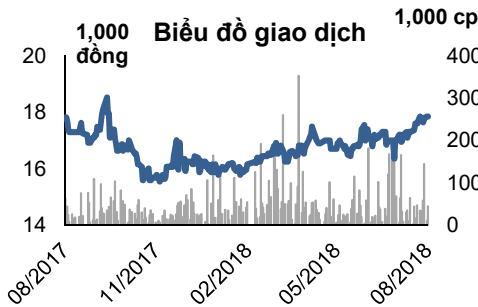


VSH (HSX)

CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh
Đánh cược vào dự án Thượng KonTum

Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG

	Thủy điện
Giá thị trường (VND):	17,450
Giá mục tiêu (VND) :	19,600
<i>Tỷ lệ tăng giá bình quân năm:</i>	12.3%
<i>Suất sinh lợi cổ tức:</i>	5.7%
Suất sinh lợi bình quân năm:	18%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	7%	1%	4%	1%
Tương đối	7%	-4%	7%	-29%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thông kê 21/08/2018

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	15.5k-18.5k
SL lưu hành (triệu cp)	206
Vốn hóa (tỷ đồng)	3,599
Vốn hóa (triệu USD)	155
% khối ngoại sở hữu	14%
SL cp tự do (triệu cp)	206
KLGD TB 3 tháng (cp)	31,840
VND/USD	23,265
Index: VNIndex / HNX	979/110

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 21/08/2018

EVN Genco3	30.6%
CTCP Cơ Điện Lạnh	20.7%
Công ty TNHH Perfetto	14.2%
Samarang Ucits	9.8%
Khác	24.7%

Nguồn: Bloomberg

Nguyen Phong Danh

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1459

danh.np@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Quan điểm đầu tư:

- Là doanh nghiệp điện niêm yết hưởng lợi nhất từ thị trường điện cạnh tranh với chi phí phát điện thấp nhất (224 VND/kWh) so với các doanh nghiệp điện niêm yết khác.
- Cả 3 nhà máy của VSH đều là thủy điện có hồ chứa (103 - 323 triệu m3), thuận lợi tích nước mùa mưa và phục vụ phát điện vào mùa khô.
- Giá điện của thị trường điện cạnh tranh diễn biến rất thuận lợi. 1H2018, giá SMP đạt 911 VND/kWh (+59.8% YoY). Chúng tôi ước tính giá SMP bình quân năm 2018 sẽ là 763 VND/kWh (+66% YoY), khiến giá bán điện bình quân của VSH sẽ đạt 703 VND/kWh (+15.4% YoY)
- Nhà máy Thượng KonTum đi vào hoạt động vào Q4.2019 (220 MW), nâng công suất phát điện của VSH đạt 356 MW (+162%).
- Lợi nhuận ít bị ảnh hưởng bởi tỷ giá như các công ty điện khác do cơ cấu nợ VND chiếm tỷ trọng lớn (tại cuối năm 2017 là 3,163 tỷ VND chiếm 88.4% tổng nợ vay)
- Doanh thu 1H.2018 đạt 411 tỷ VND (+28.8% YoY), LNST đạt 263 tỷ VND (+32.3% YoY). Ước tính DT năm 2018 đạt 573 tỷ VND (+8.8% YoY), LNST đạt 354 tỷ VND (+25% YoY).

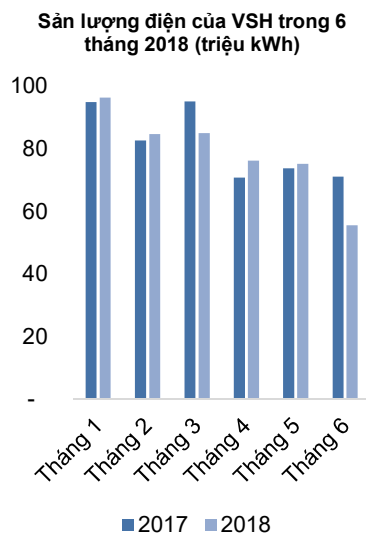
Rủi ro:

- Sản lượng điện sản xuất phụ thuộc vào thời tiết.
- VSH đang giải quyết tranh chấp kiện tụng với nhà thầu Hoa Đông, rủi ro phải bồi thường 1,700 tỷ VND khi thua kiện.

Định giá:

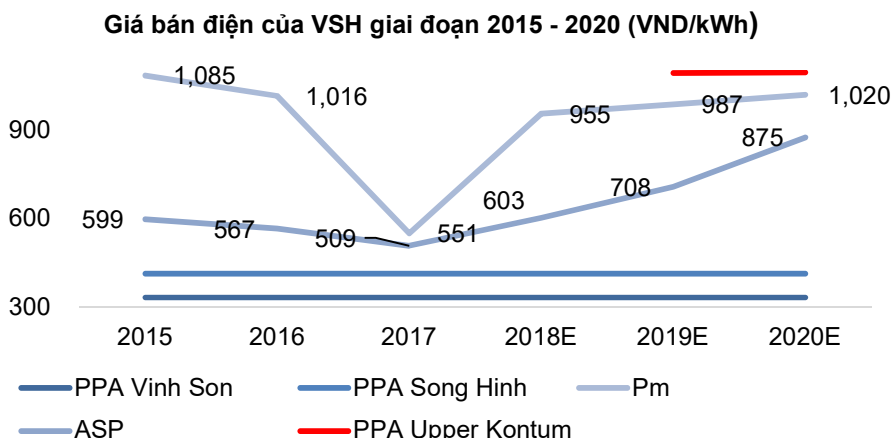
Chúng tôi định giá VSH ở mức 19,600đ/cp tại cuối 2019. Tổng mức lợi nhuận kỳ vọng đạt 18% so với giá thị trường là 17,450 đồng bao gồm cổ tức 1,000 đồng/cp. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

Tỷ đồng	2016	2017	2018E	2019E	2020E
DT Thuần (tỷ đồng)	448	527	573	830	1,799
<i>Tăng trưởng (%)</i>	-4%	18%	9%	45%	117%
LN hoạt động (tỷ đồng)	245	287	364	489	1,034
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	55%	54%	64%	59%	57%
LNST (tỷ đồng)	258	284	354	333	451
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	58%	54%	62%	40%	25%
SLCP lưu hành (triệu cp)	206	206	206	206	206
EPS (hiệu chỉnh, VND)	1,237	1,359	1,699	1,594	2,169
<i>Tăng trưởng (%)</i>	3%	10%	25%	-6%	36%
ROE (%)	9.2%	9.9%	11.9%	10.7%	13.7%
Nợ ròng/VCSH (%)	72%	106%	161%	194%	163%
PE (x)	14.4	13.1	10.5	11.2	8.2
PB (x)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	17.6	18.4	19.3	15.1	6.4
Cổ tức (VND)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%



1. Kết quả kinh doanh 2017 và 1H.2018

Do ảnh hưởng của La nina khiến lượng mưa đột biến so với cùng kỳ, sản lượng điện năm 2017 của VSH tăng đột biến. Tổng sản lượng điện thương phẩm là 865 triệu kWh (+27.4% YoY). Trong khi giá bán điện bình quân đạt 608 VND/kWh (-8.8% YoY) giảm do giá điện thị trường giảm mạnh so với cùng kỳ (-32% YoY). Doanh thu năm 2017 đạt 527 tỷ VND (+17.5% YoY), LNST đạt 284 tỷ VND (+10% YoY)

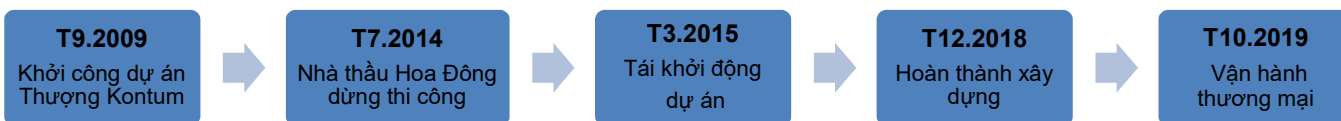


Nguồn: VSH, KISVN ước tính

Trong nửa đầu năm 2018, giá điện thị trường tăng 59.8% YoY do thiếu hụt nguồn phát điện: như sự cố tổ máy tại nhiệt điện Duyên Hải, thiếu than tại cụm nhiệt điện Vĩnh Tân ... khiến công suất phát điện tại miền Nam giảm 29%. EVN buộc phải huy động các nguồn phát điện có chi phí cao như nhiệt điện dầu DO (giá lên đến 7,200 VND/kWh). Điều này tác động tích cực đến giá bán điện của VSH, đạt 868 đồng/kWh (+32.9% YoY) trong 1H2018. Do lượng mưa dồi dào từ Q4,2017, sản lượng điện của VSH trong 1H2018 đạt 473 triệu kWh (cao hơn 16.7% so với trung bình nhiều năm, -3.2% so với cùng kỳ 2017). Doanh thu 1H.2018 đạt 411 tỷ VND (+28.9 % YoY), LNST đạt 292 tỷ VND (+32.8% YoY).

2. Dự án thượng Kontum

Thủy điện Thượng Kontum là công trình thủy điện có hồ chứa trên dòng sông Đăk Snghe tại huyện Kon Plông tỉnh Kontum. Là công trình thủy điện bậc 1 trong hệ thống thủy điện của sông Sê San, nước từ hồ chứa được dẫn qua đường hầm dài 20km rồi đến nhà máy phát điện, rồi xả ra sông Đăk lô. Dự án gồm 2 tổ máy công suất 220 MW với cột nước 937m tạo ra điện lượng 1,090 triệu kWh/năm.



Dự án Thượng Kontum được khởi công vào T9.2009 với giá trị phê duyệt là 5,744 tỷ VND. Nhà thầu Hoa Đông trúng gói thầu số 2 với giá trị hơn 1,614 tỷ VND (giá trúng chỉ bằng 44.7% so với nhà thầu xếp thứ 2). Vì bỏ thầu giá thấp, điều hành không tốt dẫn đến việc thua lỗ khi thi công. Đến T7.2014, nhà thầu Hoa Đông đã dừng thi công dù tiến độ chỉ đạt 24.3% giá trị và 15% khối lượng. Dự án sau đó được bàn giao lại cho liên doanh C47& Robbins, tổng vốn đầu tư được điều chỉnh tăng lên thành 7,407 tỷ VND (do thay đổi về phương thức thi công). Hiện tại, tiến độ dự án đang bị chậm do việc thi công hạng mục nhà máy (được

thiết kế nằm trong núi) gặp khó khăn do yếu tố địa hình, yêu cầu chi phí phát sinh là 1,500 tỷ VND và kéo dài thêm 6 tháng nữa. Dự kiến dự án sẽ thực hiện phát điện vào Q4.2019.

Thông số kỹ thuật dự án Thượng KonTum	
Công suất	220 MW
Sản lượng	1,090 triệu kWh
Dung tích hồ chứa	103 triệu m ³
Cột nước	937 m
Thời gian xây dựng	2009 – 2019

Nguồn: VSH

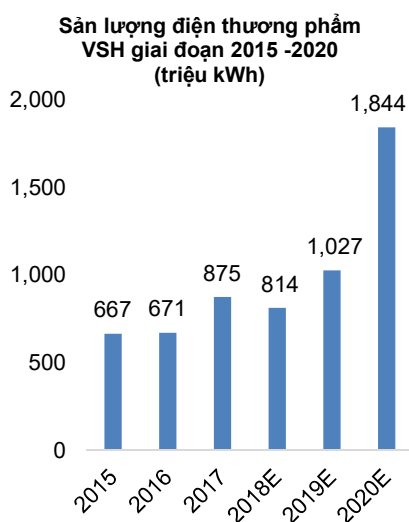
Đi vào hoạt động từ Q4.2019, thủy điện Thượng KonTum sẽ cải thiện đáng kể doanh thu và lợi nhuận của VSH. Với giả định giá PPA là 1,093 VND/kWh (ước với mức IRR là 10%) chúng tôi ước tính sẽ đem về lợi nhuận ròng lần lượt là 58 tỷ VND và 172 tỷ VND cho VSH trong năm 2019 và 2020. Tuy nhiên, nhà thầu Hoa Đông đã nộp đơn kiện lên Trung tâm Trọng tài Quốc tế đòi bồi thường 1,700 tỷ VND cho việc VSH chấm dứt hợp đồng. Hiện tại vụ kiện vẫn đang tiếp tục và khả năng cao sẽ tiếp tục kéo dài.

Cơ sở dự phóng	
Giá PPA (VND/kWh)	1,093
Tổng mức đầu tư (tỷ VND)	8,907
IRR	10%

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Sản lượng (triệu kWh)	273	1,090	1,090	1,090	1,090
Doanh thu (tỷ VND)	316	1,277	1,290	1,303	1,317
LNST (tỷ VND)	58	172	233	300	372

Nguồn: KISVN ước tính

3. Dự phóng 2018 – 2020



Chúng tôi kỳ vọng, thời tiết diễn biến trong năm 2018 sẽ theo hướng trung tính (không mưa nhiều như pha La Nina của năm 2017). Sản lượng điện ước tính sẽ đạt 814 triệu kWh (-5.9% YoY), giá bán điện bình quân sẽ đạt mức 703 VND/kWh (+15.4% YoY) với ước tính giá điện thị trường tăng 61% YoY. Doanh thu năm 2018 ước đạt 573 tỷ VND (+8.8% YoY), LNST đạt 354 tỷ VND (+24.6% YoY).

Theo trung tâm dự báo khí tượng thủy văn Mỹ, thời tiết của năm 2019 sẽ theo pha El nino (nắng nóng và khô hạn). Chúng tôi ước tính sản lượng từ 2 nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn và Sông Hinh sẽ chỉ đạt 754 triệu kWh (-7.3% YoY). Tuy nhiên từ Quý 4.2019, VSH sẽ đưa nhà máy thủy điện Thượng Kon Tum đi vào hoạt động, gia tăng đáng kể sản lượng điện. Tổng sản lượng điện 2019 và 2020 của VSH ước tính lần lượt là 1,027 triệu kWh (+26% YoY) và 1,844 triệu kWh (+80% YoY).

Thời tiết vào mùa khô hạn và áp lực thiếu cung phát điện trong giai đoạn 2019 – 2020 cũng sẽ tác động tích cực đến giá bán điện của VSH trên thị trường điện cạnh tranh (sản lượng điện thị trường ước tính chiếm 30-40% tổng sản lượng của VSH).

Tuy nhiên áp lực trả lãi vay (123 tỷ VND tại năm 2019 và 549 tỷ VND tại năm 2020) và nợ gốc (668 tỷ VND/năm) của dự án Thượng Kontum sẽ gây áp lực đến lợi nhuận và dòng tiền trả cổ tức trong những năm đầu của dự án. Chúng tôi ước tính LNST của VSH 2019 ước đạt 333 tỷ VND (-6% YoY), 2020 là 451 tỷ VND (+36% YoY).

4. Định giá

Chúng tôi đánh giá cao VSH trong nhóm các doanh nghiệp thủy điện vì:

- Chi phí phát điện thấp nhất trong các doanh nghiệp điện niêm yết
- Hiệu suất hoạt động cao (55-60% công suất)
- Dự án Thượng KonTum sắp đi vào hoạt động, gia tăng mạnh mẽ công suất phát điện (+162%)

Dựa vào phương pháp định giá FCFF: chúng tôi định giá VSH tại mức 19,600 đồng/cổ phiếu tại cuối 2019. Tổng mức lợi nhuận kỳ vọng đạt 18% so với giá thị trường là 17,450 đồng bao gồm cổ tức 1,000 đồng/cp. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

Các giả định về hoạt động sản xuất của VSH (2019 – 2030)	Đơn vị	
PPA Vĩnh Sơn	VND/kWh	333
PPA Sông Hình	VND/kWh	461
PPA Thượng Kontum	VND/kWh	1,093
Pm	VND/kWh	1,055
Sản lượng điện của Vĩnh Sơn	triệu kWh/năm	344
Sản lượng điện của Sông Hình	triệu kWh/năm	410
Sản lượng điện của Thượng Kontum	triệu kWh/năm	1,090
Tỷ trọng Qm/Qc		30%/70%

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT(1-T)	441	957	980	1,002	1,024	984	1,001	1,018	1,036	1,054	1,073	1,091
+ Khấu hao	161	405	405	405	405	405	405	405	405	405	405	405
- Vốn lưu động	21	81	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
- Đầu tư XDCB	1500	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dòng tiền tự do	-919	1,281	1,383	14,06	1,427	1,388	1,404	1,422	1,439	1,457	1,476	1,495
WACC	9.9%	10.2%	10.4%	10.7%	11.1%	11.6%	12.1%	12.7%	13.5%	14.4%	15.0%	15.0%
Chi phí vốn chủ sở hữu	15%											
Chi phí nợ vay	9.4%											
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	-836	1,057	1,034	949	867	756	682	613	547	484	426	375
Tổng GTHT của dòng tiền tự do	6,953											
Tốc độ tăng trưởng	3%											
Dòng tiền kết thúc	12,828											
GTHT của dòng tiền kết thúc	3,221											
Tổng giá trị hiện tại	10,174											
Nợ ròng	6,139											
Giá trị VCSH	4,035											
Số lượng cổ phiếu	206											
Giá cổ phiếu	19,600											

Nguồn: KISVN ước tính

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH	Vốn hóa: 3,594 tỷ VND			
Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018E	2019E	2020E
Doanh thu thuần	527	573	830	1,799
Tăng trưởng (%)	18%	9%	45%	117%
GVHB	215	183	310	720
Biên LN gộp (%)	59%	68%	63%	60%
Chi phí BH & QLDN	25	26	32	44
EBITDA	367	445	650	1,439
Biên lợi nhuận (%)	70%	78%	78%	80%
Khấu hao	80	80	161	405
Lợi nhuận từ HĐKD	287	364	489	1,034
Biên LN HĐKD (%)	54%	64%	59%	58%
Chi phí lãi vay ròng	-8	-4	123	549
Lãi vay vốn hóa	398	545	475	0
Khả năng trả lãi vay(x)	-35.4	-104.1	4.0	1.9
Lãi/lỗ khác	26	33	3	3
Thuế	37	46	36	36
Thuế suất hiệu dụng (%)	12%	12%	10%	7%
Lợi nhuận ròng	284	354	333	451
Biên lợi nhuận (%)	54%	62%	40%	25%
Số lượng CP (triệu)	206	206	206	206
EPS hiệu chỉnh (VND)	1,359	1,699	1,594	2,169
Tăng EPS (%)	10%	25%	-6%	36%
Cổ tức (VND)	1,000	1,000	1,000	1,000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	74%	59%	63%	46%

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi/lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2017	2018E	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	-575	4	21	81
Capex (*)	1,765	2,025	1,500	-
Dòng tiền khác	8	8	7	-
Dòng tiền tự do	-833	-1,602	-1,035	776
Phát hành cp	-	-	-	-
Cổ tức	206	206	206	206
Thay đổi nợ ròng	1,039	1,808	1,241	-570
Nợ ròng cuối năm	3,090	4,899	6,139	5,569
Giá trị doanh nghiệp (EV)	6,772	8,580	9,821	9,251
Tổng VCSH	2,905	3,049	3,171	3,413
Giá trị sổ sách/cp (VND)	14,084	14,784	15,377	16,547
Nợ ròng / VCSH (%)	106%	161%	194%	163%
Nợ ròng / EBITDA (x)	8.4	11.0	9.4	3.9
Tổng tài sản	6,753	8,502	10,089	9,764

Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

(*) Capex: đã bao gồm lãi vay vốn hóa

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2017	2018E	2019E	2020E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	9.9%	11.9%	10.7%	13.7%
ROA (%)	4.2%	4.2%	3.3%	4.6%
ROIC (%)	5.1%	5.0%	5.0%	9.7%
WACC (%)	7.1%	10.3%	9.9%	10.2%
PER (x)	13.1	10.5	11.2	8.2
PBR (x)	1.3	1.2	1.2	1.1
PSR (x)	7.0	6.4	4.4	2.0
EV/EBITDA (x)	18.4	19.3	15.1	6.4
EV/sales (x)	12.9	15.0	11.8	5.1
Suất sinh lợi cổ tức (%)	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%

Liên hệ:

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3974 4448
Fax: (+84 24) 3974 4501

Phòng Khách hàng Định chế

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Quản lý Khách hàng
Tổ chức
(+84 28) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.