CÔNG TY CỔ PHẦN THỦY ĐIỆN VĨNH SƠN - SÔNG HINH

SẢN LƯỢNG SỤT GIẢM MẠNH – GIÁ ĐIỆN CHƯA ĐƯỢC THỐNG NHẤT

Báo cáo cập nhật **Q2/2013**

15/07/2013

NHỮNG NÉT CHÍNH VỀ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH TRONG QUÝ 2

Dự báo kết quả kinh doanh Q2/2013. Chúng tôi ước tính trong Q2/2013, VSH có thể đạt 53 tỷ đồng doanh thu và 19 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, giảm 52% về doanh thu và 74% về lợi nhuận so với cùng kỳ năm 2012 do điều kiện thời tiết hạn hán khiến sản lượng điện giảm mạnh và doanh thu tài chính sụt giảm do lãi suất huy động giảm.

- **Sản lượng điện.** Sản lượng điện trong Q2/2013 của VSH chỉ đạt 129,41 triệu kwh, thấp hơn 50% so với cùng kỳ 2012. Tổng sản lượng điện trong 6 tháng đầu năm đạt 301,76 triệu kwh, chỉ bằng 54% của nửa đầu năm 2012.
- **Giá điện.** EVN vẫn chưa ra quyết định chính thức về giá điện của VSH. Do đó trong Q2/2013, giá bán điện của VSH có thể sẽ vẫn tiếp tục tạm tính theo tỷ lệ bằng 62,3% giá bán điện trung bình năm 2009, vào khoảng 351 VND/kwh.

Triển vọng 2013. Nhiều khả năng VSH sẽ được giữ nguyên giá điện như năm 2009 (563 VND/kwh) và Công ty có thể đạt được khoảng 400 tỷ đồng doanh thu và 283 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế năm 2013. Tuy nhiên chúng tôi giả định thận trọng năm 2013 giá điện của VSH vẫn chưa thống nhất được với EVN và vẫn tạm hạch toán ở mức 351 VND/kwh, theo đó Công ty có thể chỉ đạt 249 tỷ đồng doanh thu và 130 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế năm 2013.

Khuyến nghị đầu tư. *Trong ngắn hạn, việc đầu tư vào cổ phiếu VSH hiện nay không có nhiều hấp dẫn do hoạt động sản xuất kinh doanh năm 2013 của Công ty gặp khá nhiều khó khăn khi điều kiện thời tiết hạn hán khiến sản lượng huy động ở mức thấp. Tuy nhiên, cổ phiếu VSH vẫn tiềm ẩn yếu tố có thể tăng giá nếu phương án giữ nguyên giá điện của năm 2009 được thông qua. Trong trường hợp này, VSH sẽ được hồi tố khoản doanh thu và lợi nhuận khoảng 250 tỷ đồng do hạch toán giá điện tạm tính ở mức thấp trong 3 năm 2010 – 2012. Khoản hồi tố này mặc dù sẽ không hạch toán làm tăng KQKD năm 2013 mà sẽ được hạch toán vào KQKD của từng năm trong giai đoạn 2010 – 2012, tuy nhiên cũng sẽ giúp dòng tiền của VSH tốt lên và Công ty có thể giảm áp lực vay nợ khi đầu tư nhà máy mới.*

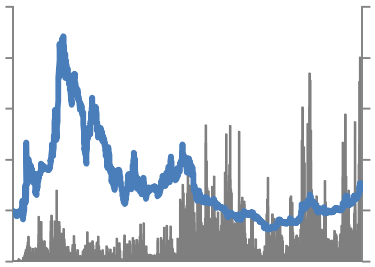
Một số chỉ tiêu dự báo của VSH

Chỉ số tài chính	2011	2012	2013F	Q2/2012	Q2/2013F
Doanh thu (triệu VND)	459.415	332.191	249.114	94.394	**45.142**
EBITDA (triệu VND)	478.253	343.768	168.532	105.603	**40.898**
EBIT (triệu VND)	361.265	258.413	149.866	86.937	**22.139**
Lợi nhuận sau thuế (triệu VND)	329.036	233.998	129.904	74.286	**19.342**
EPS (VND)	1.595	1.135	630	360	**94**
P/E (x)	8,59	12,07	21,75	38,04	**146,08**
P/B (x)	1,15	1,12	1,10	1,12	**1,10**
ROA (%)	9,83	6,92	3,59	2,20	**0,54**
ROE (%)	14,03	9,54	5,14	3,03	**0,77**

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Giá kỳ vọng *	**15.779 VND**
Giá thị trường (15/07/2012)	13.700 VND
Khoảng giá 52 tuần	9.450-15.500 VND
Khuyến nghị	**NEUTRAL**
Triển vọng 1 quý	⬇Giảm mạnh
Triển vọng 1 năm	⬇Giảm mạnh
Triển vọng dài hạn	⬆ Tích cực

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VSH	37%	10%	23%	37%
VN-Index	23%	5%	9%	31%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Mã cổ phiếu	**VSH**
Reuters	VSH.HM
Bloomberg	VSH.VN
Sàn giao dịch	HOSE
Ngành	Dịch vụ công cộng
Lĩnh vực	Thủy điện
Vốn hóa	2.993 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	202.241.246 CP
KLGD bình quân 10 ngày	2.342.971 CP

Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang

(84 4) 3928 8080 ext 607

chethimaitrang@baoviet.com.vn

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	54,55%
Sở hữu nước ngoài	25,61%
Sở hữu khác	19,84%

THÔNG TIN CỔ TỨC

Cổ tức năm gần nhất	6%
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,2%

SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ

2012	852,59
2011	903,23
2010	842,13
2009	926,91
2009	853,24

Đơn vị: triệu kwh

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh

Đơn vị (triệu VND)	2009	2010	2011	2012F	2013F
Doanh thu	517.563	424.508	459.415	332.191	249.114
Giá vốn	184.901	183.823	185.734	154.577	127.905
Lợi nhuận gộp	332.663	240.685	273.681	177.613	121.208
Doanh thu tài chính	82.105	109.962	138.204	97.758	43.857
Chi phí tài chính	19.280	16.304	36.386	4.223	2.157
Lợi nhuận sau thuế	373.138	302.413	329.036	233.998	129.904

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (triệu VND)	2009	2010	2011	2012F	2013F
Tiền & khoản tương đương tiền	196.281	677.418	482.797	640.343	309.031
Các khoản phải thu ngắn hạn	156.617	388.372	603.245	598.779	480.037
Hàng tồn kho	20.526	42.157	25.421	30.927	30.927
Tài sản cố định hữu hình	1.279.345	1.141.563	1.060.822	985.490	910.455
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	13.538	11.721	12.942	13.521	13.521
Tổng tài sản	**2.580.950**	**3.028.831**	**3.345.733**	**3.382.412**	**3.614.015**
Nợ ngắn hạn	30.918	183.722	522.020	591.015	363.134
Nợ dài hạn	249.067	334.834	257.844	211.877	655.240
Vốn chủ sở hữu	2.261.116	2.427.912	2.343.098	2.449.204	2.523.145
Tổng nguồn vốn	**2.580.950**	**3.028.831**	**3.345.733**	**3.382.412**	**3.614.015**

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012F	2013F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	7,01	-17,98	8,22	-27,69	-25,01
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	0,59	-18,95	8,80	-28,88	-44,48
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	64,27	56,70	59,57	53,47	48,66
Lợi nhuận thuần biên (%)	72,10	71,24	71,62	70,44	52,15
ROA (%)	14,46	9,98	9,83	6,92	3,59
ROE (%)	16,48	12,43	14,03	9,54	5,14
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	12,26	19,68	29,91	27,50	30,10
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	13,99	24,55	42,71	37,98	43,12
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	1.809	1.466	1.595	1.135	630
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	11.772	11.361	11.875	12.234	12.444

Báo cáo tài chính dựa trên chuẩn mực kế toán Việt Nam

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH Q2/2013

Chúng tôi ước tính trong Q2/2013, VSH có thể đạt 53 tỷ đồng doanh thu và 19 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, giảm 52% về doanh thu và 74% về lợi nhuận so với cùng kỳ năm 2012 do điều kiện thời tiết hạn hán khiến sản lượng điện giảm mạnh và doanh thu tài chính sụt giảm do lãi suất huy động giảm.

Sản lượng điện. Trong Q2/2013, tình hình hạn hán nghiêm trọng tại khu vực miền Trung Tây Nguyên khiến hầu hết các hồ thủy điện trong khu vực chỉ tích nước được khoảng 30% - 70% dung tích hồ. Hầu hết sản lượng phát điện của VSH được huy động từ nhà máy Sông Hinh do 2 trên 3 hồ chứa của Vĩnh Sơn có thời điểm đã có mực nước xuống dưới mực nước chết và tổng lưu lượng nước cả 3 hồ chỉ đạt 16 triệu m^3 trên tổng 140 triệu m^3 dung tích chứa nên trong Q2/2013, nhà máy Vĩnh Sơn chỉ hoạt động cầm chừng để tích nước cho vụ lúa hè thu.

Thông tin mực nước hồ ngày 3/7/2013

	Dung tích thiết kế (triệu m3)	Mực nước hiện tại (m)	Mực nước chết (m)
Hồ A Vĩnh Sơn	43	774	765
Hồ B Vĩnh Sơn	**97**	**815,43**	**813,6**
Hồ C Vĩnh Sơn	**68,6**	**972,42**	**977,5**
Hồ Sông Hinh	357	201,55	196

Nguồn: VSH, BVSC tổng hợp

Sản lượng điện trong Q2/2013 của VSH chỉ đạt 129,41 triệu kwh, thấp hơn 50% so với cùng kỳ 2012. Tổng sản lượng điện trong 6 tháng đầu năm đạt 301,76 triệu kwh, chỉ bằng 54% của nửa đầu năm 2012.

Giá điện. Nếu năm 2012 là năm thuận lợi của EVN khi mưa nhiều khiến tỷ lệ huy động điện từ thủy điện tăng và giá mua điện trung bình ở thấp thì năm 2013 giá mua điện của EVN sẽ tăng cao. Thời tiết hạn hạn khiến sản lượng thủy điện dự kiến sẽ thiếu hụt khoảng 1,4 tỷ kwh và phải được bù bằng nguồn điện chạy dầu có chi phí cao (khoảng 4.500 – 4.800 VND/kwh), đẩy giá thành của EVN tăng. Đồng thời, từ ngày 20/4/2013, giá than bán cho điện đã tăng lên khoảng 27%, cũng kéo theo chi phí sản xuất của nhiệt điện tăng lên. Giá điện đầu vào tăng sẽ thúc đẩy EVN tăng giá đầu ra. Trong nửa đầu năm nay, EVN vẫn chưa có động thái tăng giá tuy nhiên từ đầu tháng 6, Bộ Công Thương đã công bố dự thảo về cơ cấu biểu giá bán điện mới, theo đó giá điện áp dụng cho các ngành sản xuất sẽ tăng thêm từ 2% - 7% và giá điện bán lẻ cho các hộ tiêu dùng được điều chỉnh tăng giảm khác nhau tại từng bậc giá lũy tiến.

Tuy nhiên việc tăng giá bán của EVN cũng sẽ không mang lại lợi ích cho VSH khi giá điện được thống nhất đàm phán giữa 2 bên dựa trên chi phí sản xuất của VSH. Chúng tôi được biết Công ty mua bán điện và VSH đã thống nhất giữ nguyên giá điện như năm 2009 (563 VND/kwh) tuy nhiên EVN vẫn chưa đưa ra quyết định chính thức về giá điện của VSH. Do đó trong Q2/2013, giá bán điện của VSH có thể sẽ vẫn tiếp tục tạm tính theo tỷ lệ bằng 62,3% giá bán điện trung bình năm 2009, vào khoảng 351 VND/kwh.

Ước tính kết quả kinh doanh Q2/2013 của VSH

Chỉ tiêu	Q2/2012	Q2/2013E	% thay đổi	Lũy kế 2012	Lũy kế 2013E	% thay đổi
- Doanh thu	94.394	45.142	-52%	193.889	105.100	-46%
- Sản lượng	266,18	129,41	-51%	553,02	301,76	-45%
- Doanh thu tài chính	22.698	12.260	-46%	42.323	25.166	-41%
- LNST	74.286	19.342	-74%	140.019	54.681	-61%

Nguồn: VSH, BVSC ước tính

Tiến độ thực hiện các dự án đầu tư. Tính đến cuối năm 2012, dự án Thượng Kon Tum đã được đầu tư khoảng 824 tỷ đồng và trong năm 2013, nhu cầu vốn của dự án vào khoảng 850 tỷ. VSH đã quyết định dừng dự án Vĩnh Sơn 2 và Vĩnh Sơn 3 để tập trung vào Thượng Kon Tum do tình hình thu xếp vốn gặp khó khăn. Hiện tại, VSH cũng đang lên kế hoạch mở rộng các hồ chứa để tăng sản lượng điện thêm 50 triệu kwh/năm tuy nhiên dự án vẫn chỉ đang trong giai đoạn nghiên cứu.

Trái phiếu chuyển đổi. Để phục vụ nguồn vốn cho dự án Thượng Kon Tum, VSH dự kiến sẽ phát hành khoảng 505 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi có mệnh giá 1 triệu đồng/trái phiếu, thời hạn 36 tháng với lãi suất 13,5%/năm. Tỷ lệ thực hiện quyền là 400:1 tức sở hữu 400 cổ phiếu sẽ có quyền mua 1 trái phiếu. VSH vẫn chưa xác định chính xác thời điểm phát hành trái phiếu.

TRIỂN VỌNG NĂM 2013

Nhiều khả năng VSH sẽ được giữ nguyên giá điện như năm 2009 (563 VND/kwh) và Công ty có thể đạt được khoảng 400 tỷ đồng doanh thu và 283 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế năm 2013. Tuy nhiên chúng tôi giả định thận trọng năm 2013 giá điện của VSH vẫn chưa thống nhất được với EVN và vẫn tạm hạch toán ở mức 351 VND/kwh, theo đó Công ty có thể chỉ đạt 249 tỷ đồng doanh thu và 129 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế năm 2013.

Dự báo KQKD 2013 (triệu đồng)

Chỉ tiêu	2012	2013	Thay đổi	Cơ sở dự báo
Doanh thu	332.191	249.114	-25%	**Sản lượng điện.** Khác với các doanh nghiệp thủy điện miền Bắc có sản lượng tăng mạnh trong Q3 do mùa mưa, sản lượng điện của VSH trong Q3/2013 có thể tiếp tục ở mức thấp và chỉ được cải thiện vào Q4 khi mùa mưa bắt đầu tại khu vực này (từ tháng 10 – 2 tại Vĩnh Sơn và tháng 9 – 12 tại Sông Hinh). Mùa mưa lũ tại khu vực miền Trung Tây Nguyên năm nay được dự báo sẽ đến sớm với lượng mưa cao hơn mức trung bình nhiều năm. Tuy nhiên với tình hình hạn hán nghiêm trọng trong nửa đầu năm, nếu sản lượng điện trong Q4 ở mức cao, VSH cũng khó có thể hoàn thành kế hoạch 750 triệu kwh trong năm 2013. Chúng tôi ước tính VSH có thể đạt mức sản lượng 690 triệu kwh, thấp hơn khoảng 8% so với kế hoạch. **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).
Giá vốn	154.577	127.905	-17%	Chi phí khấu hao năm 2013 của VSH ước tính giảm khoảng 10 tỷ khi 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	121.208	-32%	
Doanh thu tài chính	97.758	43.857	-55%	Doanh thu tài chính giảm do lãi suất tiền gửi và khoản dư tiền mặt giảm do phải đầu tư nhà máy thủy điện Thượng Kon Tum.
Chi phí tài chính	- 5.379	4.314		Chúng tôi giả định VSH sẽ phát hành trái phiếu chuyển đổi trong Q4/2013. Vay nợ dài hạn cuối năm của VSH sẽ tăng thêm 505 tỷ đồng tuy nhiên khoản mục này không làm tăng chi phí lãi vay trong kỳ.
Lợi nhuận trước thuế	265.533	147.147	-45%	
Lợi nhuận sau thuế	233.998	129.904	-44%	

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Trong ngắn hạn, việc đầu tư vào cổ phiếu VSH hiện nay không có nhiều hấp dẫn do hoạt động sản xuất kinh doanh năm 2013 của Công ty gặp khá nhiều khó khăn khi điều kiện thời tiết hạn hán khiến sản lượng huy động ở mức thấp. Tuy nhiên, cổ phiếu VSH vẫn tiềm ẩn yếu tố có thể tăng giá nếu phương án giữ nguyên giá điện của năm 2009 được thông qua. Trong trường hợp này, VSH sẽ được hồi tố khoản doanh thu và lợi nhuận khoảng 250 tỷ đồng do hạch toán giá điện tạm tính ở mức thấp trong 3 năm 2010 – 2012. Khoản hồi tố này mặc dù sẽ không hạch toán làm tăng KQKD năm 2013 mà sẽ được hạch toán vào KQKD của từng năm trong giai đoạn 2010 – 2012, tuy nhiên cũng sẽ giúp dòng tiền của VSH tốt lên và Công ty có thể giảm áp lực vay nợ khi đầu tư nhà máy mới.

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 dựa trên nhiều 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.

Đánh giá triển vọng.Là mức dự báo về tương lai của doanh nghiệp tương ứng với các khoảng thời gian khác nhau. Các ký hiệu đi kèm cung cấp thông tin về mặt định lượng doanh nghiệp đó sẽ tăng trưởng nhanh hay chậm, ở mức độ nào.

Giải thích ký hiệu	
Biểu tượng	**Ý nghĩa**
↓	Lợi nhuận dự báo giảm mạnh trên 30%
↘	Lợi nhuận dự báo giảm nhẹ trong khoảng từ 15-30%
■	Lợi nhuận dự báo biến động trong biên độ ±5%
↗	Lợi nhuận dự báo tăng nhẹ trong khoảng từ 15-30%
↑	Lợi nhuận dự báo tăng mạnh trên 30%

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**
MUA MẠNH	Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường 30%
MUA	Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường từ 15-30%
NẮM GIỮ	Giá kỳ vọng không cao hơn và cũng không thấp hơn 15% giá thị trường
BÁN	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường từ 15-30%
BÁN MẠNH	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường 30%

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của BVSC.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc 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 với các 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

Địa chỉ trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3928 8080 Fax: (844) 3928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: (848) 39146888 Fax: (848) 39147999

Chuyên viên phân tích:

Chế Thị Mai Trang chethimaitrang@baoviet.com.vn

Chịu trách nhiệm nội dung:

Lưu Văn Lương luuvanluong@baoviet.com.vn