



BÁO CÁO LẦN ĐẦU

CTCP THỦY ĐIỆN VĨNH SƠN SÔNG HINH

**Hiệu quả gia tăng từ nhà máy thủy điện
Thượng Kon Tum**

CTCP THỦY ĐIỆN VĨNH SƠN SÔNG HÌNH (HSX: VSH)



MUA – Giá mục tiêu: VND 36,000

Khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu VSH của Công ty cổ phần thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hình cho giá mục tiêu 12 tháng tới là ở mức 36,000 đồng. Chúng tôi tin rằng cơ hội đầu tư dài hạn vào cổ phiếu doanh nghiệp thủy điện là hấp dẫn, đặc biệt từ năm 2021 Công ty đã đưa nhà máy thủy điện Thượng Kon Tum vào hoạt động nâng công suất thêm 220MW, tương ứng tăng 162% lên 356 MW.

Điểm nhấn đầu tư

Nhà máy Thủy điện Thượng Kon Tum đi vào hoạt động từ đầu năm 2021: Đây là nhà máy có công suất 220MW và đặc biệt là sản lượng điện trung bình hàng năm là 1.080 triệu kwh, khi đi vào hoạt động đưa công ty trở thành doanh nghiệp thủy điện lớn nhất trên HSX với tổng công suất 356MW, đưa kết quả kinh doanh của công ty lên tầm cao mới với doanh thu dự kiến tăng 300% so với hiện tại, lợi nhuận giai đoạn 2021-2025 dự báo tăng trưởng kép ở mức 21%/năm.

Chi phí sản xuất điện tại nhà máy Vĩnh Sơn - Sông Hình ở mức thấp, tạo ra sức cạnh tranh lớn: Nhà máy Vĩnh Sơn và Sông Hình có tổng công suất 136MW, máy móc thiết bị cơ bản đã được khấu hao hết, không còn nợ vay, dẫn đến chi phí sản xuất điện hàng năm ở mức thấp, cạnh tranh rất tốt trên thị trường, mang lại hiệu quả kinh doanh cao.

Có khả năng mở rộng các dự án hiện tại và các dự án nguồn điện mới: Công ty hiện có các dự án đầu tư nguồn điện mới hấp dẫn như dự án nâng cao năng lực hồ chứa Sông Hình, nhà máy Vĩnh Sơn 2&3 có thể gia tăng công suất thêm 120 MW. Chúng tôi cho rằng sau khi nhà máy Thượng Kon Tum đi vào hoạt động ổn định, công ty sẽ bắt tay vào thực hiện dự án Vĩnh Sơn 2&3, hồ Sông Hình mở rộng.

Thời tiết tiếp tục ủng hộ thủy điện: Theo báo cáo mới nhất của Cục khí tượng thủy văn, hiện tượng El nino tiếp tục kéo dài đến hết 2021 và sang tháng 4 năm 2022, gây ra hiện tượng bão biển đông và mưa nhiều hơn cộng mưa trái mùa khu vực Nam Trung bộ và Tây Nguyên, điều này có lợi cho các nhà máy thủy điện của VSH tại khu vực.

Cơ hội từ thoái vốn nhà nước: hiện tại GENCO3 (PGV) đang sở hữu 26.7% cổ phần tại VSH, theo kế hoạch PGV sẽ thực hiện thoái hết vốn tại VSH trong thời gian tới khi nhà máy Thượng Kon Tum đi vào hoạt động ổn định và đàm phán được giá bán điện mới với EVN. Chúng tôi cho rằng sẽ có nhiều nhà đầu tư tổ chức quan tâm đến khoản thoái vốn này.

Nhu cầu điện trong dài hạn vẫn tăng mạnh: Giai đoạn 2021 - 2025, EVN dự báo 2 kịch bản nhu cầu phụ tải điện: Phương án cơ sở, tăng trưởng nhu cầu điện khoảng 8,6%/năm và Phương án cao (với kịch bản kinh tế phục hồi mạnh sau COVID-19, đồng thời có xem xét đến khả năng có làn sóng dịch chuyển đầu tư của các doanh nghiệp FDI vào Việt Nam) tăng trưởng 9,4%/năm. Theo EVN, với hai kịch bản tăng trưởng này, hệ thống đảm điện sẽ bảo cung ứng đủ điện trong toàn bộ giai đoạn 2021 – 2025

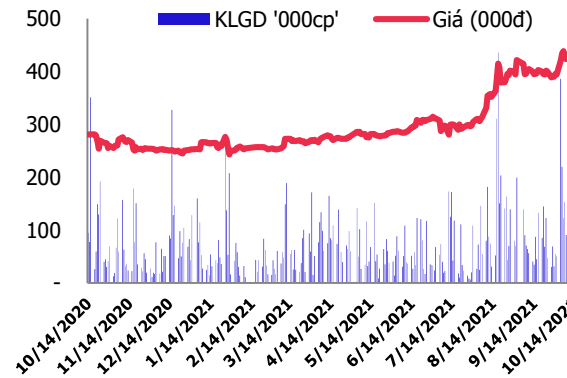
Rủi ro đầu tư

Rủi ro đặc thù doanh nghiệp thủy điện là tình hình thời tiết, lượng mưa và thủy văn tại khu vực nhà máy, chúng tôi đánh giá đây là những rủi ro có chu kỳ và thời điểm, về dài hạn sẽ được quân bình qua các năm.

Định giá

Kết hợp phương pháp định giá DCF và so sánh PE, EVEBITDA, giá trị cổ phiếu VSH được xác định ở mức 36,000 đồng/cổ phần.

Giao dịch cổ phiếu VSH



	1M	3M	12M
VSH	6.7%	40.5%	50.1%
VN-Index	3.9%	8.7%	48.0%

Giá hiện tại 26.10.2021	29,900 VND
Giá mục tiêu 12 tháng	36,000 VND
Upside (%)	20%
Bloomberg	VSH VN
Giá trị vốn hóa	7,112 tỷ VND
Biến động giá 52 tuần (VND)	17,000-30,700
KLGD BQ (000cp/ngày)	75
Giá trị GDBQ ngày (tỷ VND)	1.6
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	49.00%
Tỷ lệ SHNN hiện tại (%)	11.6%

Chi tiêu	Đơn vị	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	341	1,556	1,943	1,943	1,943
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	137	857	979	978	976
Biên lợi nhuận gộp	%	40.2%	55.1%	50.4%	50.3%	50.2%
LN trước thuế và lãi vay_EBIT	Tỷ đồng	237	824	934	933	931
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	236	494	526	568	611
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	188	429	458	501	543
Thu nhập mỗi cp-EPS	Đồng	913	1,815	1,938	2,119	2,300
Tăng trưởng EPS	%	18.4%	98.8%	6.8%	9.3%	8.5%
Cổ tức mỗi cổ phần	Đồng	-	500	500	1,000	1,000
Lợi tức cổ phần	%	0.0%	1.7%	1.7%	3.4%	3.4%
P/E	Lần	39.4	16.0	15.0	13.7	12.6
P/B	Lần	22.3	17.4	16.0	15.1	14.1
EV/EBITDA	Lần	41.1	9.3	6.9	6.3	5.8
ROE	%	5.7%	10.9%	10.7%	11.0%	11.2%
ROA	%	1.9%	4.1%	4.6%	5.1%	5.8%

Nguồn: Bloomberg, VSH, TTNC MBS tổng hợp và dự báo

Doanh nghiệp Thủy điện hàng đầu trên sàn chứng khoán

Công ty hiện đang sở hữu, quản lý và vận hành 3 nhà máy thủy điện với tổng công suất 356 MW, sản lượng điện hàng năm đạt 1,950 triệu kwh

Nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn với công suất 66 MW

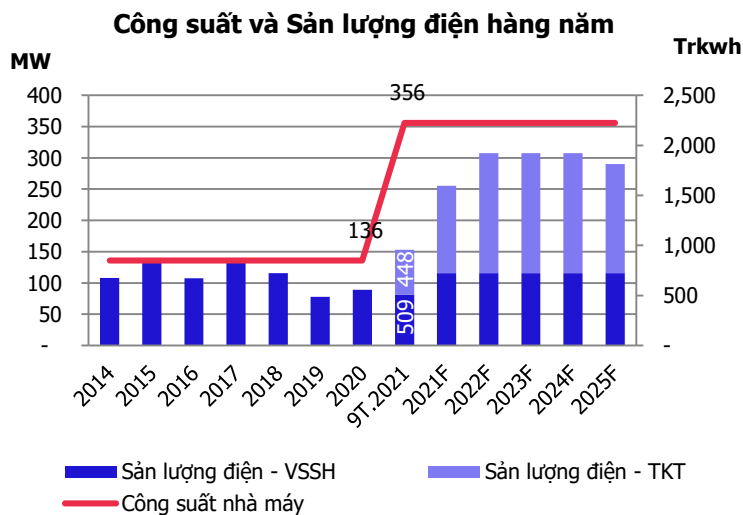
Nhà máy thủy điện Sông Hình có công suất 70 MW

Sản lượng điện của hai nhà máy Vĩnh Sơn Sông Hình (VSSH) những năm qua luôn đạt mức cao từ 600-850 triệu kwh, số giờ chạy máy đầy tải đạt trên 4,500-5,000h/năm.

Từ tháng 4.2021, nhà máy thủy điện Thượng Kon Tum (TKT) chính thức đi vào hoạt động phát điện thương mại sau hơn 10 năm đầu tư, nâng công suất của công ty lên 356 MW.

Nhà máy thủy điện TKT là một trong số ít những nhà máy thủy điện trong cả nước hiện nay có cột nước cao nhất, lên đến 944m, tạo thế năng lớn và hiệu suất chuyển đổi cao. Sản lượng điện thiết kế hàng năm đạt gần 1,100 triệu kwh, tương ứng với 4.600h chạy máy đầy công suất mỗi năm.

Trong chiến lược phát triển dài hạn, công ty sẽ tiếp tục đầu tư các dự án thủy điện Vĩnh Sơn 2&3 với công suất dự kiến là 120MW, bên cạnh đó là dự án mở rộng hồ Sông Hình tăng thêm 50 triệu kwh sản lượng điện hàng năm.



NHÀ MÁY THỦY ĐIỆN THƯỢNG KON TUM

Tổng vốn đầu tư:

Ban đầu : 5.744 tỷ đồng
 Điều chỉnh lần 1: 7.200 tỷ đồng
 Điều chỉnh lần 2: 9.420 tỷ đồng

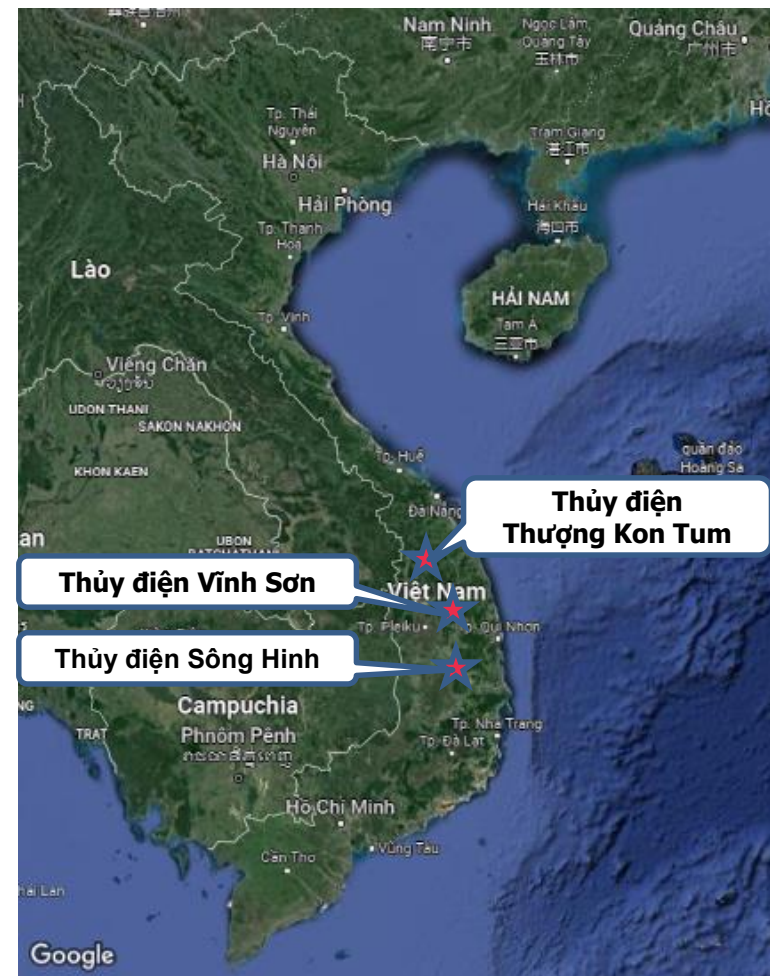
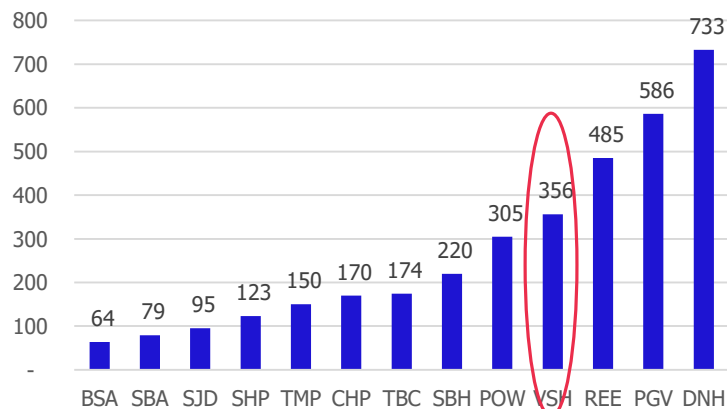
Tiến độ:

Khởi công: 7.2009
 Tạm dừng: 2014-2015
 Thay nhà thầu: cuối 2015
 Phát điện thương mại: 4/2021

Thông số kỹ thuật

Công suất: 220 MW
 Tổ máy: 02
 Sản lượng điện: 1.090 triệu kwh/năm
 Diện tích lưu vực: 374 km²
 Lưu lượng dòng chảy: 16.7m³/s
 Mức nước dâng bình thường: 1.160m
 Mức nước chết: 1.138m
 Dung tích hồ chứa: 145.22 triệu m³
 Dung tích hữu ích: 103.06 triệu m³
 Dung tích chết: 42.46 triệu m³
 Cột nước tính toán: 944 m

Công suất các nhà máy thủy điện của một số Công ty



Nguồn: Báo cáo các công ty, VSH, TTNC MBS tổng hợp và dự báo

Doanh thu và lợi nhuận tăng lên mạnh mẽ

Trong những năm trước khi nhà máy thủy điện TKT đi vào hoạt động, kết quả kinh doanh của công ty tập trung vào hai nhà máy Vĩnh Sơn và Sông Hình, sản lượng điện trung bình trong giai đoạn 2015-2020 đạt 690 triệu kwh/năm.

Do giá trị tài sản cố định của hai nhà máy này cơ bản đã được khấu hao hết, không có vay nợ, nên chi phí hoạt động thấp, hiệu quả kinh doanh hàng năm ở mức cao. Doanh thu và lợi nhuận trung bình giai đoạn 2015-2020 đạt 460 tỷ đồng/năm, lợi nhuận trước thuế đạt 275 tỷ đồng/năm, biên lợi nhuận gộp ở mức cao với 56%/năm.

Trong 6 tháng đầu năm 2021, khi nhà máy Thượng Kon Tum đi vào hoạt động từ đầu tháng 4.2021, sản lượng điện đã tăng mạnh 3.2 lần lên mức 746 triệu kwh. Trong đó riêng nhà máy TKT là 330 triệu kwh, trong khi nhà máy VSSH nhờ thời tiết thuận lợi, sản lượng điện cũng tăng mạnh 140% và đạt 416 triệu kwh.

Doanh thu 6 tháng đầu năm đạt 689 tỷ đồng, tăng mạnh 6.6 lần so với cùng kỳ 2020, đạt 56% kế hoạch cả năm. Lợi nhuận trước thuế đạt 277 tỷ đồng, tăng mạnh so với mức lỗ 3 tỷ đồng cùng kỳ 2020 và hoàn thành 176% kế hoạch cả năm.

Hiệu quả kinh doanh tăng mạnh khi nhà máy Thượng Kon Tum đi vào hoạt động ổn định

Trong 6 tháng đầu năm, doanh thu nhà máy TKT đang được hạch toán theo giá bán điện tạm tính được EVN phê duyệt từ khi lập dự án là khoảng 916 đồng/kwh. Theo thông tin trao đổi từ công ty, hiện tại, giá bán điện đang được công ty và EVN đàm phán lại để có mức giá tốt hơn, phù hợp với tổng giá trị đầu tư thực tế và khả năng áp dụng chính sách giá điện cao hơn cho những năm đầu hoạt động nhằm hỗ trợ nhà máy khi các chi phí khấu hao, lãi vay còn lớn. Trong trường hợp giá đàm phán được mức 1.110 đồng/kwh, chúng tôi đánh giá doanh thu và lợi nhuận của TKT tiếp tục tăng thêm 10%.

Với tổng vốn đầu tư hơn 9,400 tỷ, giá trị tài sản cố định đạt mức 9,000 tỷ, sản lượng điện theo thiết kế đạt mức 1,090 triệu kwh/năm, chúng tôi dự tính giá thành bán điện của công ty ở mức 1,020 đồng/kwh trong năm đầu tiên và giảm dần xuống mức 860 đồng trong năm thứ 5.

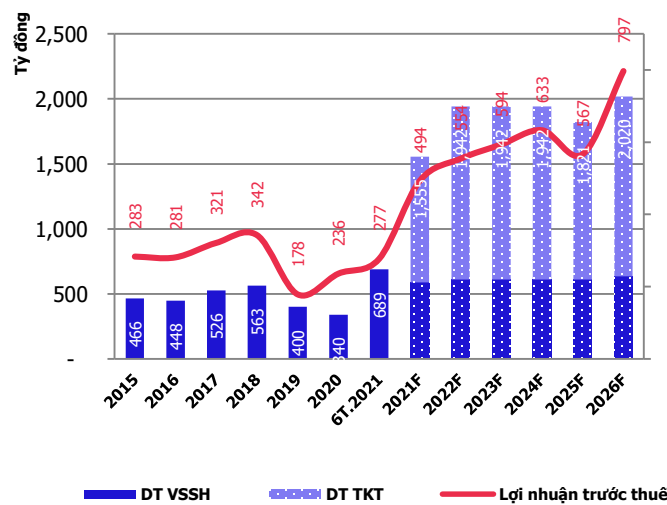
Mặc dù giá trị vay nợ hiện nay khá cao với 5.400 tỷ đồng để tài trợ đầu tư nhà máy, nhưng công ty đạt được những khoản vay dài hạn với lãi suất khá hấp dẫn từ 8-9%/năm, trung bình lãi suất các khoản vay ở mức 8.25%/năm.

Trong phương án kinh doanh của TKT, chúng tôi dự báo sản lượng điện hàng năm của nhà máy TKT đạt mức 110% sản lượng thiết kế và giá bán điện đạt 1.110 đồng/kwh, chúng tôi dự báo lợi nhuận của năm 2021 đạt mức 259 tỷ đồng

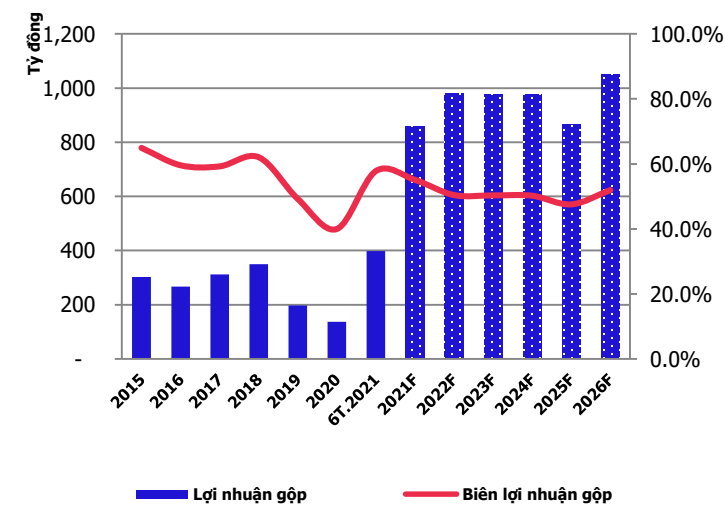
Dự báo hoạt động sản xuất kinh doanh của nhà máy thủy điện Thượng Kon Tum

Chỉ tiêu	Đơn vị	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Sản lượng điện thương phẩm	Triệu kwh	872	1,199	1,199	1,199	1,090	1,199
Doanh thu	Tỷ đồng	968	1,331	1,331	1,331	1,210	1,384
Chi phí	Tỷ đồng	798	1,111	1,071	1,031	971	932
- <i>Phí tài nguyên và môi trường</i>	Tỷ đồng	111	153	153	153	139	153
- <i>Khấu hao</i>	Tỷ đồng	307	528	528	528	528	528
- <i>Lãi vay</i>	Tỷ đồng	330	380	339	297	251	197
- <i>Lao động trực tiếp</i>	Tỷ đồng	26	27	27	28	28	29
- <i>Chi phí quản lý dn</i>	Tỷ đồng	14	14	15	15	15	16
- <i>Khác</i>	Tỷ đồng	10	10	10	10	10	10
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	170	219	260	300	239	452

Doanh thu và lợi nhuận



Lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp



Nguồn: VSH, TTNC MBS tổng hợp và dự báo

Tình hình tài chính sớm ổn định

Tài sản cố định tăng mạnh khi nhà máy Thượng Kon Tum đi vào hoạt động

Đến cuối tháng 6.2021, tổng tài sản đạt 10,130 tỷ đồng, tăng 5% so với đầu năm và chủ yếu tập trung ở tài sản dài hạn với 9,584 tỷ đồng, chiếm 95% tổng tài sản. Tài sản xây dựng cơ bản dở dang được chuyển sang hạch toán vào tài sản cố định khi nhà máy TKT đi vào hoạt động.

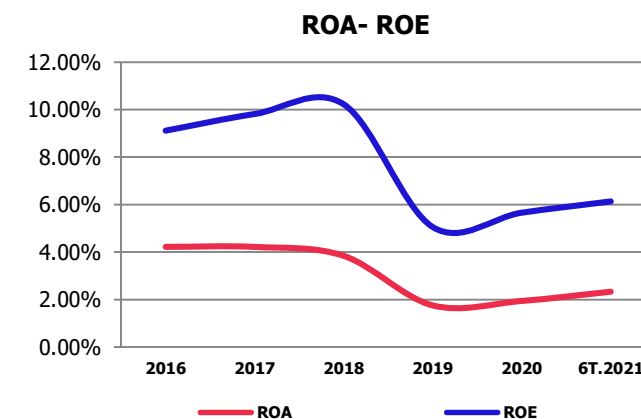
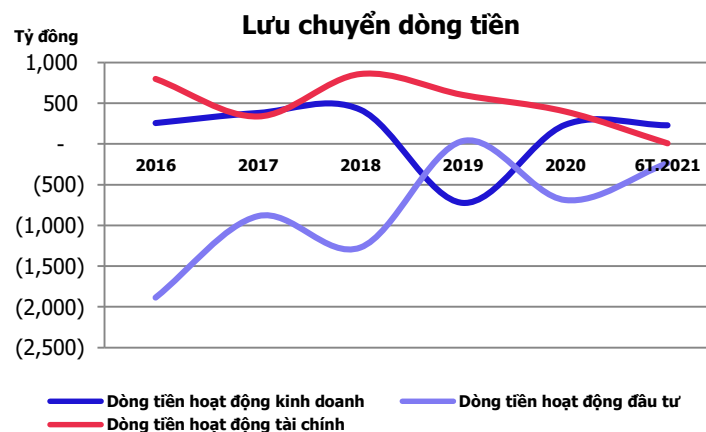
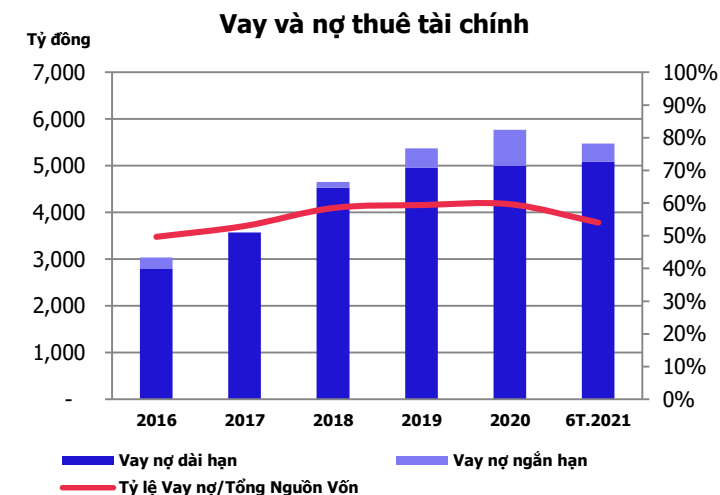
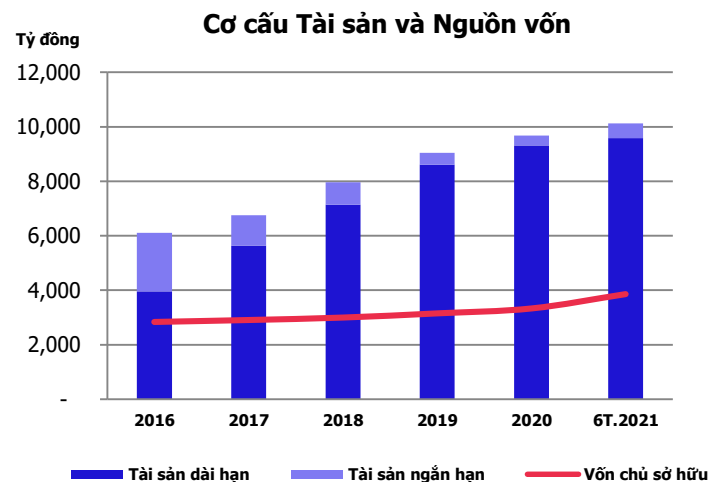
Nợ phải trả đến cuối tháng 6.2021 đạt 6,271 tỷ đồng, giảm nhẹ 1% so với đầu năm. Trong đó Vay và nợ thuê tài chính ngắn và dài hạn là 5,472 tỷ đồng, giảm 5% so với đầu năm.

Vốn chủ sở hữu đạt 3,860 tỷ đồng, tăng 16% so với đầu năm nhờ vào lợi nhuận tăng thêm trong kỳ và công ty thực hiện phát hành thêm 15% vốn cổ phần, tăng vốn từ 2,062 tỷ đồng lên 2,362 tỷ đồng.

Hiện tại, Nguồn vốn dài hạn vẫn đang thấp hơn Tài sản dài hạn 640 tỷ đồng, điều này có thể gây ra rủi ro thanh khoản tài chính trong quá trình hoạt động của công ty. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng mô hình kinh doanh của công ty khá đơn giản và bên cạnh đó có các cổ đông lớn (REE), GENCO3 có nguồn lực tài chính lớn có thể đảm bảo cho quá trình hoạt động thông suốt. Chúng tôi cho rằng cơ cấu tài chính này sẽ cơ bản được giải quyết trong 2022 khi nhà máy Thượng Kon Tum đi vào hoạt động ổn định, có dòng tiền từ hoạt động kinh doanh, giảm bớt nợ vay dài hạn.

Thoái vốn nhà nước, cơ hội cho các cổ đông tư nhân

Hiện nay GENCO3 đang sở hữu 30.55% cổ phần, tương đương với 72,18 triệu cổ phần tại VSH. Tháng 3 năm 2020, GENCO3 cũng đã thực hiện thoái bán VSH thông qua đấu giá với giá khởi điểm là 31.900 đồng/cổ phần, tuy nhiên tại thời điểm đó, việc thoái vốn không thành công. Theo kế hoạch, GENCO3 sẽ thực hiện thoái vốn trong thời gian tới khi nhà máy TKT đi vào hoạt động ổn định và tiến trình đàm phán giá bán điện mới với EVN có kết quả. Chúng tôi đánh giá việc thoái vốn sẽ làm gia tăng tính hấp dẫn của cổ phiếu và làm tăng thanh khoản trên thị trường.



Nguồn: VSH, TTNC MBS tổng hợp và dự báo

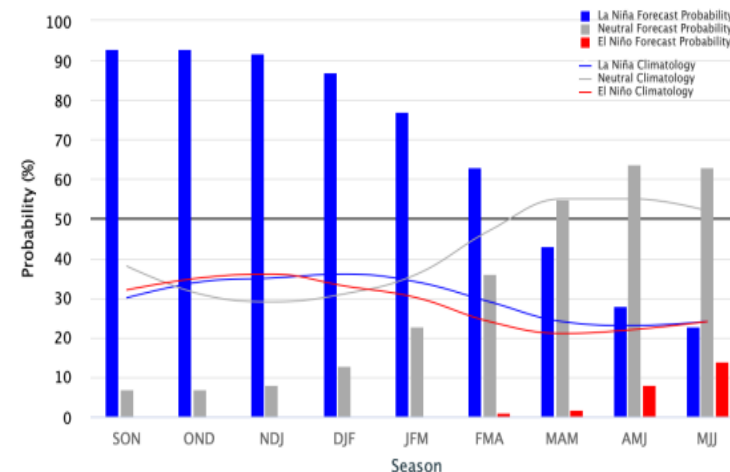
Điều kiện thời tiết ủng hộ các nhà máy thủy điện

- Thủy điện có sản lượng tốt 9 tháng đầu năm: các nhà máy thủy điện vẫn gặp thuận lợi trong 9 tháng đầu năm 2021 khi nước về hồ tốt.** Sản lượng điện sản xuất bởi các nhà máy thủy điện đạt 54.68 tỷ kwh, tăng 13% so với cùng kỳ 2020 và chiếm 28.5% tổng nguồn điện sản xuất. Trong khi các nhà máy thủy điện lớn phía bắc như Hòa Bình, Lai Châu gặp khó khăn do nguồn nước kém, thì các nhà máy thủy điện khu vực miền trung – Tây nguyên gặp thuận lợi khi nước về hồ tốt, sản lượng điện tăng từ 10-20% so với cùng kỳ.
- Các nhà máy thủy điện được ưu tiên khuyến khích phát điện khi các nguồn điện khác đều có giá thành cao như năng lượng tái tạo, 1.900đ-2.200 đồng/kwh, giá than và khí cùng tăng cũng dẫn đến điện than, khí ở mức cao với 1.400-1.600 đ/kwh.
- Tổng cục khí tượng thủy văn cho biết hiện tượng La nina yếu xảy ra với xác suất đến 90%** kéo dài hết năm 2021, những tháng đầu năm 2022 nhiệt độ nước biển khu vực Nino34 tăng dần nhưng vẫn thấp hơn trung bình nhiều năm, La nina yếu tiếp diễn. Điều này gây ra hiện tượng mưa nhiều hơn trong những tháng cuối năm tại cả nước và đặc biệt là khu vực Trung bộ, Tây nguyên khi lượng mưa cao hơn từ 5-25% so với trung bình nhiều năm (1). Như vậy khả năng các nhà máy thủy điện của VSH sẽ tiếp tục được hưởng lợi khi nguồn nước dồi dào hơn.

Mức nước hồ thủy điện khu vực miền Trung-Tây nguyên

Hồ thủy điện	T10.2019	T10.2020	T9.2021	T10.2021
Bản Vẽ	191	197	182	189
A Vương	346	377	358	380
Vĩnh Sơn A	771	770	771	776
Sông Hình	200	199	198	200
Sông Ba Hạ	101	103	103	103
Yaly	509	515	513	514
Thượng Kon Tum	na	na	1,157	1,159
Đơn Dương	1,033	1,040	1,039	1,040
Đại Ninh	871	880	876	879

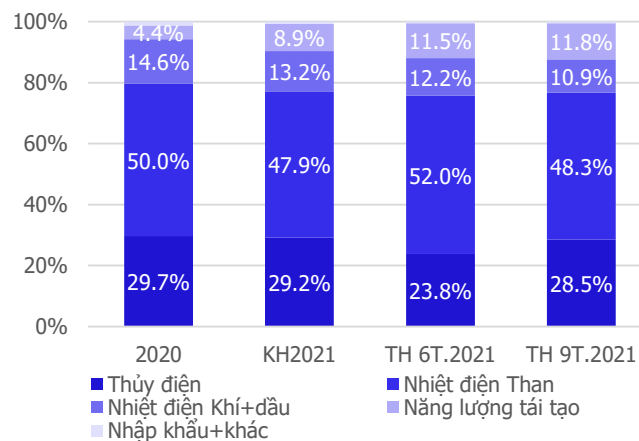
Hiện tượng ENSO



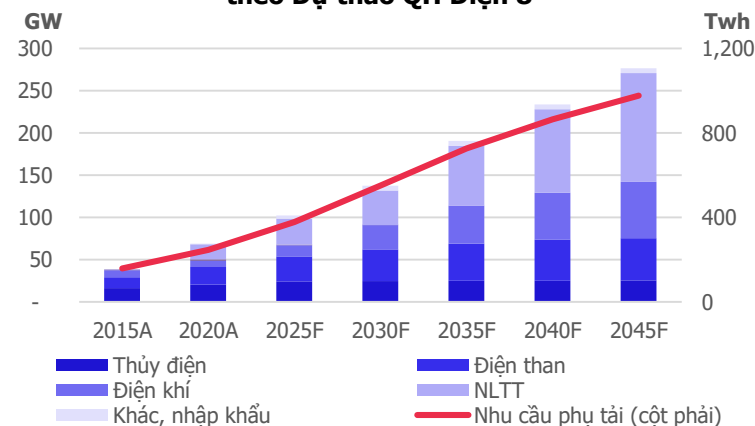
Nhu cầu điện tiếp tục tăng lên trong trung dài hạn

- Nhu cầu điện sụt giảm trong quý 3 sau khi tăng tốt 8.8% trong 6 tháng đầu năm:** Do dịch covid19 bùng phát trở lại nên quý 3 nhiều tỉnh thành phải thực hiện phong tỏa, đặc biệt là khu kinh tế trọng điểm Đông Nam bộ, Đà Nẵng, Hà Nội... dẫn đến nhu cầu điện giảm trong quý 3. Mặc dù vậy, nhu cầu sẽ tăng trở lại từ giữa tháng 10 khi cả nước đang thực hiện nới lỏng, dần mở cửa các hoạt động sản xuất kinh doanh, tăng tốc trong những tháng cuối năm 2021.
- Trong quý 3, sản lượng điện sản xuất đạt 64 tỷ kwh, giảm 3.2% so với quý 3.2020. Sản lượng điện Thương phẩm đạt tháng đầu năm 2021, sản lượng điện toàn hệ thống đạt 128,1 tỷ kwh, tăng 8.8% so với cùng kỳ 2020. Cơ cấu sản lượng nghiêng hẳn về nhiều điện than với 52%, thủy điện và điện khí vẫn đang ở mức thấp so với kế hoạch.
- Giai đoạn 2021 - 2025, EVN dự báo 2 kịch bản nhu cầu phụ tải điện:** Phương án cơ sở, tăng trưởng nhu cầu điện khoảng 8,6%/năm và Phương án cao (với kịch bản kinh tế phục hồi mạnh sau COVID-19, đồng thời có xem xét đến khả năng có làn sóng dịch chuyển đầu tư của các doanh nghiệp FDI vào Việt Nam) tăng trưởng 9,4%/năm. Theo EVN, với hai kịch bản tăng trưởng này, hệ thống đảm bảo điện sẽ bảo cung ứng đủ điện trong toàn bộ giai đoạn 2021 – 2025
- Tăng trưởng kép 8.6% giai đoạn 2020-2025 và 7.8% giai đoạn 2025-2030:** Theo Quy hoạch điện VIII đang được xây dựng, dự kiến đến 2025 công suất nguồn và sản lượng điện lần lượt là 97.66 GW và 378.37Twh, đến 2030 là 136GW và 550.73 Twh, lần lượt tăng trưởng kép CAGR là 8.6% và 7.8% từng giai đoạn.

Cơ cấu Sản lượng điện theo nguồn



Công suất và Sản lượng điện toàn hệ thống theo Dự thảo QH Điện 8



(1): <https://thoitietvietnam.gov.vn//upload/khiau/2021/10/17/la-nina-alert-2021.pdf>

Dự phóng kết quả kinh doanh và Định giá

- Năm 2021 công ty đặt kế hoạch sản lượng điện sản xuất là 1,475 triệu kwh, sản lượng điện thương phẩm là 1,460 triệu kwh. Doanh thu là 1,238 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế là 157 tỷ đồng.
- Trong 6 tháng đầu năm, sản lượng điện thương phẩm đạt 745.7 triệu kwh, tăng 323% so với cùng kỳ và hoàn thành 51% kế hoạch. Doanh thu đạt 689 tỷ đồng, tăng 657% so với cùng kỳ và hoàn thành 56% kế hoạch năm. Lợi nhuận trước và sau thuế lần lượt 277 tỷ đồng và 237 tỷ đồng, tăng mạnh so với mức lỗ của cùng kỳ 2020, hoàn thành 176% kế hoạch năm.
- Với hình thái thời tiết tiếp tục gây mưa lớn cho khu vực trung bộ và Tây nguyên vừa qua cũng như trong thời gian tới, các nhà máy thủy điện của công ty cơ bản tiếp tục gặp thuận lợi. Chúng tôi dự báo, trong 6 tháng cuối năm, sản lượng điện thương phẩm đạt 850 triệu kwh, đưa tổng sản lượng cả năm 2021 đạt 1,595 triệu kwh. Doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 1,556 tỷ đồng và 494 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế đạt 429 tỷ đồng, thu nhập mỗi cổ phần đạt 2,079 đồng, tăng 128% so với 2020.
- Trong các năm tiếp theo, dự báo sản lượng điện của công ty sẽ đạt mức 1,900-1,950 triệu kwh, doanh thu và lợi nhuận trong giai đoạn 2020-2025 tăng trưởng trung bình lần lượt 32% và 16%.

Định giá cổ phiếu

Kết hợp các Phương pháp định giá DCF, FCFF và so sánh PE, EV/EBITDA giá trị cổ phiếu được xác định ở mức 36,000 đồng, tương ứng với PE 2021 ở mức 20. Chúng tôi cho rằng, tỷ lệ PE hiện ở mức cao nhưng sẽ giảm nhanh về mức 16 lần, tương ứng với PE ngành, khi kết quả kinh doanh của VSH tăng nhanh trong những năm tới cùng với nhà máy thủy điện thượng Kom Tum hoạt động ổn định cả năm.

Kết quả định giá	Giá trị (vnd/cp)
- DCF_FCFF	41,972
- PE	28,713
- EV/EBITDA	36,940
Giá trị trung bình	35,875

Dự báo kết quả kinh doanh 2021F-2025F

Kết quả kinh doanh	Đơn vị	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Sản lượng điện thương phẩm	Triệu kwh	558.1	1,594.6	1,921.6	1,921.6	1,921.6	1,812.6
Doanh thu	Tỷ đồng	341	1,556	1,943	1,943	1,943	1,822
Tăng trưởng doanh thu	%	-44%	67%	-2%	-11%	22%	0%
Giá vốn hàng bán	Tỷ đồng	204	699	964	965	967	956
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	137	857	979	978	976	867
Doanh thu tài chính	Tỷ đồng	123	5	5	5	5	5
Chi phí tài chính	Tỷ đồng	1	330	409	364	320	270
Chi phí bán hàng	Tỷ đồng	0	0	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	Tỷ đồng	23	39	51	51	51	55
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	Tỷ đồng	236	494	526	569	611	548
EBIT	Tỷ đồng	237	824	934	933	931	818
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	236	494	526	568	611	548
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	188	429	458	501	543	471

Định giá theo DCF

Chỉ tiêu	Đơn vị	Giá trị
Chi phí vốn bình quân-WACC	%	7.82%
Tăng trưởng dòng tiền sau năm 2026	%	3.0%
Hiện giá dòng tiền thuần giai đoạn 2021-2026	Tỷ đồng	662
Hiện giá dòng tiền sau năm 2026	Tỷ đồng	14,557
Tiền và tương đương tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn hiện tại	Tỷ đồng	426
Giá trị Công ty	Tỷ đồng	15,645
Giá trị Vốn chủ sở hữu	Triệu cp	5,729
Số lượng cổ phần	Triệu cp	236.24
Giá trị mỗi cổ phần	đồng	41,972

Hệ số PE-PB-EV/EBITDA

Công ty	Quốc gia	PB	PE	EV/EBITDA
TMP VN Equity	Vietnam	2.78	13.85	9.97
SHP VN Equity	Vietnam	2.07	25.02	9.28
VPD VN Equity	Vietnam	1.40	12.97	6.07
TBC VN Equity	Vietnam	1.98	8.65	5.34
VPD VN Equity	Vietnam	1.40	12.97	6.07
POW VN Equity	Vietnam	0.99	11.59	5.84
SJD VN Equity	Vietnam	1.48	12.69	7.61
NT2 VN Equity	Vietnam	1.55	20.31	5.62
RPWR IN Equity	India	0.38	23.09	7.50
JPVL IN Equity	India	0.37	27.77	25.01
002039 CH Equity	China	1.95	15.64	25.18
605580 CH Equity	China	7.35	24.13	18.23
Trung bình		1.60	15.82	11.56

Kết quả kinh doanh	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	341	1,556	1,943	1,943	1,943
Giá vốn hàng bán	204	699	964	965	967
Lợi nhuận gộp	137	857	979	978	976
Doanh thu tài chính	123	5	5	5	5
Chi phí tài chính	1	330	409	364	320
Chi phí bán hàng	0	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	23	39	51	51	51
Lợi nhuận thuần hđ kinh doanh	236	494	526	569	611
Lợi nhuận trước thuế	236	494	526	568	611
Lợi nhuận sau thuế	188	429	458	501	543
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	188	429	458	501	543

Tài sản- Nguồn vốn	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	363	1,066	1,231	1,555	1,790
Tiền tương đương tiền	15	426	606	877	1,191
Đầu tư tài chính ngắn hạn	35	35	35	35	35
Khoản phải thu	211	256	266	319	319
Hàng tồn kho	101	345	317	317	239
Tài sản ngắn hạn khác	1	5	6	6	6
Tài sản dài hạn	9,314	9,386	8,788	8,190	7,593
Tài sản cố định	510	9,233	8,636	8,038	7,440
Tài sản dở dang dài hạn	8,791	140	140	140	140
Tài sản dài hạn khác	12	12	12	12	12
Tổng tài sản	9,676	10,452	10,019	9,745	9,382
Nợ phải trả	6,346	6,511	5,738	5,200	4,530
Nợ phải trả ngắn hạn	1,350	1,553	1,319	1,320	1,189
Phải trả người bán ngắn hạn	572	766	528	529	398
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	772	772	772	772	772
Phải trả ngắn hạn khác	6	16	19	19	19
Nợ phải trả dài hạn	4,996	4,958	4,419	3,880	3,342
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	4,996	4,958	4,419	3,880	3,342
Phải trả dài hạn khác					
Vốn chủ sở hữu	3,330	3,941	4,281	4,545	4,852
Vốn góp của chủ sở hữu	2,062	2,362	2,362	2,362	2,362
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	878	1,188	1,528	1,792	2,099
Vốn quỹ khác	390	390	390	390	390
Tổng nguồn vốn	9,676	10,452	10,019	9,745	9,382

Lưu chuyển dòng tiền	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Dòng tiền thuần hđ kinh doanh	235	726	848	1,055	1,098
Dòng tiền thuần hđ đầu tư	-688	-459	-10	-10	-10
Dòng tiền thuần hđ tài chính	397	143	-657	-775	-775

Hệ số tài chính	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Hệ số hiệu quả					
Biên lợi nhuận gộp	40.2%	55.1%	50.4%	50.3%	50.2%
EBITDA Margin	94.1%	77.8%	79.4%	79.3%	79.2%
Biên lợi nhuận ròng	55.3%	27.5%	23.6%	25.8%	28.0%
ROE	5.7%	10.9%	10.7%	11.0%	11.2%
ROA	1.9%	4.1%	4.6%	5.1%	5.8%

Hệ số tăng trưởng	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Tăng trưởng doanh thu	-15%	357%	25%	0%	0%
Tăng trưởng LNTT	32%	109%	6%	8%	7%
Tăng trưởng LNST	18%	128%	7%	9%	9%
Tăng trưởng EPS	18%	99%	7%	9%	9%

Hệ số thanh khoản	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Hệ số thanh toán hiện hành	0.27	0.69	0.93	1.18	1.51
Hệ số thanh toán nhanh	0.19	0.46	0.69	0.94	1.31
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.66	0.62	0.57	0.53	0.48
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	1.91	1.65	1.34	1.14	0.93
Hệ số đảm bảo chi phí lãi vay	181.31	1.49	1.29	1.56	1.91

Hệ số định giá	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Lợi suất cổ tức	0.0%	1.7%	1.7%	3.4%	3.4%
EPS (VND)	913	1,815	1,938	2,119	2,300
BVPS (VND)	16,148	16,682	18,120	19,239	20,539

Liên hệ: Phòng Nghiên cứu Khách hàng Tổ chức – Khôi Nghiên cứu

Trưởng Phòng

Hoàng Công Tuấn Tuan.HoangCong@mbs.com.vn

Nhóm nghiên cứu Kinh tế vĩ mô

Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Trọng Việt Hoàng Hoang.NguyenTrong@mbs.com.vn

Nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

Năng lượng - Dầu khí

Chu Thế Huynh Huyinh.ChuThe@mbs.com.vn

Hàng tiêu dùng - Bán lẻ

Trần Minh Phương Phuong.TranMinh@mbs.com.vn

Tài chính - Ngân hàng

Đỗ Lan Phương Phuong.DoLan@mbs.com.vn

Vật liệu xây dựng

Hoàng Ngân Giang Giang.HoangNgan@mbs.com.vn

Trái phiếu

Lê Minh Anh Anh.LeMinh@mbs.com.vn

Bất động sản - Tài chính

Trần Thái Bình Binh.TranThai@mbs.com.vn

Bất động sản - Tài chính

Đình Công Luyện Luyen.DinhCong@mbs.com.vn

Tài chính- Vật liệu xây dựng

Dương Thiện Chí Chi.DuongThien@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/ giá hiện tại
MUA	>=15%
GIỮ	Từ -15% đến +15%
BÁN	<= -15%

MBS SECURITIES

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn. Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Copyrights. MBS 2020, ALL RIGHTS RESERVED. Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỘ SỞ

Tòa Nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội | Tel: +84 24 7304 5688 – Fax: +84 24 3726 2601 | Website: www.mbs.com.vn