

# CTCP THỦY ĐIỆN VĨNH SƠN – SÔNG HÌNH

Tháng Tám, 2014

## BÁO CÁO CẬP NHẬT: NĂM GIỮ



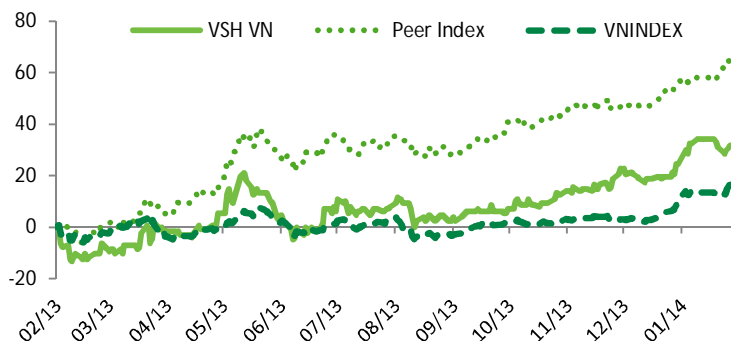
Giá hiện tại (26/8/2014)	đồng	14.600
Giá mục tiêu:	đồng	14.900
<b>Phân tích kỹ thuật</b> Khuyến nghị: <b>Năm Giữ</b>		
Ngưỡng kháng cự	đồng	15.300
Ngưỡng hỗ trợ	đồng	14.200
Mã Bloomberg: <b>VSH VN</b>	Sàn:	HSX
Ngành:	Điện	
Beta	1,05	
Giá cao nhất/thấp nhất 52 tuần (đồng)	12.800 – 18.000	
Số lượng cổ phiếu (triệu)	206,2	
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.032	
Cổ phiếu lưu hành tự do (triệu)	77,4	
KLGDBQ 12 tháng	784.410	
Sở hữu nước ngoài	26%	
Năm	Lợi suất cổ tức	EPS (TTM)
2014 (VPBS dự báo)		1,112
2013	6.8%	964
2012		1,135
2011		1,596
	2010-13 CAGR	2014E (tỷ đồng) 2014-18 CAGR
Doanh thu thuần	-13%	324 15%
EBITDA	-17%	277 15%
LNST	-13%	229 21%
Chỉ số tài chính	VSH	Cùng ngành VNI
PE	12,1	8,0 15,6
PEG	0,6	0,7 na
P/B	1,14	1,40 2,02
EBIT/I		4,74 na
EV/EBITDA	14,31	5,13 10,99
ROE	8,2%	18,7% 13,4%

### Giới thiệu về công ty:

VSH hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh điện, 99% sản lượng để bán cho EVN và 1% để sử dụng nội bộ.

Nhà máy Vĩnh Sơn được thành lập vào năm 1991 và sau đó sáp nhập với nhà máy Sông Hình vào năm 2000. EVN từng sở hữu 54% VSH nhưng đã bán 24% cho SCIC và chuyển nhượng 31% còn lại cho GENCO3.

Tính đến 31/12/2013, tổng tài sản là 3.664 tỷ đồng và vốn chủ sở hữu là 2.611 tỷ đồng.



Chúng tôi cập nhật khuyến nghị cho CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hình (VSH) từ MUA sang **NĂM GIỮ** dài hạn dựa trên những tiêu chí sau:

### Tăng trưởng doanh thu chưa chắc chắn

- ❖ Doanh thu khả quan trong 1H2014 nhờ sản lượng tăng. Loại trừ doanh thu tăng thêm nhờ thuế tài nguyên và môi trường, doanh thu thuần từ bán điện tăng khoảng 41,3% so với cùng kỳ. Tăng trưởng về doanh thu chủ yếu nhờ sản lượng tăng 49%.
- ❖ Giá bán điện cho EVN vẫn chưa được thống nhất. Giá bán điện cho giai đoạn từ năm 2010 -2013 cũng như giá bán cho năm 2014 đều đang thương lượng. Giá bán điện năm 2014 hiện sử dụng giá bán tạm thời của năm 2013 là 351 đồng/kwh. Ngoài ra, phần doanh thu tăng thêm đến từ phí môi trường 20 đồng/kwh và phí tài nguyên 60 đồng/kwh mà EVN trả trên mỗi kwh.
- ❖ Hoàn dự án Thương Kon Tum- dự án lớn nhất của VSH. Dự án Thương Kon Tum ban đầu được kỳ vọng sẽ đi vào hoạt động vào năm 2016, tuy nhiên, dự án này bị gián đoạn do vấn đề từ nhà thầu Trung Quốc. VSH phải tìm kiếm các nhà thầu Châu Âu để thay thế và lên kế hoạch cho việc xây dựng đường hầm dẫn nước.

### Lợi nhuận giảm

- ❖ Không còn lợi nhuận từ bán PPC. Doanh thu tài chính thuần của VSH giảm do Công ty không còn ghi nhận lợi nhuận từ việc bán cổ phiếu PPC. Trong nửa đầu năm 2014, lợi nhuận ròng của VSH đạt 94 tỷ đồng (4,4 triệu đô), cao hơn 15% so với cùng kỳ năm ngoái.

### Hệ số tương đối về lợi nhuận cao

- ❖ Điều chỉnh cho P/E cao. Tỷ lệ P/E của VSH cao hơn so với trung bình ngành cho thấy P/E này sẽ giảm dần trừ khi chúng ta kỳ vọng mức tăng trưởng lợi nhuận cao để điều chỉnh cho mức P/E cao. Chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận là 21%. Tuy nhiên dự báo lợi nhuận có thể thay đổi vì dựa trên mức giá bán điện không chắc chắn và đóng góp từ dự án Thương Kon Tum, hiện đang tạm ngưng.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo

---

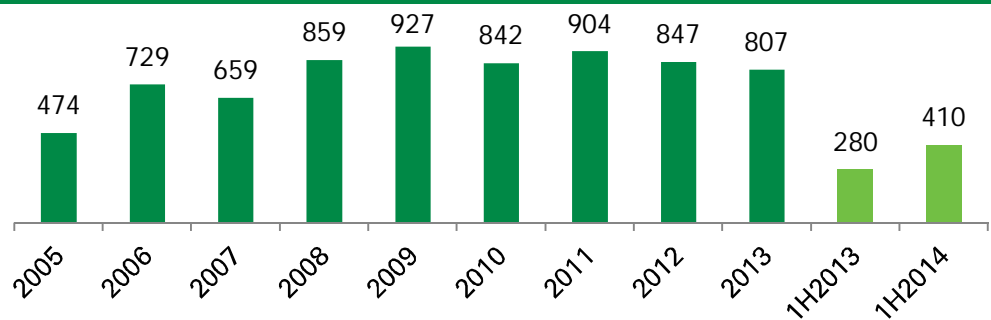
## Nội dung

<b>KẾT QUẢ KINH DOANH 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2014</b>	<b>3</b>
<b>KẾ HOẠCH NĂM 2014</b>	<b>4</b>
<b>DỰ ÁN THƯƠNG KON TUM</b>	<b>4</b>
<b>CẬP NHẬT DỰ BÁO</b>	<b>6</b>
Những thay đổi về giả định	6
Kết quả dự báo	7
<b>ĐỊNH GIÁ</b>	<b>8</b>
So sánh công ty cùng ngành	8
Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF)	8
Phân tích độ nhạy	9
Diễn biến giá cổ phiếu	9
Kết luận	10
Phân tích kỹ thuật	10

## KẾT QUẢ KINH DOANH 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2014

Trong 7 tháng đầu năm 2014, tổng lượng điện sản xuất của Việt Nam đạt 79,3 tỷ kwh, tăng 11,9% so với năm trước. Sản lượng thương phẩm đạt 72,8 tỷ kwh, cao hơn 10,5% so với 7 tháng đầu năm 2013. Trong đó, điện cung cấp cho xây dựng và công nghiệp tăng 14,2%; cho phân khúc thương mại và khách sạn tăng 11,9%; cho phân khúc quản lý và dân dụng tăng 12,8%. Điện dùng trong nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản tăng trưởng mạnh nhất với 27,1%. So với kế hoạch cả năm, tổng lượng điện thương mại trong 7 tháng đầu năm đã hoàn thành 58% kế hoạch. Xét về nguồn phát điện trong 7T2014, thủy điện vẫn là nguồn phát chính với tỷ trọng 46%. Nhiệt điện khí đứng vị trí thứ hai với 28% tổng nguồn cung, theo sau là nhiệt điện than với 22%. 4% nguồn cung điện đến từ những nguồn khác và điện mua từ Trung Quốc. Trong 6 tháng đầu năm 2014, VSH đã phát được khoảng 410 triệu kWh, đạt 54% kế hoạch năm và tăng 46% so với cùng kỳ năm 2013.

Sản lượng điện thương mại của VSH (triệu kWh)



Nguồn: VSH, VPBS ước tính

*Nếu dùng giá bán theo theo kiến nghị là 423 đồng/kWh thì doanh thu từ bán điện có thể đạt được 173 tỷ đồng (8,1 triệu đô), +17%.*

VSH đã công bố kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2014 với doanh thu thuần 182 tỷ đồng (8,5 triệu đô) và lợi nhuận ròng đạt 94 tỷ đồng (4,4 triệu đô). So với năm trước, doanh thu tăng mạnh 73% chủ yếu nhờ sản lượng tăng khoảng 49%. Chúng tôi đã ngạc nhiên vì giá bán để tạm tính doanh thu vẫn là giá tạm tính của năm 2013 (351 đồng/kWh). Kết quả tương đương với doanh thu từ bán điện khoảng 148 tỷ đồng (6,9 triệu đô). Phần còn lại 34 tỷ đồng (1,6 triệu đô) của doanh thu đến từ phí môi trường và phí tài nguyên mà EVN phải trả trên mỗi kWh, trong đó bao gồm 20 đồng/kWh cho phí môi trường và khoảng 60 đồng/kWh cho thuế tài nguyên. Khoản tiền này được EVN chuyển về cho VSH và VSH sẽ nộp cho nhà chức trách, do đó về cơ bản những phần doanh thu này không thực sự thuộc về công ty.

Tuy nhiên, doanh thu tài chính ròng của công ty giảm mạnh chỉ còn 11,4 tỷ đồng (0,5 triệu đô) so với 66 tỷ đồng (3,1 triệu đô) như nửa đầu năm 2013. Nguyên nhân là do VSH không còn ghi nhận doanh thu từ việc bán khoảng ba triệu cổ phiếu PPC trong quý 2 năm 2013. Nhìn chung, mức tăng của lợi nhuận gộp đủ cao để bù đắp cho sụt giảm lợi nhuận tài chính ròng, kết quả là LNTT không thay đổi, đạt 101 tỷ đồng (4,7 triệu đô) trong 1H2014. Nhờ chi phí thuế thực tế thấp hơn năm trước nên lợi nhuận ròng trong nửa đầu năm 2014 đạt 94 tỷ đồng (4,4 triệu đô), cao hơn 15% so với cùng kỳ năm ngoái. Với kết quả hiện tại, VSH đã hoàn thành 38% kế hoạch doanh thu và 44% kế hoạch lợi nhuận ròng.

## KẾ HOẠCH NĂM 2014

Giá bán điện cho EVN là vấn đề gây tranh cãi nhất trong đại hội cổ đông do giá bán trong giai đoạn 2010-2013 cũng như giá bán năm 2014 vẫn chưa được chốt. Cụ thể, giá bán của VSH trong báo cáo tài chính năm 2013 được tính toán dựa trên giá tạm thời là 351 đồng/ kWh. Mặc dù giá VSH thương lượng với EVN là 581 đồng/kWh cho năm 2013 nhưng mức giá này vẫn chưa được thống nhất giữa các bên. Trong biên bản họp mới nhất với EVN vào ngày 5/3/2013, giá bán bình quân cho cả giai đoạn 2010-2013 đã được đàm phán tại mức 511 đồng/kWh nhưng một lần nữa mức giá cuối cùng cho giai đoạn này vẫn chưa được EVN xác nhận.

Giá bán điện của VSH					
	2010	2011	2012	2013	2014
Giá tạm thời (đồng/kwh)	503	495	382	351	351
Giá đề xuất (đồng/kwh)	511 cho giai đoạn 2010-2013				423

Nguồn: VSH

VSH công bố kế hoạch sản lượng năm 2014 là khoảng 750 triệu kWh (trong đó 741 triệu kWh là sản lượng thương mại). Kế hoạch sản lượng năm 2014 cao hơn 11% so với sản lượng thương phẩm năm 2013. Trong khi đó, giá bán điện tính cho năm 2014 chỉ là giá tạm thời tại 423 đồng/kWh dẫn đến tổng doanh thu của công ty trong năm 2014 ước tính đạt 484 tỷ đồng (22,7 triệu đồng) (+28% so với cùng kỳ), trong đó 90% doanh thu đến từ kinh doanh điện. VSH dự kiến sẽ ghi nhận thu nhập tài chính ròng 35 tỷ đồng (1,6 triệu USD) dẫn đến lợi nhuận ròng 214,6 tỷ đồng (10 triệu USD) (+9% so với cùng kỳ). Cổ tức bằng tiền năm 2014 vẫn không thay đổi ở mức 10% (1.000 đồng/CP).

## DỰ ÁN THƯƠNG KON TUM

Nhà máy thủy điện Thương Kon Tum, dự án quan trọng của VSH, dự kiến sẽ tri hoãn cho đến 2018-2019 với lý do:

- 1) Khó khăn trong việc chuyển đổi mục đích sử dụng đất nằm trong khu vực hồ chứa
- 2) Vấn đề trong việc xây dựng đường hầm do có một dòng nước ngầm mạnh với lưu lượng với 160 lít /giây, ảnh hưởng đến tốc độ vận hành đường hầm
- 3) Cuối cùng nhưng không kém phần quan trọng, lý do chính khiến dự án trì hoãn đến từ phía nhà thầu Trung Quốc. Cụ thể,
  - Hạng mục cửa nhận nước: dự án được thi công từ tháng 9 năm 2009, tổng thời gian thi công 48 tháng. Nhà thầu Trung Quốc sử dụng TBM (máy đào) để đào hầm nhưng đến nay mới chỉ hoàn thành 3km trong tổng số 5km.
  - Hạng mục hầm dẫn nước, nhà máy và trạm phân phối nước: dự án này dự kiến hoàn thành trong 42 tháng. Tuy nhiên, đến nay tăng ba của nhà máy chỉ đạt 9% khối lượng thiết kế, hầm dẫn nước đào được 15%.
  - Ngoài ra nhà thầu Trung Quốc còn cố tình trì hoãn và yêu cầu tăng chi phí xây dựng thêm khoảng 800 tỉ đồng (36 triệu đô). Yêu cầu này là không thể chấp nhận được đối với VSH, dẫn đến việc phía Trung Quốc chính thức chấm dứt xây dựng đường hầm kể từ ngày

---

25/5/2014. VSH đối mặt với nguy cơ phải tìm kiếm nhà thầu khác từ Châu Âu để thay thế, do đó có thể chi phí để xây dựng có thể vượt hơn kế hoạch ban đầu là 5.444 tỷ đồng (269 triệu đô).

## CẬP NHẬT DỰ BÁO

### Những thay đổi về giả định

Trong báo cáo phân tích lần đầu vào tháng ba năm 2014, chúng tôi đã đánh giá cao triển vọng của VSH dựa trên kỳ vọng kỳ kết được giá bán điện cao hơn. Do kết quả kinh doanh gần đây của công ty chỉ đạt 29% dự báo doanh thu và 23% dự báo lợi nhuận ròng, và dựa trên trao đổi với công ty, chúng tôi đã điều chỉnh mô hình và thay đổi một số giả định như sau:

- ❖ **Giá bán:** Trong báo cáo trước đây, chúng tôi dự báo giá bán là 563 đồng/kwh (giá năm 2009). Mặc dù VSH thông báo giá bán tạm tính trong năm 2014 là 423 đồng/kwh nhưng giá tạm tính thực tế áp dụng trong năm nay là giá bán của năm 2013 (351 đồng/kwh). Chúng tôi thận trọng áp dụng giá tạm tính này cho cả giai đoạn dự phóng, thấp hơn 38% so với giả định trước đây. Giá bán của VSH còn tính thêm phí môi trường 20 đồng/kwh và phí tài nguyên 60 đồng/kwh. Bên cạnh đó, do không chắc chắn trong việc ký hợp đồng chính thức với EVN nên chúng tôi không cộng thêm doanh thu hồi tố trong lần điều chỉnh này.
- ❖ **Sản xuất điện:** chúng tôi giả định sản lượng sẽ tăng với tốc độ trung bình 15%/năm trong suốt giai đoạn dự phóng. So với báo cáo lần đầu trước đây, chúng tôi đã dự báo là 6% trong năm 2014 và năm 2015 từ báo cáo lần đầu. Tốc độ tăng trưởng sau đó sẽ đạt 20% trong năm 2016 và tăng mạnh lên 44% trong năm 2017 nhờ dự án Thượng Kon Tum là nguồn đóng góp doanh thu chủ yếu của công ty trong năm năm tới.
- ❖ **Dự án Thượng Kon Tum:** chúng tôi đánh giá tiến độ thi công dự án sẽ chịu ảnh hưởng nặng nề khi nhà thầu Trung Quốc rút lui. VSH sẽ tốn nhiều thời gian tìm nhà thầu mới để xây dựng đường hầm cũng như lên kế hoạch xây dựng mới cho dự án Thượng Kon Tum. Một lần nữa, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ bắt đầu hoạt động từ cuối năm 2018, đầu năm 2019, trễ hơn rất nhiều so với kế hoạch ban đầu. Do không chắc chắn về dự án này nên chúng tôi loại bỏ đóng góp doanh thu của dự án này khỏi mô hình cho đến khi công ty ký kết hợp đồng với đối tác Châu Âu và hoàn thành kế hoạch xây dựng mới. Do dự án này bị loại bỏ nên chi phí đầu tư của VSH giảm đáng kể so với kế hoạch đầu tư trước đó là 5.744 tỷ đồng (270 triệu đô). Chúng tôi giả định chi phí này chỉ khoảng 200 tỷ đồng (9,4 triệu đô) mỗi năm, hầu hết sử dụng cho việc bảo trì. Vì vậy, tổng tài sản cố định của VSH tăng nhẹ 4%/năm trong giai đoạn dự phóng.

	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Giá tạm tính (đồng/kwh)	431	431	431	431	431
Sản lượng thương phẩm (triệu kwh)	743	854	982	1129	1299
Doanh thu (tỷ đồng)	324	370	427	490	563

Nguồn: VPBS

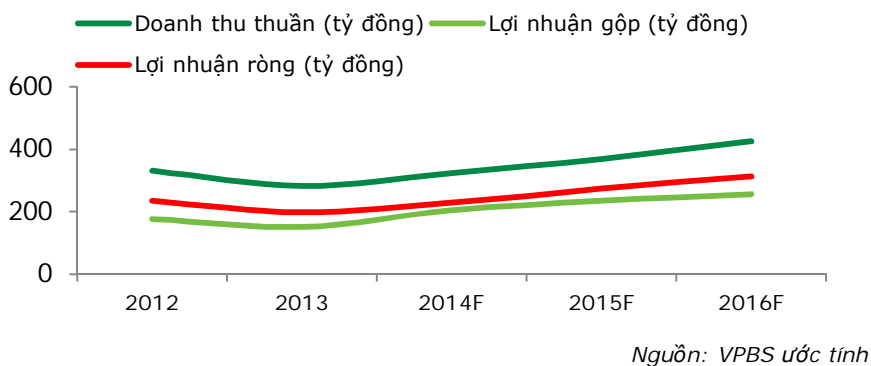
- ❖ Với giả định nguồn lực của VSH không sử dụng đầu tư vào dự án Thượng Kon Tum, doanh thu tài chính của công ty tăng từ 77 tỷ đồng trong năm 2014 lên 212 tỷ đồng vào năm 2018. Mặt khác, chi phí tài

chính khá khiêm tốn do không cần vay nợ ngân hàng đầu tư cho dự án.

### Kết quả dự báo

Dựa trên những thay đổi trong giả định, dự báo của chúng tôi về kết quả kinh doanh của VSH cũng thay đổi. Cụ thể, chúng tôi dự báo công ty sẽ đạt doanh thu 324 tỷ đồng (15,2 triệu đô) và lợi nhuận ròng đạt 229 tỷ đồng (10,7 triệu đô), tăng 15% so với lợi nhuận năm 2013. Dựa trên kết quả 6 tháng đầu năm 2014, VSH đã hoàn thành 56% doanh thu dự báo và 41% lợi nhuận ròng dự báo.

#### Dự báo kết quả kinh doanh của VSH



## ĐỊNH GIÁ

### So sánh công ty cùng ngành

Có tám công ty thủy điện niêm yết trên sàn chứng khoán và hầu hết các công ty này có mô hình kinh doanh tương tự VSH. Chúng tôi chỉ loại bỏ TIC – CTCP Đầu tư điện Tây Nguyên do hoạt động chính của công ty này là đầu tư tài chính. Do đó, chúng tôi áp dụng chỉ số P/E trung vị của ngành để xác định giá trị tương đối cho VSH. Chỉ số trung vị của các công ty cùng ngành thuộc khoảng 6 lần đến 9 lần, thấp hơn nhiều so với chỉ số P/E của VSH do EPS 2013 của công ty khá thấp. Với EPS dự báo năm 2014 là 1.116 đồng và P/E mục tiêu là 8 lần, chúng tôi xác định giá trị tương đối của VSH là 8.934 đồng/cổ phiếu.

Tên	Mã Bloomberg	P/E	P/B	ROE	EV/EBITDA
CTCP Thủy điện – Điện lực 3	DRL VN Equity	7,6	2,6	35,1	5,0
CTCP Thủy điện Nậm Mu	HJS VN Equity	9,2	0,9	9,5	5,1
CTCP Sông Ba	SBA VN Equity	6,0	1,0	16,4	6,7
CTCP Thủy điện Cấn Đơn	SJD VN Equity	6,4	1,3	20,2	4,7
CTCP Thủy điện Thác Bà	TBC VN Equity	8,4	1,5	19,1	4,0
CTCP Thủy điện Thác Mơ	TMP VN Equity	8,7	1,6	18,4	2,8
Trung vị		8,0	1,4	18,7	4,8
<b>Thủy điện Vĩnh Sơn–Sông Hình</b>	<b>VSH VN Equity</b>	12,2	1,1	8,2	16,8
EPS 2014 của VSH		1.116			
Giá trị tương đối		8.934			

Nguồn: VPBS

### Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF)

Chúng tôi xác định giá trị nội tại của VSH dựa trên phương pháp DCF. VPBS tin rằng đây là phương pháp phù hợp để đánh giá công ty tiện ích với mô hình thu nhập rõ ràng. Chúng tôi thu được giá DCF của công ty là 17,447 đồng.

Chi phí vốn	Giá trị
Lợi suất trái phiếu chính phủ 5 năm	6,4%
Beta	1.05
Tỷ suất lợi nhuận thị trường	15,00%
Chi phí vốn	15%
Chi phí lãi vay	
Lãi suất vay dài hạn	8%
Thuế suất	13%
Chi phí lãi vay sau thuế	7%
Giá hiện tại (đồng)	14.700
Khối lượng cổ phiếu lưu hành	206.241.246
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.3
Nợ vay (tỷ đồng)	818,3
WACC	14%



Tốc độ tăng trưởng dài hạn	6,0%
<b>Giá trị một cổ phiếu</b>	<b>17.447</b>
Nguồn: Bloomberg, VPBS	

## Phân tích độ nhạy

### Độ nhạy của giá DCF đối với sản lượng và giá bán điện

Sản lượng (triệu kwh)/ Giá bán điện (đồng/kWh)	283	314	349	388	431	474	522
487	7.926	9.730	11.734	13.962	16.436	18.911	21.633
541	8.066	9.886	11.908	14.154	16.650	19.146	21.892
601	8.223	10.060	12.101	14.368	16.888	19.408	22.180
668	8.396	10.252	12.315	14.606	17.153	19.699	22.500
743	8.589	10.466	12.553	14.871	<b>17.447</b>	20.022	22.855
817	8.782	10.681	12.791	15.135	17.740	20.345	23.211
898	8.994	10.916	13.052	15.426	18.063	20.701	23.602
988	9.227	11.175	13.340	15.746	18.419	21.092	24.032
1.087	9.483	11.460	13.657	16.098	18.810	21.522	24.505
1.196	9.766	11.774	14.006	16.485	19.240	21.995	25.026

Nguồn: VPBS

### Độ nhạy của giá DCF đối với tỷ suất lợi nhuận thị trường và tốc độ tăng trưởng

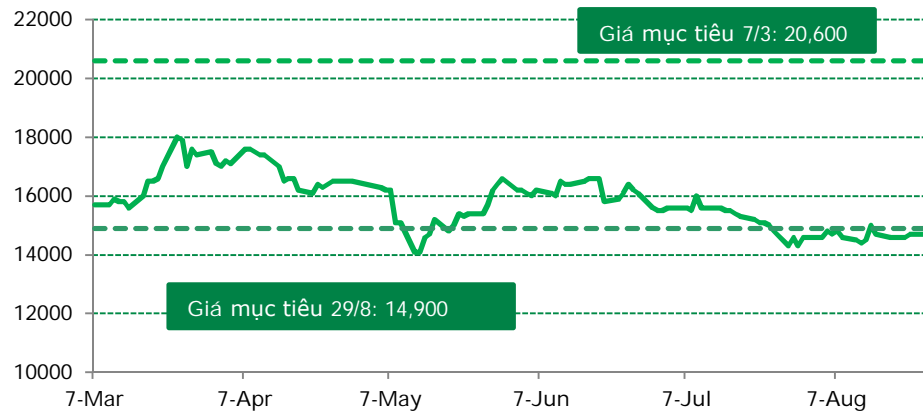
Tỷ suất lợi nhuận thị trường (%) / Tốc độ tăng trưởng dài hạn (%)	4%	5%	6%	7%	8%
13%	17.783	20.110	23.214	27.563	34.097
14%	15.778	17.608	19.976	23.158	27.664
15%	14.123	15.592	<b>17.447</b>	19.860	23.129
16%	12.735	13.935	15.418	17.299	19.762
17%	11.555	12.549	13.757	15.255	17.165

Nguồn: VPBS

## Diễn biến giá cổ phiếu

Trong báo cáo phân tích VSH lần đầu vào ngày 7 tháng 3 năm 2014, chúng tôi đã đưa ra khuyến nghị MUA dài hạn với giá mục tiêu là 20.600 đồng. Vào thời điểm đó, VSH giao dịch trên thị trường với giá 15.400 đồng. Giá cổ phiếu VSH sau đó tăng mạnh từ 15.400 đồng và đạt đỉnh 18.000 đồng vào ngày 24 tháng 3 năm 2014 (tăng 19%). Tuy nhiên, cổ phiếu này giảm đáng kể chỉ còn 14.100 đồng vào tháng 5 năm 2014 do căng thẳng biển Đông. Cổ phiếu VSH hồi phục và dao động nhẹ quanh mức 16.500 đồng từ giữa tháng 5 đến đầu tháng 8. Gần đây, cổ phiếu VSH giảm mạnh xuống 14.600 đồng (giảm 12%) do thông tin hoãn dự án lớn nhất của công ty là dự án Thượng Kon Tum.

## Diễn biến giá VSH



Nguồn VPBS

## Kết luận

Kết hợp phương pháp DCF và phương pháp P/E với tỷ trọng lần lượt là 70% và 30%, chúng tôi thu được giá mục tiêu của VSH là 13.600 đồng/cổ phiếu, ngang so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu VSH.

Phương pháp	Giá trị
Giá DCF (đồng/cổ phiếu)	17.447
Tỷ trọng DCF	70%
Giá P/E	8.934
Tỷ trọng P/E	30%
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>14.893</b>

Nguồn: VPBS

## Phân tích kỹ thuật

Đồ thị kỹ thuật cho thấy xu hướng giảm điểm của cổ phiếu VSH từ mức giá cao nhất tại 16.700 đ/cp vào ngày 29 tháng 5 đến 14.200 đ/cp vào cuối tháng 7/2014. Sau khi tạo đáy quanh khu vực này, cổ phiếu VSH đã phục hồi trở lại và hiện đang tích lũy quanh các đường trung bình động ngắn hạn MA5, MA10 và MA20 ngày. Theo đó, cổ phiếu VSH hiện vẫn chưa phát ra những dấu hiệu mới về xu hướng trong thời gian tới. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **Nắm giữ** cổ phiếu VSH trong lần cập nhật báo cáo này.

## Diễn biến giá cổ phiếu VSH

Mã	VSH
Thời điểm phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong ba tháng	16,700
Giá thấp nhất trong ba tháng	14,200
Đường MA50 ngày hiện tại	15,300
Đường MA100 ngày hiện tại	15,800
Ngưỡng cản trung hạn	15,300
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	14,200
<b>Khuyến nghị</b>	<b>NẮM GIỮ</b>



Nguồn: VPBS

<b>Báo cáo thu nhập (tỷ đồng)</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
<b>Doanh thu</b>							
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>332</b>	<b>283</b>	<b>324</b>	<b>370</b>	<b>427</b>	<b>490</b>	<b>563</b>
<i>Tốc độ tăng trưởng</i>	-28%	-15%	15%	14%	15%	15%	15%
<b>Giá vốn hàng bán</b>							
Khấu hao	86	75	85	97	125	130	135
Giá vốn hàng bán báo cáo	155	131	119	134	169	180	193
Trừ: khấu hao trong giá vốn hàng bán	86	75	85	97	125	130	135
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>69</b>	<b>56</b>	<b>33</b>	<b>38</b>	<b>44</b>	<b>50</b>	<b>58</b>
<b>LN gộp</b>	<b>263</b>	<b>227</b>	<b>291</b>	<b>332</b>	<b>383</b>	<b>439</b>	<b>505</b>
<i>Biên LN gộp</i>	79%	80%	90%	90%	90%	90%	90%
<b>Chi phí quản lý</b>							
Lương	15	15	17	17	17	17	18
Nghiên cứu và phát triển		-	-	-	-	-	-
Vận chuyển		-	-	-	-	-	-
Khác		-	-	-	-	-	-
<b>Tổng chi phí quản lý</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>18</b>
Thu nhập từ công ty liên kết	2	1	3	2	2	2	2
<b>EBITDA</b>	<b>250</b>	<b>213</b>	<b>277</b>	<b>317</b>	<b>368</b>	<b>424</b>	<b>489</b>
<i>Biên lợi nhuận EBITDA</i>	75%	75%	85%	86%	86%	87%	87%
<b>Khấu hao tài sản cố định</b>	86	75	85	97	125	130	135
<b>Khấu hao tài sản vô hình</b>		-	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>164</b>	<b>137</b>	<b>192</b>	<b>221</b>	<b>242</b>	<b>294</b>	<b>354</b>
Doanh thu tài chính	98	96	77	92	115	158	212
Chi phí tài chính							
Chi phí lãi vay	4	4	3	3	4	5	4
Lỗ tỷ giá hối đoái		-	-	-	-	-	-
Lỗ khác	(10)	2	8	0	4	4	3
<b>Lợi nhuận tài chính ròng</b>	<b>103</b>	<b>90</b>	<b>66</b>	<b>88</b>	<b>108</b>	<b>150</b>	<b>206</b>
Thu nhập khác	0	0					
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>267</b>	<b>227</b>	<b>257</b>	<b>309</b>	<b>350</b>	<b>444</b>	<b>560</b>
Thuế thu nhập doanh nghiệp	32	29	28	34	36	45	57
<i>Thuế suất thực tế</i>	12%	13%	11%	11%	10%	10%	10%
<b>Thu nhập trước lãi/lỗ bất thường</b>	<b>236</b>	<b>199</b>	<b>229</b>	<b>275</b>	<b>314</b>	<b>398</b>	<b>502</b>
Lãi/Lỗ bất thường		-	-	-	-	-	-
Quyền lợi cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-
Lãi/Lỗ bất thường & Quyền lợi cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>236</b>	<b>199</b>	<b>229</b>	<b>275</b>	<b>314</b>	<b>398</b>	<b>502</b>
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	71%	70%	71%	74%	74%	81%	89%

**Bảng cân đối tài sản (Tỷ đồng)**

2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

**Tài sản ngắn hạn**

Tiền và tương đương tiền	640	574	364	626	977	1.288	1.425
Đầu tư ngắn hạn	181	-	294	158	151	201	170
Phải thu	143	186	159	190	223	267	291
<i>Vòng quay phải thu</i>	<i>157</i>	<i>240</i>	<i>179</i>	<i>187</i>	<i>191</i>	<i>199</i>	<i>189</i>
Hàng tồn kho	31	36	21	22	27	30	35
<i>Vòng quay hàng tồn kho</i>	<i>164</i>	<i>235</i>	<i>231</i>	<i>210</i>	<i>225</i>	<i>222</i>	<i>219</i>
Tài sản ngắn hạn khác	472	462	440	458	453	450	454
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.468</b>	<b>1.258</b>	<b>1.277</b>	<b>1.454</b>	<b>1.831</b>	<b>2.237</b>	<b>2.375</b>

**Tài sản dài hạn**

Tài sản cố định	3.872	4.438	4.628	4.828	5.028	5.228	5.428
Khấu hao	1.974	2.047	2.133	2.229	2.355	2.485	2.620
Tài sản ròng	1.899	2.390	2.495	2.598	2.673	2.743	2.807
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-	-	-
Tài sản cố định vô hình	-	-	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	16	16	16	16	16	16	16
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>1.915</b>	<b>2.406</b>	<b>2.511</b>	<b>2.614</b>	<b>2.689</b>	<b>2.759</b>	<b>2.823</b>

**Tổng tài sản**

<b>3.382</b>	<b>3.664</b>	<b>3.787</b>	<b>4.068</b>	<b>4.520</b>	<b>4.995</b>	<b>5.198</b>
--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

**Nợ ngắn hạn**

Phải trả	11	37	13	15	21	21	25
<i>Vòng quay phải trả</i>	<i>59</i>	<i>239</i>	<i>144</i>	<i>147</i>	<i>176</i>	<i>156</i>	<i>160</i>
Chi phí phải trả	80	152	112	122	133	125	133
Nợ ngắn hạn	665	665	688	720	780	804	633
Nợ ngắn phải trả khác	38	45	42	43	43	43	43
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>794</b>	<b>899</b>	<b>855</b>	<b>900</b>	<b>977</b>	<b>994</b>	<b>834</b>

**Nợ dài hạn**

Nợ dài hạn	212	154	344	512	675	838	802
Nợ dài hạn khác	-	-	-	-	-	-	-
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>212</b>	<b>154</b>	<b>344</b>	<b>512</b>	<b>675</b>	<b>838</b>	<b>802</b>

**Tổng nợ**

<b>1.006</b>	<b>1.052</b>	<b>1.200</b>	<b>1.412</b>	<b>1.652</b>	<b>1.832</b>	<b>1.636</b>
--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

**Nợ/ Vốn**

<i>26,3%</i>	<i>23,9%</i>	<i>28,5%</i>	<i>31,7%</i>	<i>33,7%</i>	<i>34,2%</i>	<i>28,7%</i>
--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

**Vốn chủ sở hữu**

Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	2.062	2.062	2.062	2.062	2.062	2.062	2.062
Lợi nhuận giữ lại	388,04	502,50	525,60	594,60	805,89	1.101,09	1.500,24
Vốn khác	47	-	-	-	-	-	-

**Tổng vốn chủ sở hữu**

<b>2.450</b>	<b>2.611</b>	<b>2.588</b>	<b>2.657</b>	<b>2.868</b>	<b>3.163</b>	<b>3.562</b>
--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

**Quyền lợi cổ đông thiểu số**

-	-	-	-	-	-	-
---	---	---	---	---	---	---

**Tổng nợ và vốn chủ sở hữu**

<b>3.456</b>	<b>3.664</b>	<b>3.787</b>	<b>4.068</b>	<b>4.520</b>	<b>4.995</b>	<b>5.198</b>
--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

<b>Lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
Lợi nhuận sau thuế	236	199	229	275	314	398	502
Khấu hao tài sản cố định và tài sản vô hình	86	75	85	97	125	130	135
Thay đổi trên Vốn lưu động	42	(298)	38	(46)	(28)	(44)	(28)
Chênh lệch trên các khoản khác	(105)	1.158	(40)	9	11	(8)	8
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>258</b>	<b>1,134</b>	<b>313</b>	<b>335</b>	<b>423</b>	<b>476</b>	<b>617</b>
(Tăng)/Giảm đầu tư	402	-	(294)	135	8	(50)	31
Thay đổi TSCĐ do đầu tư	(548)	(370)	(190)	(200)	(200)	(200)	(200)
Thanh lý TSCĐ	-	-	-	0	-	-	-
Các hoạt động đầu tư khác	107	35	-	-	-	-	-
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư</b>	<b>(39)</b>	<b>(335)</b>	<b>(484)</b>	<b>(65)</b>	<b>(192)</b>	<b>(250)</b>	<b>(169)</b>
(Chi trả cổ tức)	(83)	(1)	(206)	(206)	(103)	(103)	(103)
Tăng/(Giảm) vay ngắn hạn	1.001	101	23	31	60	24	(171)
Tăng/(Giảm) vay dài hạn	(978)	(966)	191	167	163	163	(37)
Tăng/(Giảm) vốn	-	-	(47)	-	-	-	-
Tiền thu từ các hoạt động tài chính khác	-	-	-	-	-	-	-
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính</b>	<b>(60)</b>	<b>(866)</b>	<b>(39)</b>	<b>(7)</b>	<b>120</b>	<b>85</b>	<b>(311)</b>
Tiền tồn đầu kỳ	483	640	574	364	626	977	1.288
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	159	(67)	(210)	263	351	311	137
<b>Số dư tiền mặt cuối kỳ</b>	<b>642</b>	<b>573</b>	<b>364</b>	<b>626</b>	<b>977</b>	<b>1,288</b>	<b>1,425</b>

Chỉ số tài chính	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
<b>Chỉ số định giá</b>						
PE	15	13	11	10	8	6
PEG	18,1	11,5	9,2	8,4	6,0	4,8
EV to EBIT	25	18	16	14	12	10
EV to EBITDA	16	12	11	9	8	7
Giá CP/Doanh thu	10,7	9,3	8,2	7,1	6,2	5,4
Giá CP/Giá trị sổ sách	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9
Lợi suất	7%	7%	3%	3%	3%	3%
<b>Chỉ số sinh lời</b>						
Biên LN gộp (trừ: khấu hao)	80%	90%	90%	90%	90%	90%
Biên LN EBITDA	75%	85%	86%	86%	87%	87%
Biên LN hoạt động	48%	59%	60%	57%	60%	63%
Biên LN ròng	70%	71%	74%	74%	81%	89%
ROA	5.6%	6.2%	7,0%	7,3%	8,4%	9.9%
ROE	8%	9%	10%	11%	13%	14,9%
Biên LN gộp	64%	57%	60%	53%	54%	63%
Biên LN EBIT	63%	53%	57%	49%	48%	59%
<b>Chỉ số nợ</b>						
Hệ số nợ (EBIT/I)	37,36	65,49	63,24	58,80	63,14	87,03
EBITDA / (Vốn + Đầu tư)	0,57	1,44	1,56	1,80	2,07	2,40
Nợ/vốn	0,24	0,29	0,32	0,34	0,34	0,29
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,31	0,40	0,46	0,51	0,52	0,40

## HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

**Mua:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tối lớn hơn +15%

**Giữ:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tối dao động từ -10% đến 15%

**Bán:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tối thấp hơn -10%

## LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

### **BARRY DAVID WEISBLATT**

Giám đốc Khối Phân tích  
barryw@vpbs.com.vn

### **LÊ MAI THÙY LINH**

Giám đốc - Phân tích cơ bản  
linhlmt@vpbs.com.vn

### **NGÔ THU BA**

Chuyên viên phân tích cao cấp  
bant@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

### **MARC DJANDJI, CFA**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng tổ chức  
marcdjandji@vpbs.com.vn  
+848 3823 8608 Ext: 158

### **LÝ ĐẮC DŨNG**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân  
dungld@vpbs.com.vn  
+844 3974 3655 Ext: 335

### **VÕ VĂN PHƯƠNG**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1  
Thành phố Hồ Chí Minh  
phuongvv@vpbs.com.vn  
+848 6296 4210 Ext: 130

### **DOMALUX**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2  
Thành phố Hồ Chí Minh  
domalux@vpbs.com.vn  
+848 6296 4210 Ext: 128

### **TRẦN ĐỨC VINH**

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ  
Hà Nội  
vinhtd@vpbs.com.vn  
+844 3835 6688 Ext: 369

### **NGUYỄN DANH VINH**

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai  
Thành phố Hồ Chí Minh  
vinhnd@vpbs.com.vn  
+848 3823 8608 Ext: 146

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gần với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

### Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế  
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội  
T - +84 (0) 4 3974 3655  
F - +84 (0) 4 3974 3656

### Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
T - +84 (0) 8 3823 8608  
F - +84 (0) 8 3823 8609

### Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,  
Quận Hải Châu, Đà Nẵng  
T - +84 (0) 511 356 5419  
F - +84 (0) 511 356 5418