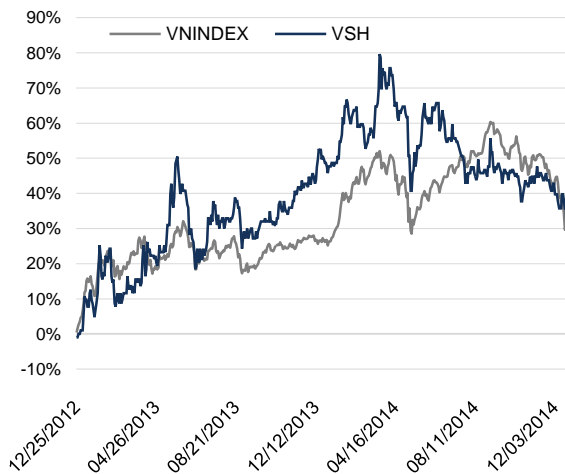


## CTCP THỦY ĐIỆN VĨNH SƠN SÔNG HÌNH (HSX:VSH)

<b>Cao Thị Tĩnh</b> Chuyên viên phân tích Email: tinhct@fpts.com.vn Tel: 84) – 437737070 - Ext : 4305	Giá hiện tại	<b>13.600</b>	-18%	-7%	0%	+7%	+18%
	Giá mục tiêu	<b>15.400</b>	Bán	Giảm	Theo dõi	Thêm	Mua
	Tỷ suất sinh lời	<b>+13,72%</b>					
	Tỷ suất cổ tức	<b>7,35%</b>					
			<b>THÊM</b>				

### Biến động giá VSH và VN-Index



### VSH – KÝ KẾT GIÁ BÁN SAU 5 NĂM ĐÀM PHÁN

VSH vừa ký kết chính thức hợp đồng với EVN trong tháng 12 này, theo đó hợp đồng sẽ thống nhất lại toàn bộ giá cho 4 năm về trước và năm 2014 trở đi. Việc ký kết này có tác động tích cực về ngắn hạn với hạch toán chênh lệch doanh thu trong 5 năm trở lại đây và về dài hạn với mức giá hợp đồng chính thức cao hơn mức giá tạm tính. Cụ thể, các hạch toán tạm tính sẽ được tính toán lại và dự kiến sẽ được bù trừ vào Q4'14 và cả năm 2014. Theo ước tính của chúng tôi, LNTT của doanh nghiệp trong năm 2014 sẽ được tăng thêm **200 tỷ đồng**, giúp EPS trong năm đạt khoảng 1.500 đồng/cổ phiếu. Dựa theo phương pháp định giá P/E với mức P/E trung bình ngành 10,21x, chúng tôi ước tính mức giá hợp lý của VSH khoảng **15.300 đồng**, cao hơn so với mức giá hiện tại 13%, và đưa ra khuyến nghị **THÊM** đối với cổ phiếu này.

Thông tin giao dịch		24/12/2014	
Giá hiện tại		13.600	
Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)		18.000	
Giá thấp nhấp 52 tuần (đ/cp)		13.600	
Số lượng CP niêm yết (cp)		206.241.246	
Số lượng CP lưu hành (cp)		206.241.246	
KLGD BQ 3 tháng (cp/phiên)		322.677	
% giới hạn sở hữu nước ngoài		27.15%	
% sở hữu nước ngoài hiện tại		2.062	
Vốn điều lệ (tỷ đồng)		2.804	
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)		13.600	
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2014F(*)	2013	9T2014
Doanh thu thuần	471	283	210
LNTT	340	226	101
LNTT/Doanh thu (%)	72,2	79,7	48
EPS (đồng/cp)	1.549	967	458
P/E	8,7	14,1	19,19
Danh sách cổ đông			Tỷ lệ(%)
Sở hữu của nhà nước			54,55%
Sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài			27,15%
Sở hữu khác			18,30%

**Hợp đồng giá điện với EVN đã hoàn tất:** Sau 5 năm đàm phán không thống nhất được mức giá và hợp đồng, cuối cùng VSH đã thỏa thuận được với EVN về mức giá chính thức từ đầu tháng 11/2014 với mức giá thỏa thuận chính thức cho 2010-2013 và giá cho 2014 trở đi. Ngày 18/12/2014, VSH đã ký kết hợp đồng giá điện chính thức với EVN, vì vậy VSH sẽ phải hạch toán lại phần chênh lệch doanh thu từ việc tạm tính giá điện. Chúng tôi giả định phần chênh lệch này sẽ được hạch toán vào kết quả kinh doanh quý 4 này và cả năm 2014 thì lợi nhuận tăng cả năm 2014 sẽ được tăng lên thêm 200 tỷ đồng.

**Sản lượng điện Q4'14 thấp do điều kiện thủy văn không thuận lợi:** Dự tính sản lượng điện cả năm tương đối thấp so với cùng kỳ do mực nước hiện tại của một số hồ chứa đã dưới mực nước bình thường và gần sát với mực nước chết. Sản lượng ước tính trong Q4'14 khoảng 160 -170 triệu kWh, giảm 30% so với cùng kỳ năm trước. Sản lượng cả năm chỉ ước đạt khoảng 650 triệu kWh, giảm 3% so với cùng kỳ và chỉ hoàn thành 88% kế hoạch năm.

**Hạch toán chênh lệch giá bán tạm tính và giá chính thức, VSH được hưởng lợi:** Giá bình quân điện tạm tính và giá bán trên hợp đồng không chênh lệch quá nhiều (giá bình quân 414 đồng/kWh so với 351 đồng/kWh) nhưng phần hạch toán một phần sản lượng được giao bán trên thị trường điện cạnh tranh từ T7/2012 đến hết 2014, giúp VSH tăng lợi nhuận lên 1 khoản tối thiểu 200 tỷ đồng (trước thuế) và được hạch toán vào trong Q4'14. LNST cả năm 2014 ước đạt 319 tỷ, vượt 48% so với kế hoạch, tương đương với EPS khoảng **1.500 đồng/cổ phiếu**.

Thông qua trả cổ tức 10% cho kết quả kinh doanh 2013 và tạm

**ứng 5% cổ tức năm 2014 vào Q1'15:** Ngày 22/12/2014, HĐQT doanh nghiệp đã thông qua Nghị quyết số 1561/2014/NQ-VSH-HĐQT, thông qua tỷ lệ cổ tức 10% cho kết quả kinh doanh 2013 và tạm ứng cổ tức 5% năm 2014, được thực hiện vào Q1'15.

### Kết quả định giá theo phương pháp PE

Mã CP	Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (USD)	DT thuần (USD)	ROE	EV/EBITD A	ROC	P/E	P/B
CHP VN	CENTRAL HYDROPOWER JSC	Việt Nam	82,98	25,15	10,30	6,04	N/A	14,10	1,42
SBA VN	SONG BA JSC	Việt Nam	31,27	12,18	16,36	6,85	11,04	6,30	1,01
SHP VN	SOUTHERN HYDROPOWER JSC	Việt Nam	89,31	9,24	9,80	15,44	4,78	18,35	1,77
VPEL SL	VALLIBEL POWER ERATHNA PLC	Sri Lanka	40,40	7,89	27,61	5,41	23,59	8,07	2,03
HJS VN	NAM MU HYDROPOWER JSC	Việt Nam	8,62	6,19	9,14	4,85	10,39	11,15	1,01
SEB VN	MIEN TRUNG POWER INV & DEV	Việt Nam	26,91	5,00	20,65	10,92	8,87	13,15	1,57
IEL IN	INDOWIND ENERGY LTD	Ấn độ	5,91	3,88	1,51	19,18	1,99	9,08	0,17
DRL VN	HYDRO POWER JSC - POWER N0.3	Việt Nam	15,98	3,18	31,05	5,95	31,05	9,27	2,86
<b>Trung bình</b>			37,67	9,09	15,80	9,33	13,10	11,18	1,48
<b>Trung vị</b>			29,09	7,04	13,33	6,45	10,39	10,21	1,49
VSH VN	VINH SON - SONG HINH HYDROPO	Việt Nam	127,19	14,57	5,47	14,34	4,29	14,88	1,01

### Bảng tổng kết định giá

Phương pháp định giá	EPS 2014	P/E	Giá mục tiêu
P/E	1.500	10,21	15.315

Chúng tôi đánh giá mức giá của VSH theo phương pháp so sánh với các cổ phiếu khác trên thị trường P/E. Theo đó, mức giá hợp lý của VSH khi so sánh tương đối với các doanh nghiệp tương đương ước đạt **15.300 đồng**, cao hơn 23% so với mức giá thị trường hiện tại là **13.600 đồng**. Vì vậy, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THÊM** đối với mã cổ phiếu này.

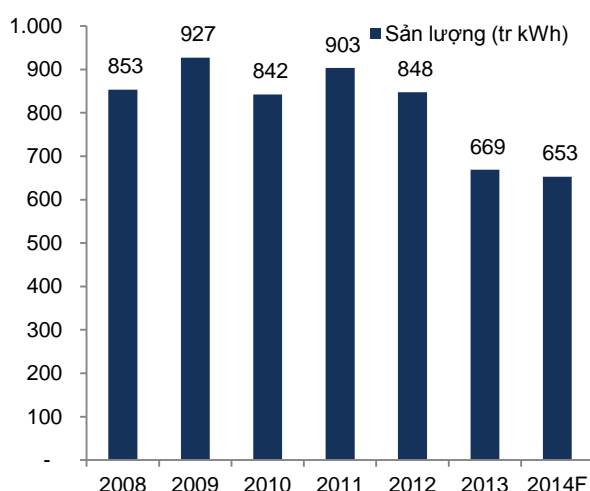
**Bảng 1: ước tính kết quả sản xuất kinh doanh của VSH sau khi ký kết được hợp đồng**

Chỉ tiêu	Đơn vị	2014	2103	% TT	% KH2014
Sản lượng	Triệu kWh	653	669	-2.4%	88%
Doanh thu thuần	Tỷ VND	471	283	66,4%	97%
LNTT	Tỷ VND	334	226	47,8%	117%
LNST	Tỷ VND	319	197	61,9%	149%
ROE		12%	7.80%		

*Đàm phán được giá điện với EVN cho 5 năm 2010-2014 và các năm sau trở đi. Chính thức ký kết hợp đồng giá điện với EVN ngày 19/12/2014.*

**Đã ký kết hợp đồng giá điện:** Hợp đồng giá bán điện giữa VSH và EVN đã kết thúc trong năm 2009, và VSH vẫn chưa được ký kết hợp đồng chính thức từ đó tới hết Q3'14. Các hạch toán doanh thu và lợi nhuận của VSH đều dựa trên mức giá tạm tính. Nguyên nhân của việc kéo dài thời gian đàm phán là do các cổ đông lớn của VSH đã không đồng ý với mức giá EVN đưa ra trong quá trình đàm phán suốt từ năm 2010-2014. Tình trạng này kéo dài đã đẩy VSH vào thế yếu khi thực hiện đàm phán chốt giá điện cho cả năm 5 vừa qua. Việc thống nhất được giá điện trong tháng 11 và ký kết ngày 19/12/2014 là thông tin tích cực cho VSH cả về ngắn hạn và dài hạn. Cụ thể, VSH đã chính thức ký kết được với EVN hợp đồng giá điện chính thức cho các năm từ 2010 -2013 và giá từ năm 2014 trở đi. Do đó, doanh thu và lợi nhuận của quý 4 và cả năm 2014 sẽ được tính lại chênh lệch từ hạch toán giá điện từ năm 2010 tới năm 2014. Ngoài ra, do hợp đồng này là hợp đồng dài hạn nên VSH sẽ được ghi nhận một phần doanh thu mức giá hợp đồng này (giá bình quân 414,11 VND/kWh cho cả hai nhà máy) cho các năm sau bên cạnh việc hạch toán doanh thu theo giá điện từ thị trường điện cạnh tranh.

Sản lượng điện VSH, 2008-14F



*Cuối quý 4'14, mực nước hồ Vĩnh Sơn rất thấp, Sông Hinh có tốt hơn nhưng không quá nhiều để đảm bảo sản lượng cao cho 2 quý trong mùa khô tới.*

**Sản lượng trong quý thấp hơn so với cùng kỳ do điều kiện thủy văn không thuận lợi.** Tính tới thời điểm hiện tại, mực nước tại các hồ chứa chỉ cao hơn không nhiều so với mực nước chết. Mặc dù đây là mùa mưa lũ tại lưu vực 2 sông Vĩnh Sơn và Sông Hinh, đặc biệt là 2 hồ Vĩnh Sơn A và hồ Vĩnh Sơn C. Mực nước tại hồ Sông Hinh có tốt hơn lưu vực sông Vĩnh Sơn nhưng vẫn phải sản xuất cầm chừng cho mùa khô hạn trong 2 quý tới. Tính tới ngày 19/12/2014 sản lượng điện lũy kế đạt 146 triệu kWh, chỉ đạt 60% so với cùng kỳ. Ước tính sản lượng cả Q4'14 đạt khoảng 160 triệu kWh, tương đương với 70% so với cùng kỳ năm trước.

Lũy kế cả năm ước đạt sản lượng điện 653 triệu kWh, giảm 3% so với cùng kỳ và chỉ hoàn thành 88% kế hoạch cả năm.

Thông tin mực nước các hồ VSH ngày 19/12/2014

Hồ chứa	Dung tích thiết kế (triệu m3)	Mực nước hiện tại (m)	Mực nước chết (m)
Hồ Vĩnh Sơn A	43	774.81	765
Hồ Vĩnh Sơn B	97	821.87	813.6
Hồ Vĩnh Sơn C	68.6	978.4	977.5
Hồ Sông Hinh	357	208	196

Nguồn: VSH

**Sơ lược về thị trường điện cạnh tranh:** Thị trường phát điện cạnh tranh được bắt đầu vận hành từ giữa tháng 7/2012 và VSH là một trong những doanh nghiệp đầu tiên tham gia thị trường này. Cơ chế vận hành như sau: toàn bộ điện năng phát của các nhà máy điện được bán cho EVN, đơn vị mua duy nhất, lịch huy động các tổ máy

căn cứ trên bản chào giá theo chi phí biến đổi; điện năng mua bán được thanh toán theo giá hợp đồng và giá thị trường giao ngay của từng chu kỳ giao dịch.

*VSH ghi nhận chênh lệch doanh thu theo giá tạm tính và giá chính thức âm hơn 70 tỷ trong giai đoạn trước khi tham gia thị trường điện cạnh tranh. (2010-T7/2012)*

*Chênh lệch doanh thu theo giá tạm tính và giá chính thức trong hợp đồng từ giữa tháng 7/12-hết Q3'14 chỉ đạt khoảng 100 tỷ đồng so với 240 tỷ chênh lệch nếu ước tính theo giá ghi nhận trên thị trường điện cạnh tranh.*

**Hạch toán có lợi cho VSH khi tham gia thị trường điện cạnh tranh:** Giá bán điện chính thức bình quân từ năm 2010-2012 thấp hơn so với giá tạm tính mà VSH thực hạch toán trước đây (giá bình quân thực tế khoảng 394 VND/kWh, thấp hơn 8% so với giá bình quân tạm tính). Từ 2010 đến giữa tháng 7/2012, VSH chưa tham thị trường điện cạnh tranh, nên phần chênh lệch doanh thu sẽ được tính giữa doanh thu ghi nhận theo giá tạm tính và doanh thu ghi nhận theo giá hợp đồng. Theo đó, VSH sẽ phải ghi nhận khoản bù trừ chênh lệch doanh thu âm 71 tỷ đồng cho EVN. (Bảng 2)

**Ghi nhận khoản lợi nhuận trên 200 tỷ tính từ tháng 7/2012 đến cuối năm 2014:** Với giá hợp đồng mới cho nhà máy Vĩnh Sơn và Sông Hinh, nếu VSH không tham giá thị trường điện cạnh tranh, khoản chênh lệch doanh thu dựa trên giá tạm tính và giá hợp đồng chính thức chỉ đạt 102 tỷ đồng. Tuy nhiên, do VSH đã tham gia thị trường điện cạnh tranh nên một phần sản lượng của VSH sẽ được hạch toán một phần chênh lệch giữa doanh thu tính theo giá thị trường và giá theo hợp đồng chính thức. Theo ước tính của doanh nghiệp, tổng phần chênh lệch doanh thu hạch toán chính thức và doanh thu tạm tính trên báo cáo tài chính ước khoảng 240 tỷ đồng từ tháng 7/2012 tới Q3' 14. (bảng 3)

Với ước tính khoản chênh lệch doanh thu trong Q4'14 khoảng 30 tỷ đồng thêm, tổng chênh lệch doanh thu VSH chính thức ghi nhận sau khi ký kết hợp đồng và doanh thu tạm tính từ khoảng thời gian 2010-2014 đạt khoảng 200 tỷ đồng. Chúng tôi giả định rằng EVN sẽ hoàn trả lại khoản chênh lệch sau đó và VSH sẽ ghi nhận toàn bộ khoản chênh lệch này vào khoản lợi nhuận trước thuế (do các chi phí trước đây đã được hạch toán toàn bộ) trong Q4'14 này để điều chỉnh cho cả năm 2014.

**HĐQT VSH đã thông qua trả cổ tức 10% cho kết quả kinh doanh 2013 và tạm ứng 5% cổ tức năm 2014 vào Q1'15.**

HĐQT VSH đã thông qua nghị quyết số 1561/2014/NQ-VSH-HĐQT ngày 22/12/2014 về việc chi trả cổ tức, thông qua trả cổ tức 10% cho năm 2013 và tạm ứng cổ tức 5%, được thực hiện vào Q1'15.

**Bảng 2: Chênh lệch doanh thu trước khi gia nhập thị trường, 2010-T7/12**

Trước thị trường điện cạnh tranh	2010	2011	T1-T7/2012	Tổng
Sản lượng (triệu kWh)	842	903	578	
Giá chính thức (VND/kWh)	429	376	371	
Doanh thu thực tính (triệu VND)	361.020	339.976	214.212	<b>915.208</b>
Giá tạm tính (theo lý thuyết) (VND/kWh)	439	439	382	
Doanh thu tạm tính (ko phí thuế) (triệu VND)	369.559	396.373	220.843	<b>986.776</b>
<b>Chênh lệch (triệu VND)</b>				<b>-71.568</b>

**Bảng 3: Chênh lệch doanh thu khi gia nhập thị trường, T7/12-2014**

Doanh thu từ Giữa T7/2012-T9/2014	T7-12/12	2013	9T2014	Tổng
Sản lượng (tr kWh)	275	669	495	
Giá tạm tính (VND/kWh)	351	351	351	
Doanh thu tạm tính (tr VND)	96.484	234.843	173.819	<b>505.146</b>
Giá điện theo HĐ (VND/kWh)	370.60	449.40	414	
Doanh thu theo giá điện HĐ (tr VND)	101.851	300.617	205.030	607.498
<b>Chênh lệch DT theo giá HD và giá tạm tính</b>	<b>5.367</b>	<b>65.775</b>	<b>31.211</b>	<b>102.352</b>
<b>Thực lĩnh từ thị trường điện cạnh tranh (ước tính)</b>	<b>125.050</b>	<b>313.383</b>	<b>310.072</b>	748.506
Chênh lệch thực tế từ T7/12-T9/14	28.566	78.540	136.254	<b>243.360</b>
Dự kiến chênh lệch doanh thu Q4'14 (ước tính)				30.000
<b>Tổng chênh lệch doanh thu từ 2010- 2014 (tr VND)</b>				<b>201.792</b>

**Ước tính kết quả kinh doanh Q4 và cả năm 2014**

Để thấy rõ tác động của việc ký kết lại hợp đồng trong năm và điều chỉnh chênh lệch doanh thu trong Q4'14 và cả năm 2014, chúng tôi vẫn ước tính doanh thu và lợi nhuận theo mức giá tạm tính mà VSH đang thực hiện trong năm 2014 và điều chỉnh lại khoản chênh lệch doanh thu sau đó như sau:

Với giả định giá bán điện VSH ghi nhận cho doanh thu Q4'14 bằng với mức giá bình quân 9 tháng đầu năm, chúng tôi ước tính doanh thu Q4'14 đạt 76 tỷ đồng, giảm 23% so với cùng kỳ năm trước. Lũy kế cả năm 2014, doanh thu VSH ước đạt 286 tỷ đồng, chỉ hoàn thành 59% kế hoạch đề ra. Doanh thu tài chính năm 2014 ước tính giảm 67% so với năm trước do lượng tiền mặt của VSH không có nhiều trong khi lãi suất tiền gửi ngân hàng trong năm duy trì thấp hơn so với năm trước.

LNST Q4'14 dựa trên mức giá tạm tính ước đạt 37 tỷ đồng, giảm 24% so với cùng kỳ; lũy kế cả năm ước đạt 133 tỷ đồng, giảm 32% so với cùng kỳ và hoàn thành 62% kế hoạch. Tuy nhiên, khi VSH ký kết được giá bán điện, EVN phải tính toán lại phần chênh lệch doanh thu theo giá bán chính thức ghi nhận theo hợp đồng và một phần theo thị trường điện cạnh tranh so với mức giá bán tạm tính với tổng giá trị ghi nhận thêm 200 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính lại LNST điều chỉnh năm 2014 ước đạt 319 tỷ đồng, hoàn thành 149% kế hoạch. EPS điều chỉnh lại ước đạt 1.500 đồng/cổ phiếu.

**Bảng 3: Ước tính kết quả sản xuất kinh doanh Q4'14 và cả năm 2014 dựa trên mức giá tạm tính**

	Q4'14	Q4'13	%TT	2014	2013	%TT	%KH
Sản lượng (tr kWh)	157.89	239.54	-34%	653	669	-2.4%	88%
DT (tỷ VND)	76.0	98.2	-23%	286	283	1.1%	59%
LNG (tỷ VND)	38.07	56.84	-33%	134	152	-11.9%	
BLNG	50%	58%		47%	54%		
DT tài chính (tỷ VND)	8.6	9.16	-6%	31.19	93.6	-66.7%	
CP tài chính (tỷ VND)	1.4	0.59	137%	5.82	5.8	0.3%	
CP QLDN (tỷ VND)	6	6	0%	19.24	15.3	25.8%	
LNTT (tỷ VND)	39.27	60	-35%	140	226	-38.0%	49%
LNST (tỷ VND)	37.31	49	-24%	133	197	-32.5%	62%
EPS (VND)				579	967		
<b>LNST sau điều chỉnh chênh lệch doanh thu (tỷ VND)</b>				<b>319</b>			149%
<b>EPS điều chỉnh (VND)</b>				<b>1.549</b>			



**DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ**

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị mục tiêu so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
<b>Kỳ vọng 12 tháng</b>	
<b>Mua</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường trên 18%
<b>Thêm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường từ 7% đến 18%
<b>Theo dõi</b>	Nếu giá mục tiêu <b>so với</b> giá thị trường từ -7% đến 7%
<b>Giảm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường từ -7% đến -18%
<b>Bán</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường trên -18%

**Tuyên bố miễn trách nhiệm**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu VSH nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.pts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT  
Trụ sở chính**

Tầng 2-Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,  
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam  
ĐT: (84.4)37737070/ 2717171  
Fax: (84.4) 37739058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT  
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times  
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,  
Q.1, Tp.Hồ Chí Minh, Việt Nam  
ĐT: (84.8) 62908686  
Fax: (84.8) 62910607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT  
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100 Quang Trung, P.Thạch Thang, Quận  
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam  
ĐT: (84.511) 3553666  
Fax: (84.511) 3553888