh trong năm 2014 để đầu tư cho Thượng Kon Tum, một phần thông qua việc phát hành trái phiếu chuyển đổi trị giá 500 tỷ. Tuy nhiên các khoản nợ vay dài hạn này sẽ chưa thể làm tăng chi phí tài chính trong kỳ do chi phí lãi vay được vốn hóa.			
Lợi nhuận trước thuế	227.445	215.673	-5%
Lợi nhuận sau thuế	198.885	200.704	1%

## Khuyến nghị đầu tư

Mức giá VSH đang đề nghị cho hợp đồng điện năm 2014 là 423 VNĐ/kwh, thấp hơn so với mức chúng tôi đã kỳ vọng trước đây (563VNĐ/kwh - tương đương mức giá năm 2009). Giá điện trong các năm sau có thể cũng không có sự thay đổi nhiều so với mức giá này khi chi phí sản xuất của VSH tương đối ổn định. Do giá điện của VSH thấp hơn nhiều so với mức giá dự kiến, chúng tôi điều chỉnh giảm mức giá kỳ vọng của cổ phiếu VSH từ mức 16.300 VNĐ/cổ phần xuống 14.000 VNĐ/cổ phần. (Mô hình định giá không xét đến dự án Thượng KonTum do thời gian hoàn thành chưa rõ ràng và chưa thể xác định được giá điện sau khi đi vào hoạt động). Với mức giá giao dịch hiện tại là 16.200 VNĐ/cổ phần, chúng tôi khuyến nghị **UNDERPERFORM** đối với cổ phiếu VSH.

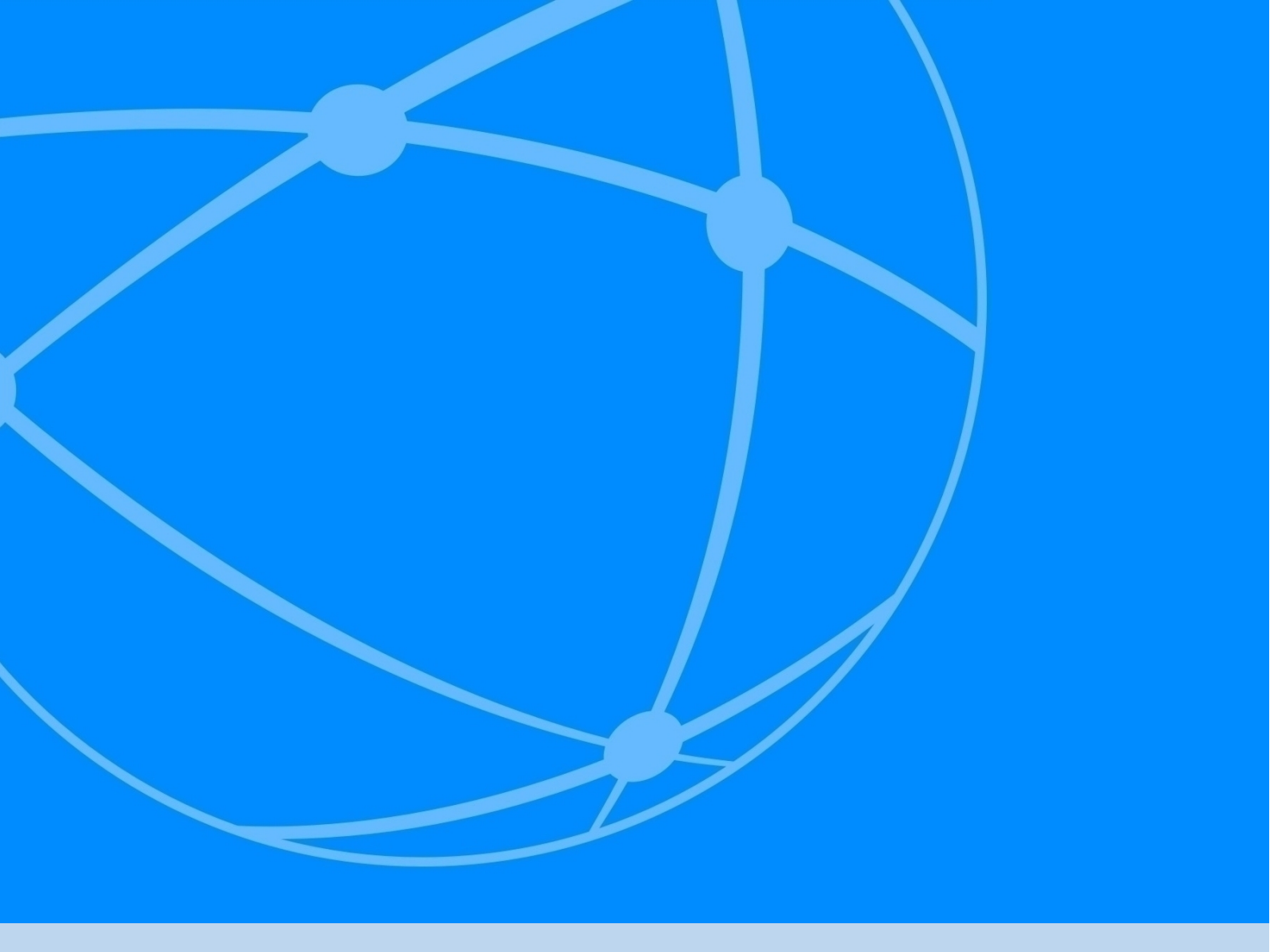
## THUYẾT MINH BÁO CÁO

**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, khuyên 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