

## Ngành điện

Báo cáo cập nhật Q2/2015

16 tháng 6, 2015

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **17.200**

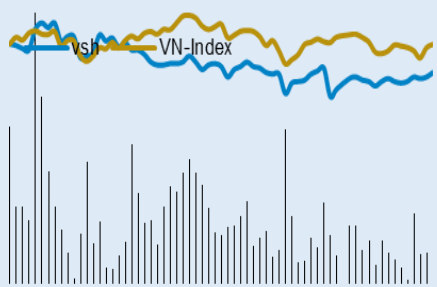
Giá thị trường (16/6/2015) **13.800**

Lợi nhuận kỳ vọng **24,6%**

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	11.360 - 14.850
Vốn hóa	2.846 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	206.241.246 CP
KLGD bình quân 10 ngày	253.398 CP
% sở hữu nước ngoài	27,35%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,62%
Beta	0,55

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



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

Chuyên viên phân tích

**Chế Thị Mai Trang**

(84 4) 3928 8080 ext 606

chethimaitrang@baoviet.com.vn

## Triển vọng khả quan từ thị trường điện cạnh tranh, nâng khuyến nghị từ NEUTRAL lên OUTPERFORM

So với các doanh nghiệp thủy điện niêm yết trên sàn, VSH là doanh nghiệp được hưởng lợi nhiều nhất khi tham gia vào thị trường điện cạnh tranh do giá điện theo hợp đồng PPA của Công ty ở mức thấp nhất. Tỷ lệ đóng góp từ thị trường điện cạnh tranh vào doanh thu của VSH là cao nhất so với các doanh nghiệp thủy điện đang niêm yết.

**Cập nhật KQKD Q1/2015.** Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của VSH trong Q1/2015 đạt 126,5 tỷ VNĐ và 80,5 tỷ VNĐ, tăng trưởng tương ứng 41% về doanh thu và 69% về lợi nhuận so với cùng kỳ năm 2014. Mặc dù sản lượng điện sụt giảm 31%, tuy nhiên việc ký được hợp đồng giá bán điện cao hơn so với giá tạm tính trong năm 2014 và được phép hạch toán doanh thu từ thị trường điện cạnh tranh đã giúp VSH đạt mức tăng trưởng tốt.

**Dự báo KQKD Q2/2015.** Chúng tôi ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của VSH trong Q2/2015 đạt 150,7 tỷ đồng và 99,5 tỷ VNĐ. So với cùng kỳ năm 2014, doanh thu thuần trong Q2/2015 có thể tăng 64% và lợi nhuận sau thuế có thể tăng gấp đôi so với Q2/2014.

**Triển vọng 2015.** Tăng trưởng của VSH trong 2 quý đầu năm nay sẽ không phản ánh mức tăng trưởng của cả năm 2015, do trong Q4/2014 sau khi ký được hợp đồng chính thức VSH đã hạch toán phần doanh thu hồi tố trong giai đoạn 2010-2013 và 3 quý đầu năm 2014 cùng doanh thu từ thị trường điện cạnh tranh của 3 quý đầu năm 2014 vào Q4/2014. Tính chung cả năm 2015, chúng tôi ước tính VSH có thể đạt 491 tỷ VNĐ doanh thu và 307 tỷ VNĐ lợi nhuận sau thuế, giảm 12% về doanh thu và 15% về lợi nhuận so với 2014. Tuy nhiên nếu loại trừ phần doanh thu từ hồi tố trong giai đoạn 2010-2013 vào KQKD 2014, VSH có thể đạt mức tăng trưởng 8% về doanh thu và 18% về lợi nhuận trong năm 2015.

**Khuyến nghị đầu tư.** Chúng tôi điều chỉnh lại mô hình định giá, có tính tới doanh thu từ thị trường điện cạnh tranh vào kết quả kinh doanh của VSH. Giá cổ phần VSH theo mô hình mới của chúng tôi ở mức 17.200 VNĐ/cổ phần, cao hơn 24,6% so với giá hiện tại (giá này chưa tính tới dự án Thượng Kon Tum). Do đó, chúng tôi thay đổi khuyến nghị từ NEUTRAL sang **OUTPERFORM** đối với VSH. Về dài hạn, VSH là doanh nghiệp được hưởng lợi nhiều nhất trên sàn sau khi gia nhập thị trường phát điện cạnh tranh do có giá hợp đồng thấp nhất.

Chỉ số tài chính	2013	2014	2015F	Q2/2014	Q2/2015F
Doanh thu (tỷ đồng)	283.680	554.477	<b>490.222</b>	91.980	<b>150.704</b>
EBITDA (tỷ đồng)	247.148	480.737	<b>332.744</b>	69.524	<b>119.060</b>
EBIT (tỷ đồng)	228.482	404.533	<b>332.744</b>	50.724	<b>100.009</b>
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	197.396	359.272	<b>306.485</b>	48.143	<b>99.522</b>
EPS (đồng/cổ phần)	957	1.742	<b>1.486</b>	233	<b>483</b>
P/E (x)	14,63	8,04	<b>9,42</b>	59,98	<b>29,01</b>
P/B (x)	1,11	0,97	<b>0,94</b>	0,97	<b>0,94</b>
ROA (%)	5,39	9,87	<b>6,27</b>	1,42	<b>2,72</b>
ROE (%)	7,56	12,13	<b>10,01</b>	1,97	<b>3,81</b>

**THÔNG TIN SỞ HỮU**

Sở hữu nhà nước	55,28%
Sở hữu nước ngoài	27,35%
Sở hữu khác	17,37%

**CỔ ĐÔNG LỚN**

EVNGENCO 3	30,56%
SCIC	24%
VIAC (No.1) Ltd Partnership	10,97%

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**
**Kết quả kinh doanh**

Đơn vị (triệu VND)	2012	2013F	2014	2015F
Doanh thu	332.191	283.680	554.477	490.222
Giá vốn	154.577	131.398	157.907	170.002
Lợi nhuận gộp	177.613	152.282	396.570	320.220
Doanh thu tài chính	97.758	93.661	28.519	29.911
Chi phí tài chính	4.223	5.802	5.540	5.816
Lợi nhuận sau thuế	233.998	197.396	359.272	306.485

**Bảng cân đối kế toán**

Đơn vị (triệu VND)	2012	2013F	2014	2015F
Tiền & khoản tương đương tiền	640.343	573.489	229.959	608.131
Các khoản phải thu ngắn hạn	598.779	629.915	687.753	599.498
Hàng tồn kho	30.927	36.167	36.358	42.244
Tài sản cố định hữu hình	985.490	921.165	861.745	810.942
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	13.521	13.521	12.496	13.521
<b>Tổng tài sản</b>	<b>3.380.702</b>	<b>3.664.639</b>	<b>3.639.548</b>	<b>4.884.760</b>
Nợ ngắn hạn	591.015	664.833	258.431	228.482
Nợ dài hạn	211.877	153.503	137.064	1.452.375
Vốn chủ sở hữu	2.449.204	2.611.073	2.962.117	3.062.361
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>3.380.702</b>	<b>3.664.639</b>	<b>3.639.548</b>	<b>4.884.760</b>

**Chỉ số tài chính**

Chỉ tiêu	2012	2013F	2014	2015F
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-27,7	-14,6	95,46	-11,59
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-28,9	70,42	82,01	-14,69
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	53,47	53,68	71,52	65,32
Lợi nhuận thuần biên (%)	70,44	69,58	64,79	62,52
ROA (%)	6,92	5,39	9,87	6,27
ROE (%)	9,55	7,56	12,13	10,01
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	27,50	28,73	18,60	37,30
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	37,98	40,32	22,85	59,49
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	1.135	957	1.742	1.486
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	11.875	12.660	14.362	14.848

## Cập nhật thị trường điện

**Tình hình thiếu điện sẽ không xảy ra trong mùa khô năm nay.** Điều kiện thời tiết năm 2015 tương đối bất lợi cho các doanh nghiệp thủy điện khi ảnh hưởng của hiện tượng El Nino khiến hạn hán diễn ra trên diện rộng, đặc biệt tại khu vực miền Trung Tây Nguyên. Theo Trung tâm điều độ hệ thống điện quốc gia (A0), tần suất nước trung bình về các hồ chứa trong năm nay chỉ ở mức 65% so với cùng kỳ năm 2014. Tuy nhiên, với các dự án nhiệt điện mới đi vào hoạt động trong 4 tháng đầu năm bao gồm tổ máy 1 nhiệt điện Mông Dương 1 (540 MW), Nhiệt điện Duyên Hải 1 (1244 MW), tổ máy 2 Nhiệt điện Ô Môn 1 (330 MW) giúp tăng công suất phát điện thêm 2.114 MW, nguồn cung điện trong mùa khô năm 2015 có thể đảm bảo cân đối với nhu cầu tiêu thụ (được dự báo tăng trưởng 11,5% so với 2014) và tình hình thiếu điện sẽ không xảy ra. Từ nay đến cuối năm sẽ có thêm 3 tổ máy đi vào hoạt động với công suất 1.200 MW, đưa tổng công suất toàn hệ thống lên 34.000 MW.

**Thị trường bán buôn điện cạnh tranh.** Theo lộ trình, thị trường bán buôn điện cạnh tranh sẽ được thực hiện thí điểm từ năm 2015, chia làm 2 giai đoạn: giai đoạn I từ 2015-2017 và giai đoạn 2 từ 2017-2019. Tuy nhiên tại thời điểm hiện tại, việc triển khai vẫn chỉ đang ở giai đoạn lập Thiết kế chi tiết do đó việc thí điểm sẽ bị lùi đến 2016.

<b>Sự khác biệt cơ bản giữa thị trường phát điện cạnh tranh và bán buôn cạnh tranh</b>			
	<b>Phát điện cạnh tranh</b>	<b>Bán buôn cạnh tranh</b>	<b>Tác động</b>
<b>Bên mua điện</b>	Chỉ có 1 đơn vị mua buôn duy nhất (Công ty mua bán điện thuộc EVN) có chức năng mua toàn bộ điện năng qua thị trường điện và qua hợp đồng mua bán điện.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 5 Tổng công ty điện lực</li> <li>- Đơn vị bán buôn điện</li> <li>- Khách hàng sử dụng điện lớn đủ điều kiện</li> </ul>	Các nhà máy điện sẽ có thể được lợi hơn về giá bán khi có thể bán cho nhiều khách hàng thay vì chỉ một đối tượng là EVN như hiện nay.
<b>Bên bán điện</b>	Các nhà máy điện có công suất trên 30 MW, không bao gồm các nhà máy điện BOT, nhà máy sử dụng năng lượng tái tạo không phải là thủy điện và các nhà máy điện thuộc khu công nghiệp chỉ bán một phần sản lượng lên lưới điện quốc gia	Toàn bộ các nhà máy điện công suất trên 30 MW	Tính đến cuối tháng 5/2015, mới có 59 nhà máy với tổng công suất 13.972 MW, chiếm khoảng 40% tổng công suất phát điện toàn hệ thống tham gia vào thị trường phát điện cạnh tranh. Trong thời gian tới số lượng các nhà máy tham gia vào thị trường điện sẽ phải tăng lên nhanh chóng để đáp ứng yêu cầu của thị trường bán buôn điện cạnh tranh

<b>Cơ chế vận hành</b>	<p>Toàn bộ sản lượng của nhà máy phát điện phải được chào bán trên thị trường, tuy nhiên khi thanh toán sẽ được thanh toán theo 2 phần: giá thị trường và giá hợp đồng.</p> <p>Tỷ lệ điện năng thanh toán theo giá hợp đồng được quy định cho từng nhà máy, và tỷ lệ này không cao hơn 95% và không thấp hơn 60%.</p>	<p>Giai đoạn I (2015-2017): các tổng công ty điện lực mua không quá 5% sản lượng điện thực tế theo giá thị trường và phần còn lại mua theo giá của EVN bán cho các Tổng công ty điện lực.</p> <p>Giai đoạn II (2017-2019): tỷ lệ mua điện trên thị trường của các Tổng công ty điện lực sẽ tăng lên. Các khách hàng sử dụng điện lớn được phép tham gia và thực hiện mua điện trực tiếp với các Tổng công ty điện lực.</p> <p>Giai đoạn III (2019-2021): khách hàng sử dụng điện lớn và Đơn vị bán buôn điện đủ điều kiện được phép tham gia thị trường bán buôn điện cạnh tranh.</p>	<p>Giai đoạn I sẽ chưa tác động nhiều tới các doanh nghiệp phát điện khi các Tổng công ty điện lực mua không quá 5% sản lượng điện thực tế theo giá thị trường.</p>
------------------------	---	---	---

## VSH là doanh nghiệp được hưởng lợi nhất trên sàn sau khi gia nhập thị trường điện cạnh tranh.

So với các doanh nghiệp thủy điện niêm yết trên sàn, VSH là doanh nghiệp được hưởng lợi nhiều nhất khi tham gia vào thị trường điện cạnh tranh do giá điện theo hợp đồng PPA của Công ty ở mức thấp nhất. Tỷ lệ đóng góp từ thị trường điện cạnh tranh vào doanh thu của VSH là cao nhất so với các doanh nghiệp thủy điện đang niêm yết.

<b>Giá điện theo hợp đồng năm 2015</b>			
<b>Công ty</b>	<b>Giá điện</b>	<b>Doanh thu từ thị trường điện cạnh tranh 2014</b>	<b>% trên tổng doanh thu</b>
<b>VSH</b>	- Nhà máy Vĩnh Sơn: 333.37 VNĐ/kwh - Nhà máy Sông Hinh: 461.82 VNĐ/kwh	138 tỷ	30%(*)
<b>TBC</b>	477.07 VNĐ/kwh	95 tỷ	30%
<b>SBA</b>	940 VNĐ/kwh	38 tỷ	18%
<b>SJD</b>	- Từ 0-292 triệu kwh: 0.045 USD/kwh - Trên 292 triệu kwh: 0.0225 USD/kwh	chưa tham gia	
<b>CHP</b>	- Mùa khô: 962.33 VNĐ/kwh - Mùa mưa: 795.33 VNĐ/kwh	47 tỷ	8%
<b>SHP</b>	-Nhà máy Dambri: 916 VNĐ/kwh	n/a	n/a

*Nguồn: BVSC tổng hợp*

(\*)Tính trên tổng doanh thu của VSH năm 2014 đã loại trừ phần hoàn nhập từ 2010-2013

## Cập nhật KQKD Q1/2015

Trong Q1/2015, VSH đạt mức tăng trưởng 41% về doanh thu và 69% về lợi nhuận so với Q1/2014. Mặc dù sản lượng giảm, tuy nhiên do hợp đồng điện chính thức được ký kết đã (1) giúp VSH được phép hạch toán doanh thu từ thị trường điện cạnh tranh và (2) giá điện hợp đồng cao hơn giá điện tạm tính trong Q1/2014 đã giúp VSH đạt được mức tăng trưởng tốt trong Q1/2015 so với cùng kỳ năm ngoái.

**Sản lượng điện giảm 31% so với cùng kỳ 2014.** Sản lượng điện của VSH trong Q1/2015 đạt 169,35 triệu kwh, giảm 31% so với Q1/2014. Thông thường Q1 là quý cao điểm về sản lượng trong năm và thường đóng góp khoảng 30% sản lượng của cả năm, tuy nhiên do năm 2014 hạn hán nghiêm trọng khiến lượng nước tích trữ cuối năm tại các hồ thủy điện của VSH đều thấp hơn mức trung bình nhiều năm, do đó sản lượng điện của Công ty trong Q1/2015 chỉ ở mức thấp và mới hoàn thành được 24% kế hoạch năm đã đề ra.

**Giá bán điện bình quân tăng 92% so với Q1/2014.** Giá bán điện bình quân của VSH trong Q1/2015 đạt 674 VNĐ/kwh tăng khoảng 92% so với giá điện tạm tính trong Q1/2014, do 2 nguyên nhân chính:

*Thứ nhất do giá điện trong Q1/2014 chỉ là giá tạm tính và thấp hơn nhiều so với giá hợp đồng đã ký chính thức.* Trong 3 quý đầu năm 2014 do chưa ký được hợp đồng giá điện, VSH đã tạm thời hạch toán giá điện ở mức thấp là 351 VNĐ/kwh. Tuy nhiên từ Q4/2014, VSH đã ký được hợp đồng điện chính thức với mức giá áp dụng cho cả năm 2014 và 2015 là 333,37 VNĐ/kwh với nhà máy Vĩnh Sơn và 461,82 VNĐ/kwh với nhà máy Sông Hình.

*Thứ hai: được phép hạch toán doanh thu từ thị trường điện cạnh tranh.* Doanh thu từ thị trường điện cạnh tranh chỉ được phép hạch toán khi đã có hợp đồng bán điện chính thức với EVN. Do đó trong 3 quý đầu năm 2014, VSH đã không hạch toán khoản doanh thu này vào KQKD. Trong Q1/2015, VSH không công bố doanh thu tăng thêm từ việc gia nhập thị trường, tuy nhiên theo ước tính của chúng tôi, thị trường điện cạnh tranh giúp doanh thu thuần của VSH tăng thêm 45 tỷ VNĐ so với doanh thu từ hợp đồng điện và giá bán điện bình quân trên thị trường khoảng 1.084 VNĐ/kwh, cao hơn nhiều so với giá trong hợp đồng.

## Dự báo KQKD Q2/2015

Chúng tôi ước tính VSH có thể đạt 150,7 tỷ VNĐ doanh thu và 99,5 tỷ LNST trong Q2/2015, tăng 64% về doanh thu và 114% về lợi nhuận sau thuế so với Q2/2014, chủ yếu do giá bán theo hợp đồng PPA cao hơn giá tạm tính trong Q2/2014 và được phép hạch toán doanh thu tăng thêm từ thị trường điện cạnh tranh.

**Sản lượng điện.** Theo Cục khí tượng thủy văn và biến đổi khí hậu, tình trạng khô hạn, thiếu nước sẽ xảy ra trên diện rộng ở khu vực từ Nghệ An đến Bắc Bình Thuận và có khả năng kéo dài tới tháng 8-9/2015, do đó sản lượng điện trong Q2/2015 của VSH sẽ tiếp tục ở mức thấp so với trung bình nhiều năm. Hiện tại cả



4 hồ của VSH đều dưới mực nước dâng bình thường và hồ C đã ở dưới mực nước chết. Trong tháng 4 và tháng 5, sản lượng điện của VSH chỉ đạt 125,94 triệu kwh. Chúng tôi ước tính trong cả Q2/2015, sản lượng điện của VSH sẽ tương đương với 2014, khoảng 185 triệu kwh.

<b>Thông tin mực nước hồ</b>				
	<b>Dung tích thiết kế (triệu m<sup>3</sup>)</b>	<b>Mực nước dâng bình thường</b>	<b>Mực nước chết (m)</b>	<b>Mực nước 4/6/2015 (m)</b>
<b>Hồ A</b>	43	775	765	772,61
<b>Hồ B</b>	97	862	813,6	817,02
<b>Hồ C</b>	68,6	985	977,5	971,92
<b>Hồ Sông Hình</b>	357	209	196	204,11

*Nguồn: VSH*

**Giá điện.** Mặt bằng giá bán điện trên thị trường cạnh tranh trong Q2 thường cao hơn so với Q1. Nguyên nhân chính là do tình hình thời tiết hạn hán trong Q2 khiến sản lượng của các nhà máy ở mức thấp trong khi lượng nước dự trữ từ mùa mưa năm trước đã được huy động trong Q1, do đó giá chào của các doanh nghiệp thủy điện trong Q2 thường cao hơn so với Q1. Như năm 2014, chúng tôi được biết giá trúng thầu bình quân của các doanh nghiệp thủy điện trên thị trường điện cạnh tranh trong Q2/2014 là 970 VNĐ/kwh, cao hơn 14% so với Q1/2014 (850 VNĐ/kwh). Chúng tôi áp dụng mức tăng giá này để ước tính giá bán điện trên thị trường của VSH trong Q2/2015, sẽ vào khoảng 1.171 VNĐ/kwh. VSH không cho biết tỷ lệ tiêu thụ trên thị trường điện cạnh tranh, tuy nhiên chúng tôi ước tính với giá điện bình quân khá cao trong Q1/2015, VSH đã phải tiêu thụ khoảng 40% sản lượng điện trên thị trường cạnh tranh và 60% còn lại được bán theo giá hợp đồng đã ký. Nếu tỷ lệ này không thay đổi trong Q2/2015, giá bình quân của VSH trong Q2/2015 sẽ khoảng 708 VNĐ/kwh.

<b>Ước tính kết quả kinh doanh Q2/2015 của VSH</b>						
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>Q2/2014</b>	<b>Q2/2015F</b>	<b>% thay đổi</b>	<b>Lũy kế 2014</b>	<b>Lũy kế 2015F</b>	<b>% thay đổi</b>
- Doanh thu (triệu đồng)	91.979	150.704	64%	181.766	277.260	53%
- Sản lượng tiêu thụ (tr.kwh)	185	185	0%	428	354	-17%
- Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	46.444	99.522	114%	94.586	179.983	90%

*Nguồn: VSH, BVSC ước tính*

## Dự báo KQKD 2015

Tăng trưởng của VSH trong 2 quý đầu năm nay sẽ không phản ánh mức tăng trưởng của cả năm 2015, do trong Q4/2014 sau khi ký được hợp đồng chính thức VSH đã hạch toán phần doanh thu hồi tố trong giai đoạn từ 2010 đến quý 3/2014 cùng doanh thu từ thị trường điện cạnh tranh của 3 quý đầu năm 2014. Do đó tính chung cả năm 2015, chúng tôi ước tính VSH có thể đạt 490 tỷ VNĐ doanh thu và 306 tỷ VNĐ lợi nhuận sau thuế, giảm 12% về doanh thu và 15% về lợi nhuận sau

thuế so với 2014. Tuy nhiên nếu loại trừ phần doanh thu từ hồi tố trong giai đoạn 2010-2013 vào KQKD 2014, VSH có thể đạt mức tăng trưởng 8% về doanh thu và 18% về lợi nhuận trong năm 2015.

Điểm rơi về lợi nhuận của VSH sẽ vào trong Q3/2015. Nguyên nhân chính là do sản lượng điện của Công ty sẽ ở mức thấp do đây vẫn là mùa khô tại vùng đặt nhà máy trong khi giá bán trên thị trường điện cạnh tranh lại ở mức thấp nhất do Q3 là mùa mưa trên cả nước..

**Dự báo kết quả kinh doanh 2015 của VSH (triệu VNĐ)**

Chỉ tiêu	2014	2015F	%	Cơ sở dự báo
Doanh thu	554.477	490.222	-12%	<p><b>Sản lượng.</b> Sản lượng Q3 sẽ ở mức thấp tuy nhiên sản lượng điện Q4 sẽ tăng mạnh khi vào mùa mưa. Trong cả năm 2015, chúng tôi giả định VSH vẫn có thể hoàn thành kế hoạch kinh doanh là 700 triệu kwh.</p> <p><b>Giá bán điện.</b> Giá điện trên thị trường cạnh tranh trong 2 quý cuối năm sẽ thấp hơn so với Q2 do sản lượng thủy điện dồi dào khi Q3 là mùa mưa chính trên cả nước, khiến lượng nước các hồ thủy điện tăng mạnh và đảm bảo sản lượng điện phát trong Q3 và Q4 ở mức cao. Chúng tôi ước tính bình quân trong năm 2015, giá điện của VSH đạt khoảng 625 VNĐ/kwh.</p> <p><b>Phí môi trường rừng và thuế tài nguyên nước.</b> Với mức phí 20 VNĐ/kwh, VSH có thể hạch toán khoảng 13,8 tỷ VNĐ doanh thu từ phí môi trường rừng. Ngoài ra, giá tính thuế tài nguyên nước theo quyết định 567/QĐ-BTC của Bộ tài chính đã tăng lên 1.622,01 VNĐ/kwh áp dụng từ 16/03/2015 thay vì mức 1.508,85 VNĐ/kwh như trước đây, do đó Thuế tài nguyên nước khoảng 44,2 tỷ VNĐ.</p>
Giá vốn	157.907	170.002	8%	Chi phí khấu hao của VSH năm 2015 khoảng 76 tỷ VNĐ, chiếm khoảng 50% chi phí sản xuất. Ngoài ra thuế tài nguyên và phí môi trường rừng cũng được hạch toán vào chi phí sản xuất.
Lợi nhuận gộp	396.570	320.220	-19%	
Doanh thu tài chính	28.519	29.911	5%	
Chi phí tài chính	5.540	5.816	5%	
Lợi nhuận trước thuế	401.238	326.928	-19%	
Lợi nhuận sau thuế	359.272	306.485	-15%	Lợi nhuận năm 2014 có tính đến 95 tỷ VNĐ hồi tố trong giai đoạn 2010 – 2013.

## Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi điều chỉnh lại mô hình định giá, có tính tới doanh thu từ thị trường điện cạnh tranh vào kết quả kinh doanh của VSH. Giá cổ phần VSH theo mô hình mới của chúng tôi ở mức 17.200 VNĐ/cổ phần, cao hơn 24,6% so với giá hiện tại (giá này chưa tính tới dự án Thượng Kon Tum do thông tin chưa đầy đủ và thời gian xây dựng còn khá dài). Do đó, chúng tôi thay đổi khuyến nghị từ NEUTRAL sang

**OUTPERFORM** đối với VSH. Về dài hạn, VSH là doanh nghiệp được hưởng lợi nhiều nhất trên sàn sau khi gia nhập thị trường phát điện cạnh tranh do có giá hợp đồng thấp nhất. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng giá điện trên thị trường sẽ tăng dần lên do các nhà máy mới xây dựng về sau sẽ có giá thành sản xuất cao hơn, do đó giá chào sẽ cao hơn và kéo theo giá điện bình quân của VSH cũng sẽ tăng tương ứng trong các năm tới. Đồng thời về dài hạn khi thị trường bán buôn vận hành sẽ tăng tính cạnh tranh và giá bán trên thị trường do các doanh nghiệp điện có thể bán cho nhiều đối tượng khách hàng thay vì chỉ một người mua như hiện nay.

Một thông tin đáng chú ý khác là việc SCIC thoái toàn bộ vốn khỏi VSH theo hình thức chào bán cạnh tranh với giá khởi điểm là 18.300 VNĐ/cổ phần, cao hơn gần 30% so với giá thị trường hiện tại. Nếu mua toàn bộ 24% cổ phần của SCIC tại VSH với giá 18.300 VNĐ/cổ phần cần nguồn tiền mặt không nhỏ là 905 tỷ VNĐ, đặc biệt là giá mua cao hơn so với giá giao dịch của cổ phiếu trên thị trường. Do đó chúng tôi cho rằng bên mua sẽ chỉ thực hiện giao dịch này khi có khả năng cải tổ lại doanh nghiệp để mang lại lợi nhuận tốt hơn, mà trong trường hợp của VSH thì điều này sẽ được thực hiện nhanh nhất khi đặt vấn đề đàm phán lại giá điện với EVN. Hiện tại VSH đang là một trong những công ty có giá điện theo hợp đồng thấp nhất, do đó nếu bên mua có thể đàm phán lại giá điện với mức giá hợp đồng tốt hơn, lợi nhuận của VSH sẽ được cải thiện đáng kể.



## 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