DONGA Securities

BÁO CÁO CẬP NHẬT

Ngày 03, tháng 2, năm 2015

CÔNG TY CỔ PHẦN THỦY ĐIỆN VĨNH SƠN SÔNG HINH (VSH - HOSE)

KHÔNG KHUYẾN NGHỊ

SL CP	Triệu CP	**206**
Thị giá (Giá đóng cửa ngày 03/2/2015)	Đồng/CP	**14,200**
Giá mục tiêu	Đồng/CP	**N/A**
Lợi nhuận tiềm năng	%	**N/A**
Ngành		**Điện năng**
Phân ngành		**Thủy điện**
Vốn hoá TT	Tỷ đồng	**2,990**
KLGD bq 30 ngày		**392,667**
Sở hữu nước ngoài		**25%**

Thông tin tài chính	FY2013A	9T2014
Doanh thu (tỷ đồng)	284	**210**
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	152	**95**
LNST (tỷ đồng)	197	**94**
EPS 4 quý gần nhất (đồng/CP)	958	**700**
BVPS 4 quý gần nhất (đồng/CP)	12,668	**13,111**
ROE 4 quý gần nhất	7.8%	**7.3%**
ROA 4 quý gần nhất	5.6%	**5.6%**
P/E (theo giá đóng cửa ngày 03/2/2015)	14.82x	**20.28**
P/B (theo giá đóng cửa ngày 03/2/2015)	1.12x	**1.08x**

Cơ cấu cổ đông	
Tổng công ty Phát điện 3	**30%**
SCIC	**24%**
VIAC(No.1)Limited Partnership	**10%**
Halley Sicav- Halley Asian Prosperity	**4%**
Deutsche Bank	**4%**
SSI	**4%**
Khác	**52%**

Chuyên viên

Phạm Hoàng Yến yenpham@dag.vn

GIÁ CỔ PHIẾU VSH HIỆN TẠI ĐÃ PHẢN ẢNH KỲ VỌNG DOANH THU TĂNG ĐỘT BIẾN CUỐI NĂM 2014

Lợi nhuận đột biến ~121 tỷ đồng sẽ được EVN thanh toán cho VSH trong quý 1 năm 2015. VSH cuối cùng đã thống nhất với EVN về giá mua bán điện PPA cho các năm 2010-2013 và năm 2014 trở đi. Theo hợp đồng này, giá điện bình quân trong hợp đồng năm 2010-2011 thấp hơn giá điện tạm tính của VSH lần lượt là 7% và 17%. Bù lại, trong **giai đoạn 2012-2014, giá điện bình quân trong hợp đồng cao hơn giá điện tạm tính.** Cụ thể, năm 2012 giá điện bình quân trong hợp đồng cao hơn 6.8% so với giá điện tạm tính, năm 2013 và năm 2014 mức tăng này lần lượt là 41%, 28%. **Do đó, chúng tôi ước tính VSH sẽ được nhận doanh thu hồi tố từ chênh lệch giá điện ~75 tỷ đồng**. Ngoài ra, **VSH sẽ được EVN chuyển trả ~ 26.4 tỷ đồng phí môi trường rừng của năm 2013 – 2014 và ~ 19.2 tỷ đồng thuế tài nguyên cho năm 2014.** Lý do là năm 2013 đơn giá tạm tính 351 VND/Kwh chưa bao gồm phí dịch vụ môi trường rừng, còn năm 2014 đơn giá này là chưa bao gồm phí dịch vụ môi trường rừng + thuế tài nguyên *(xem chi tiết bảng 1)*. Khả năng khoản doanh thu này sẽ được EVN trả cùng đợt với doanh thu hồi tố từ chênh lệch giá điện

Theo tính toán của chúng tôi sau khi ghi nhận khoản doanh thu hồi tố trên, LNST của VSH năm 2014 ước đạt 185 tỷ đồng, EPS_{2014} ước đạt ~ 900 đồng/cp,. Với mức giá đóng cửa ngày 03/02/2015 P/E_{2014} ~15.78x và P/B_{2014} ~1.04x. So với P/E (TTM) của các công ty niêm yết cùng ngành có quy mô vốn hóa >1000 tỷ đồng (9.5x), thì P/E_{2014} của VSH hiện đang cao hơn *(xem chi tiết bảng 2)*.

Cổ tức 15% sẽ được chốt quyền vào ngày 05/02/2015, tại mức giá 14,200 VND/cp, tỷ suất cổ tức ước đạt khoảng 10.6%.

Bảng 1: Bảng ước tính doanh thu hồi tố từ năm 2010 đến năm 2014

Năm	Đơn vị tính	Đơn giá chuẩn	2010	2011	2012	2013	2014E
Giá điện tạm tính	Đồng/kWh	563	507	500	382	351	351
Giá chính thức trung bình	Đồng/kWh		429	376	371	449	410
Giá chính thức trung bình + VAT	Đồng/kWh		472	414	408	494	451
Chênh lệch	Đồng/kWh		**(35)**	**(86)**	**26**	**143**	**100**
Sản lượng điện	Triệu kWh		842	903	848	669	653
Doanh thu hồi tố chênh lệch giá điện	Triệu VND		(29,584)	(77,741)	21,748	95,884	65,616
Doanh thu hồi tố thuế tài nguyên	Triệu VND	29					19,224
Doanh thu hồi tố phí môi trường	Triệu VND	20				13,379	13,060
Tổng doanh thu hồi tố	Triệu VND		**(29,584)**	**(77,741)**	**21,748**	**109,263**	**97,900**
Tổng doanh thu hồi tố 2010-2014	Triệu VND						**121,587**

(Nguồn: BCTC VSH, Nghị quyết giá điện 2014, ước tính của DAS)

Bảng 2: Thống kê chỉ số các công ty trong ngành ngày 03/01/2015

Mã CK	Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	EPS (TTM)	P/E (TTM)	BV (TTM)	P/B (TTM)	ROE (TTM)	ROA (TTM)
CHP	1,824.0	1,776	8.2	11,842	1.2	15.9%	6.3%
DNC	37.4	2,222	7.6	12,891	1.3	18.0%	8.3%
HJS	175.5	1,065	11.1	12,139	1.0	8.9%	2.6%
NBP	238.0	3,506	5.3	19,469	1.0	18.9%	11.0%
SEB	584.0	3,460	8.6	11,473	2.6	20.6%	7.3%
BTP	907.3	2,449	6.2	17,399	0.9	14.7%	7.7%
DRL	337.3	3,582	9.8	11,525	3.0	30.9%	26.1%
KHP	556.7	1,781	7.7	14,024	1.0	12.7%	5.7%
PPC	8,112.9	2,288	10.6	16,921	1.4	13.9%	6.5%
SBA	651.1	1,085	9.9	11,376	0.9	9.6%	4.4%
SHP	1,780.5	2,292	8.1	12,981	1.4	18.7%	7.0%
SJD	1,403.0	4,132	7.5	20,584	1.5	19.8%	13.9%
TBC	1,651.0	2,268	11.0	14,627	1.7	15.7%	15.0%
TIC	278.5	1,464	8.5	10,102	1.2	14.3%	12.7%
TMP	1,890.0	2,658	10.3	13,332	2.1	20.8%	12.8%
VSH	**3,011.1**	**699**	**20.3**	**13,103**	**1.1**	**5.4%**	**4.0%**
Bình quân nhóm có vốn hóa >1000 tỷ đồng			9.5		1.3		
Bình quân gia quyền theo mức vốn hóa			**10.9**		**1.5**		
Trung vị			8.6		1.3		
Trung bình			9.5		1.5		

(Nguồn: DAS tổng hợp)

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT



Vùng kháng cự: 15/16.5

Vùng hỗ trợ: 13.5

Kịch bản chính:

Từ đầu năm đến nay, VSH đã hình thành kênh tăng giá ngắn hạn khi đồ thị giá vượt kênh xu hướng giảm trung hạn. Tuy nhiên, hiện giá cổ phiếu đã có những phiên điều chỉnh, khi chạm ngưỡng cản 15-15.1, tương ứng với Fibonacci Retracement 61.8% kèm thanh khoản khá yếu chỉ có khoảng 5 phiên trên KLGD trung bình 50 phiên.

Do vậy, khả năng cao giá VSH sẽ kiểm định trendline trung hạn vùng 13.5-13.6 để có thể xác lập hướng đi kế tiếp.

Kịch bản thay thế:

Ngưỡng hỗ trợ gần nhất cho VSH là vùng 12.6, tương ứng với mức giá được bắt đáy rất mạnh ngày 19/12/2014 với 5,2 triệu cổ phiếu được khớp lệnh và cũng là ngưỡng hỗ trợ mạnh do chạm nhiều đỉnh đáy trước đó.

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được thực hiện bởi Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (DAS) dựa trên các thông tin được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Báo cáo này chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như nhà đầu tư cá nhân mà không hàm ý đưa ra lời khuyên chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Các quan điểm và nhận định trình bày trong báo cáo không tính đến sự khác biệt về mục tiêu và chiến lược cụ thể của từng nhà đầu tư. Nhà đầu tư chỉ nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của mình. Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (DAS) tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin trong báo cáo này.

DAS có thể 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 DAS có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.