BAOVIET Securities

Ngành điện

Báo cáo cập nhật

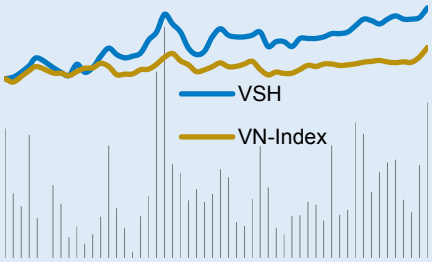
17 tháng 1, 2014

Khuyến nghị	NEUTRAL
Giá kỳ vọng (VND)	16.300
Giá thị trường (17/01/2014)	15.500
Lợi nhuận kỳ vọng	5%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	10.500 - 15.500
Vốn hóa	3.197 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	206.241.246 CP
KLGD bình quân 10 ngày	1.384.478 CP
% sở hữu nước ngoài	27,1%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	6,45%
Beta	1,21

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VSH	4,7%	2,0%	13,1%	14,0%
VN-Index	7,7%	7,8%	8,5%	7,9%

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

Cách tính giá điện mới nếu được thông qua sẽ gây bất lợi cho các công ty điện

Sản lượng điện. Lưu lượng nước về các hồ của VSH trong Q4/2013 khá dồi dào, giúp sản lượng điện tăng mạnh, có thể đạt 239,5 triệu kwh, tăng 80% so với Q3/2013.

Giá điện. Hiện tại giá bán điện của VSH vẫn chưa được thông qua tuy nhiên từ nay đến khi ra KQKD năm, chúng tôi kỳ vọng VSH có thể hoàn tất hợp đồng giá điện và tạm ước tính giá điện của VSH có thể được hạch toán tương tự như giá năm 2009 (563 VNĐ/kwh). Trên cơ sở đó, chúng tôi ước tính VSH có thể đạt 420 tỷ đồng doanh thu và 336 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong năm 2013. Ngoài ra, khi được chấp nhận hạch toán giá điện bằng giá năm 2009, VSH sẽ được hồi tố khoản doanh thu và lợi nhuận do hạch toán giá điện các năm trước ở mức thấp, vào khoảng 253 tỷ đồng.

Triển vọng 2014. Năm 2013 là năm khó khăn đối với hoạt động sản xuất kinh doanh điện của VSH khi điều kiện thời tiết hạn hán nghiêm khiến sản lượng của VSH đạt mức thấp kỷ lục trong vòng 5 năm trở lại đây và chỉ hoàn thành 90% kế hoạch năm. Năm 2014, chúng tôi kỳ vọng hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty khả quan hơn với sản lượng tiêu thụ tăng và giá bán điện đã hoàn tất đàm phán. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2014 có thể đạt 477 tỷ doanh thu và 347 tỷ LNST.

Khuyến nghị đầu tư. Trong ngắn hạn, thông tin từ việc hoàn tất hợp đồng giá điện với EVN sẽ giúp cho cổ phiếu VSH có thể tăng giá. Kịch bản lạc quan của bản hợp đồng này chúng tôi cho rằng EVN giữ nguyên giá mua điện của VSH như mức giá của năm 2009. Khi đó, VSH sẽ được hồi tố khoản doanh thu và lợi nhuận khoảng 253 tỷ đồng.

Về dài hạn, nếu phương án tính giá điện mới của EVN được áp dụng sẽ không được cao bằng so với mức giá của năm 2009, qua đo ảnh hưởng tới lợi nhuận của VSH. Do vậy chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu VSH, mức giá hợp lý của VSH khi chưa xét tới dự án Thượng KonTum chúng tôi xác định vào khoảng **16.300 VNĐ/cổ phần**, cao hơn khoảng 5% so với mức hiện tại.

Một số chỉ tiêu tài chính của VSH

Chỉ số tài chính	2011	2012	2013F	Q4/2012	Q4/2013F
Doanh thu (triệu đồng)	459.415	332.191	420.400	81.445	134.026
EBITDA (triệu đồng)	478.253	343.768	390.715	84.694	126.149
EBIT (triệu đồng)	361.265	258.413	372.049	66.028	107.390
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	329.036	233.998	336.441	48.526	87.736
EPS (đồng/cổ phần)	1.595	1.135	1.631	235	425
P/E (x)	9,40	13,22	9,20	63,75	35,26
P/B (x)	1,26	1,14	1,05	1,14	1,05
ROA (%)	9,83	6,92	9,41	1,43	2,45
ROE (%)	14,03	9,54	12,37	1,98	3,23

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	54,55%
Sở hữu nước ngoài	27,10%
Sở hữu khác	18,35%

CỔ ĐÔNG LỚN

EVN	30,55%
SCIC	24,00%
Swiftcurrent Partners, L.P	6,97%
VIAC (No.1) Ltd Partnership	8,08%
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 (triệu VND)	2011	2012	2013F	2014F
Doanh thu	459.415	332.191	420.400	477.176
Giá vốn	185.734	154.577	125.902	126.659
Lợi nhuận gộp	273.681	177.613	294.499	350.518
Doanh thu tài chính	138.204	97.758	98.532	48.443
Chi phí tài chính	36.386	4.223	5.924	6.542
Lợi nhuận sau thuế	329.036	233.998	336.441	347.358

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (triệu VND)	2011	2012	2013F	2014F
Tiền & tương đương tiền	482.797	640.343	521.516	847.754
Các khoản phải thu ngắn hạn	603.245	598.779	514.112	583.544
Hàng tồn kho	25.421	30.927	30.927	38.159
Tài sản cố định hữu hình	1.060.822	985.490	910.455	860.431
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	12.942	13.521	13.521	13.521
Tổng tài sản	**3.345.733**	**3.382.412**	**3.576.574**	**4.779.494**
Nợ ngắn hạn	522.020	591.015	612.820	695.583
Nợ dài hạn	257.844	211.877	127.090	1.007.785
Vốn chủ sở hữu	2.343.098	2.449.204	2.716.356	2.939.969
Tổng nguồn vốn	**3.345.733**	**3.382.412**	**3.576.574**	**4.779.494**

Chỉ số tài chính

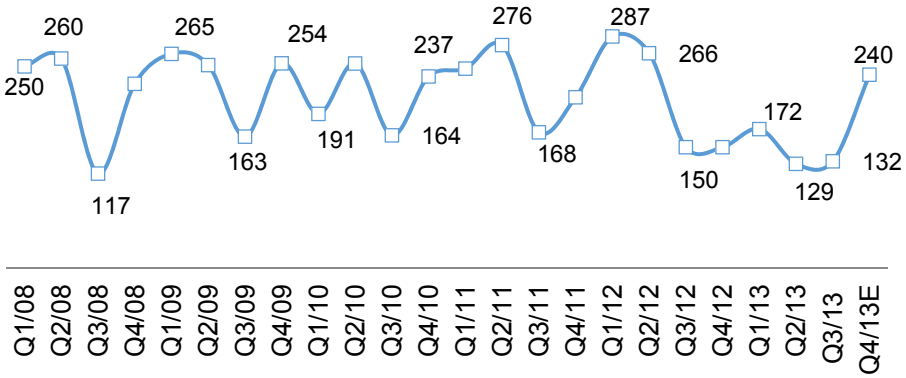
Chỉ tiêu	2011	2012	2013F	2014F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	8,22	-27,69	26,55	13,51
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	8,80	-28,88	43,78	3,25
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	59,57	53,47	70,05	73,46
Lợi nhuận thuần biên (%)	71,62	70,44	80,03	72,79
ROA (%)	9,83	6,92	9,41	7,27
ROE (%)	14,03	9,54	12,37	11,80
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	29,91	27,50	23,97	38,43
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	42,71	37,98	31,56	62,47
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	1.595	1.135	1.631	1.684
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	11.875	13.171	14.255	15.339

Sản lượng điện Q4 tăng mạnh

Doanh thu từ hoạt động sản xuất kinh doanh điện của VSH trong Q3/2013 đạt khoảng 46 tỷ VNĐ, tương đồng với dự báo của BVSC trong báo cáo cập nhật quý. Tuy nhiên do được Công ty mua bán điện thanh toán tính phí môi trường rừng của năm 2011, 2012 (20 VNĐ/kwh), VSH đã ghi nhận khoảng 35 tỷ VNĐ doanh thu và đưa tổng doanh thu Q3/2013 lên 80,8 tỷ. Hiện tại Công ty mua bán điện vẫn chưa đưa ra quyết định có thanh toán phí môi trường rừng năm 2013 cho VSH trong Q4/2013 hay không, tuy nhiên do sự chậm trễ thường gặp, chúng tôi cho rằng khoản phí này của năm 2013 sẽ không được ghi nhận trong năm nay và doanh thu của Q4 sẽ chỉ bao gồm khoản doanh thu từ tiêu thụ điện.

Sản lượng điện. Khác với các doanh nghiệp thủy điện tại miền Bắc khi Q3 thường là quý thuận lợi nhất do mùa mưa về thì đối với VSH, Q3 lại là quý thấp điểm nhất về sản lượng do lượng nước dự trữ ở mức thấp khi cuối mùa khô, và mùa mưa chỉ bắt đầu từ quý 4 hàng năm (nhà máy Sông Hinh từ tháng 9 đến tháng 12 và nhà máy Vĩnh Sơn từ tháng 10 đến tháng 12). Lưu lượng nước về các hồ của VSH trong Q4/2013 khá dồi dào, giúp sản lượng điện tăng mạnh, có thể đạt 239,5 triệu kwh, tăng 80% so với Q3/2013.

Sản lượng điện của VSH theo quý (triệu kwh)



Nguồn: VSH, BVSC tổng hợp

Cách tính giá điện mới nếu được áp dụng sẽ gây bất lợi cho các công ty điện. Có một số nguồn thông tin cho rằng EVN đã gửi thư cho một số doanh nghiệp điện trong đó nêu lên ý kiến của Bộ Công thương về việc tính lại giá điện cho các nhà máy điện đã được cổ phần hóa, trong đó bao gồm PPC, NBP, TBC, TMP, DHD và VSH. Trước đây giá điện được xác định trên cơ sở sau khi trừ đi chi phí, các công ty thu được một khoản lợi nhuận = tỷ suất lợi nhuận x vốn điều lệ, tuy nhiên nếu theo cách tính mới thì phần lợi nhuận chỉ = tỷ suất lợi nhuận x (vốn điều lệ - khấu hao lũy kế từ ngày cổ phần hóa). Do đó cách tính mới sẽ gây bất lợi cho các doanh nghiệp điện bởi với cùng các chi phí đầu vào, giá bán đầu ra sẽ thấp hơn. Tuy nhiên, đây mới chỉ là ý kiến của Bộ Công thương và giá điện của mỗi doanh nghiệp sẽ dựa trên việc thương

thảo riêng với EVN. Đồng thời chúng tôi cũng được biết các công ty điện cũng đang phản đối cách tính này và khả năng thực thi phương pháp mới có thể sẽ không cao.

Đối với việc đàm phán giá của VSH, chúng tôi được biết, hiện tại giá bán điện của công ty vẫn chưa được thống nhất. Nếu chưa được thông qua về giá trước khi công bố BCTC, VSH có thể sẽ tiếp tục tạm tính giá điện ở mức 351 VNĐ/kwh trong Q4/2013, bằng 62,3% giá điện năm 2009. Tuy nhiên, VSH thường công bố BCTC năm khá muộn (khoảng 15 – 20/2) do đó từ nay đến khi ra KQKD năm, chúng tôi kỳ vọng VSH có thể hoàn tất hợp đồng giá điện. Trong kết quả kinh doanh của VSH năm 2013, chúng tôi tạm ước tính giá điện của VSH sau đàm phán sẽ tương đương mức giá năm 2009, mặc dù có thể trên thực tế VSH sẽ phải chịu mức giá thấp hơn một chút. Theo đó, ước tính VSH có thể đạt 420 tỷ đồng doanh thu và 336 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong năm 2013.

Ngoài ra, khi được chấp nhận hạch toán giá điện bằng giá năm 2009, VSH sẽ được hồi tố khoản doanh thu và lợi nhuận do hạch toán giá điện các năm trước ở mức thấp, vào khoảng 253 tỷ đồng. Khoản tiền này sẽ không làm tăng doanh thu và lợi nhuận trong kỳ tuy nhiên sẽ giảm áp lực nợ vay để đầu tư nhà máy Thượng Kon Tum cho VSH.

Ước tính kết quả kinh doanh Q4/2013 của VSH

Chỉ tiêu	Q4/2012	Q4/2013E	% thay đổi	Lũy kế 2012	Lũy kế 2013E	% thay đổi
- Doanh thu (triệu VNĐ)	56.857	134.026	136%	332.191	420.400	27%
- Sản lượng (triệu kwh)	150	239	60%	853	674	-21%
- LNST (triệu VNĐ)	48.526	87.736	81%	233.998	336.441	44%

Triển vọng 2014

Năm 2013 là năm khó khăn đối với hoạt động sản xuất kinh doanh điện của VSH khi điều kiện thời tiết hạn hán nghiêm trọng ảnh hưởng tới sản lượng tiêu thụ của Công ty, khiến sản lượng của VSH đạt mức thấp kỷ lục trong vòng 5 năm trở lại đây và chỉ hoàn thành 90% kế hoạch năm. Năm 2014, chúng tôi kỳ vọng hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty sẽ khả quan hơn với sản lượng tiêu thụ tăng và giá bán điện đã hoàn tất đàm phán.

Dự báo KQKD 2014 của VSH (triệu đồng)

Chỉ tiêu	2013	2014	%	Cơ sở dự báo
Doanh thu	420.400	477.176	14%	Chúng tôi giả định sản lượng điện của năm 2014 có thể tương đương với sản lượng của 2012, vào khoảng 850 triệu kwh, tăng khoảng 26% so với 2013. Giá bán điện năm 2014 sẽ được giữ bằng với mức giá năm 2009, trung bình khoảng 563 VND/kwh. Doanh thu 2014 chưa xét tới khoản doanh thu từ phí môi trường rừng do không đảm bảo về thời gian được bồi hoàn.

Giá vốn	125.902	126.659	1%	Chi phí khấu hao năm 2014 ước tính khoảng 75 tỷ đồng. 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.
Lợi nhuận gộp	294.499	350.518	19%	
Doanh thu tài chính	98.532	48.443	-51%	Doanh thu tài chính năm 2013 có khoản đột biến khoảng 45 tỷ lợi nhuận từ bán 3 triệu cổ phần PPC.
Chi phí tài chính	5.924	6.542	10%	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	373.644	373.138	0%	
LNST	336.441	347.358	3%	

Khuyến nghị đầu tư

Trong ngắn hạn, thông tin từ việc hoàn tất hợp đồng giá điện với EVN sẽ giúp cho cổ phiếu VSH có thể tăng giá. Kịch bản lạc quan của bản hợp đồng này chúng tôi cho rằng EVN giữ nguyên giá mua điện của VSH như mức giá của năm 2009. Khi đó, VSH sẽ được hồi tố khoản doanh thu và lợi nhuận do hạch toán giá điện các năm trước ở mức thấp, vào khoảng 253 tỷ đồng.

Về dài hạn, nếu phương án tính giá điện mới của EVN được áp dụng sẽ không được cao bằng so với mức giá của năm 2009, qua đo ảnh hưởng tới lợi nhuận của VSH. Do vậy chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu VSH, mức giá hợp lý của VSH khi chưa xét tới dự án Thượng KonTum chúng tôi xác định vào khoảng **16.300 VNĐ/cổ phần**, cao hơn khoảng 5% so với mức hiện tại.

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