

CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh

[Vietnam / Tiện ích]

Bloomberg Code (VSH VN) | Reuters Code (VSH.HM)

MUA

BC Lần đầu

Giá mục tiêu (12 tháng)	**VND47,200**
Giá hiện tại (29/08/22)	VND38,950
Suất sinh lời	21.18%



[Analyst]

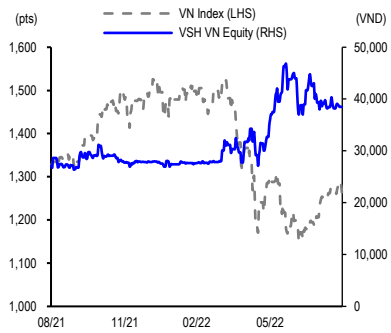
Nhut Nguyen ☎ (84) 333 733 787

✉ nhut.nq@shinhan.com

VNINDEX	1,264
P/E thị trường (22F,x)	12.0
Vốn hóa (tỷ VND)	9,036
SLCP đang lưu hành (triệu)	236
SLCP tự do giao dịch(triệu)	54
Tỷ lệ tự do giao dịch (%)	22.9
52 tuần cao/thấp(VND)	48,000/26,550
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.2
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	11
Sở hữu nước ngoài (%)	11.52

Cổ đông lớn (%)	REE	50.45
	PGV	30.55

Biến động giá	3T	6T	12T
Tu.đối với VN-Index(%)	13.5	34.2	36.1
Tg đối với VN-Index (%)	15.2	49.4	39.9



Shinhan Securities

Dòng chảy đại ngàn

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 47,200 đồng

CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh là một trong những công ty sở hữu những nhà máy thủy điện có công suất thiết kế lớn nhất niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam.VSH hiện tại đang giao dịch ở mức định giá hấp dẫn và mảng kinh doanh cốt lõi còn nhiều dư địa tăng trưởng. Dựa vào phương pháp FCFF và PE, chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua VSH với mức định giá 47,200 đồng. Doanh thu của VSH theo chúng tôi ước tính sẽ bứt phá mạnh nhờ vào sản lượng điện tăng trưởng vượt trội với sự đóng góp của nhà máy mới. Cùng với đó, giá bán điện bình quân cao hơn những năm trước đó là động lực thúc đẩy doanh thu của VSH trong năm nay. Về dài hạn, nhu cầu tiêu thụ điện của Việt Nam tăng trưởng bền vững cũng là cơ hội để VSH phát triển những dự án mở rộng và nâng cấp.

Nhà máy thủy điện Thượng Kon Tum đưa sản lượng điện tăng vọt

Sản lượng điện của VSH dự kiến sẽ tăng trưởng vượt trội trong năm nay nhờ vào Nhà máy thủy điện Thượng Kon Tum (NMTĐ TKT) đã hòa lưới điện quốc gia vào tháng 4 năm 2021. Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện của VSH sẽ vượt qua kỷ lục 1.771 triệu Kwh của năm trước nhờ vào sự đóng góp của NMTĐ TKT.

Thời tiết thuận lợi và sự khó khăn của các đối thủ cạnh tranh

Trong bối cảnh giá cả hàng hóa trên thế giới liên tiếp leo dốc, nhóm thủy điện được hưởng lợi lớn nhất khi có giá thành sản xuất thấp và thân thiện môi trường. Đồng thời, hiện tượng La Nina dự kiến sẽ kéo dài đến hết năm đem về lượng nước dồi dào cho các NMTĐ. Trong khi điện mặt trời và điện gió phụ thuộc nhiều vào điều kiện thời tiết. Điện khí và nhiệt điện gặp nhiều khó khăn khi chi phí nguyên liệu đầu vào tăng mạnh. Do vậy, nguồn điện đến từ các NMTĐ dự kiến sẽ được EVN tiếp tục ưu tiên huy động trong năm nay.

Nhu cầu tiêu thụ điện của Việt Nam tăng trưởng bền vững

Theo dự thảo điện VIII của Bộ Công thương, nhu cầu tiêu thụ điện của nước ta sẽ tăng với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) 8.52% trong giai đoạn 2020-2030. Nhằm đáp ứng nhu cầu đó, VSH sẽ triển khai các dự án mở rộng nâng công suất thiết kế tăng lên 20% trong trung hạn.

Rủi ro:

1. Lượng nước giảm sút do tác động của El Nino.
2. Động đất gần NMTĐ TKT.
3. Giá nguyên liệu đầu vào của đối thủ cạnh tranh hạ nhiệt.

Năm	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ VND)	**341**	**1,611**	**3,058**	**2,822**	**2,477**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	114	770	1,576	1,362	1,139
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**189**	**387**	**1,054**	**913**	**781**
EPS (VND)	913	1,660	4,881	3,865	3,307
BPS (VND)	16,149	16,977	20,411	23,247	25,525
OPM (%)	33	48	52	48	46
NPM (%)	55	24	34	32	32
ROE (%)	**6**	**10**	**22**	**17**	**13**
PER (x)	20.59	17.29	8.92	10.3	12.04
PBR (x)	1.16	1.69	1.95	1.71	1.56
EV/EBITDA (x)	48.68	9.49	9.45	9.52	9.72

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. , or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

Mục lục

3 **Tổng quan doanh nghiệp**

4 **Luận điểm đầu tư**

9 **Dự phóng doanh thu**

10 **Định giá và khuyến nghị**

14 **Rủi ro**

15 **Phụ lục: Báo cáo tài chính**

Tổng quan doanh nghiệp

Lịch sử hình thành và phát triển

CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh (HoSE: VSH) tiền thân là Nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn được thành lập vào năm 1994. Năm 2004, Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh chuyển thành Công ty cổ phần Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh. Năm 2006, cổ phiếu của công ty chính thức được niêm yết tại SGDCK Thành phố Hồ Chí Mình với mã chứng khoán là VSH.

Cơ cấu cổ đông của VSH khá cô đặc khi 90.88% cổ phần nằm trong tay của ba cổ đông lớn. Vào tháng 5 năm 2021, CTCP Cơ Điện lạnh (HoSE: REE) đã trở thành công ty mẹ của VSH khi công ty TNHH Năng lượng REE (công ty con của REE) nâng tỷ lệ sở hữu nên 50.5%.

Các nhà máy thủy điện của VSH

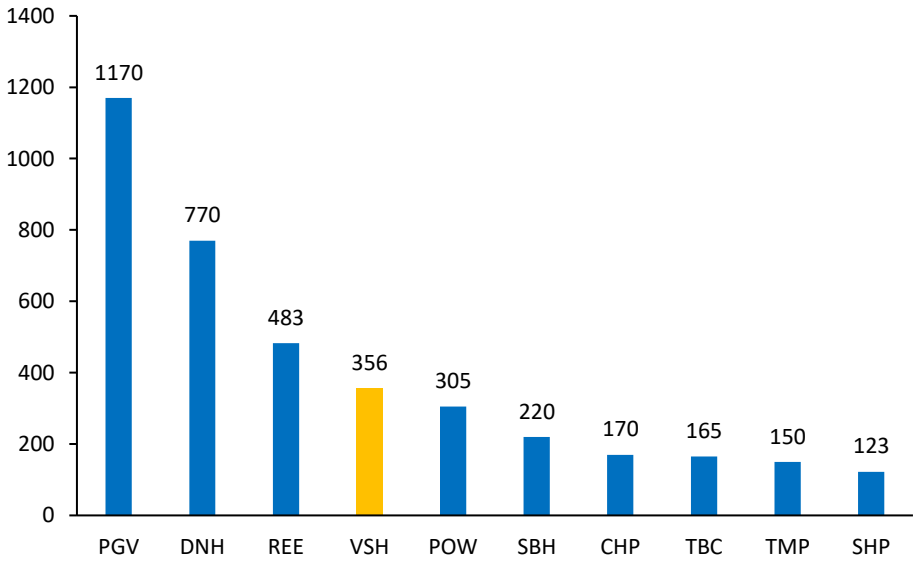


CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh hiện đang sở hữu và vận hành ba nhà máy thủy điện với tổng công suất 356 MW đóng góp 100% doanh thu cho doanh nghiệp. Ba nhà máy của VSH bao gồm:

- Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn có công suất 66 MW đặt tại xã Vĩnh Kim, huyện Vĩnh Thạnh tỉnh Bình Định.
- Nhà máy Thủy điện Sông Hinh có công suất 70 MW đặt tại xã Sơn Thành Tây, huyện Tây Hòa, tỉnh Phú Yên.
- Nhà máy Thủy điện Thượng Kon Tum do Công ty đầu tư xây dựng với công suất 220 MW đặt tại xã Ngọk Tem, huyện Kon Plông, tỉnh Kon Tum.

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Công suất thiết kế các NHTĐ của một số doanh nghiệp niêm yết trên sàn (MW)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

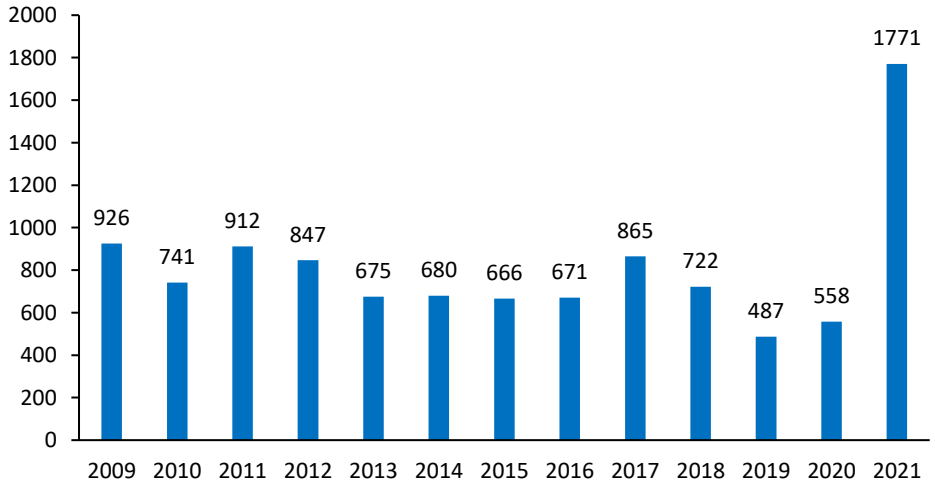
Quan điểm đầu tư

1. Sản lượng điện thương phẩm tăng vọt nhờ vào NMTĐ TKT

NMTĐ TKT đi vào hoạt động thúc đẩy sản lượng điện thương phẩm của VSH

Sản lượng điện thương phẩm trong năm 2022 của VSH dự kiến sẽ tăng mạnh vượt kỷ lục hoạt động với động lực chính từ NMTĐ TKT. Vào tháng 4 năm 2021, NMTĐ này đã hòa lưới điện quốc gia, chỉ sau 9 tháng hoạt động, NHTĐ TKT đã đóng góp 971 triệu Kwh giúp tổng sản lượng điện của VSH trong năm đạt 1,771 triệu Kwh vượt kế hoạch 30%.

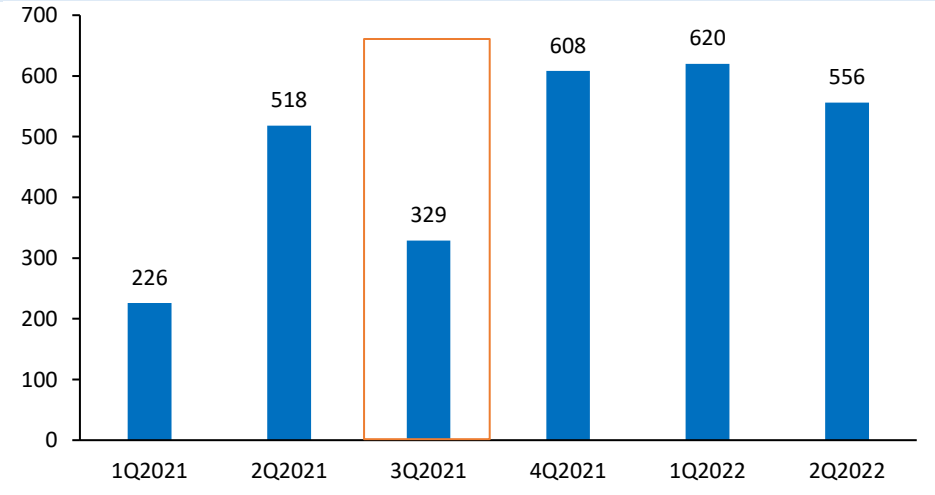
Sản lượng điện thương phẩm của VSH giai đoạn 2009-2021 (triệu Kwh)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Về NMTĐ TKT, đây là nhà máy có công suất thiết kế ở mức 1,090 triệu Kwh/năm, cột nước cao 944m giúp hiệu suất chuyển đổi thế năng sang điện năng tăng cao. Vào năm 2021, thuế tài nguyên dịch vụ môi trường rừng và quyền khai thác tài nguyên nước chiếm tới 29% chi phí của VSH. Mức thuế này được tính dựa trên sản lượng nước VSH tiêu thụ để sản xuất điện. Nhờ vào hiệu suất chuyển đổi cao, NMTĐ Thượng Kon Tum có thể tiết kiệm được chi phí giúp nâng cao hiệu quả hoạt động. Ngoài ra, VSH có hồ chứa lớn lớn thứ ba tại Việt Nam cho phép NMTĐ có thể trữ lượng nước lớn để có thể sản xuất điện trong mùa khô và điều tiết thủy văn khu vực hạ lưu.

Sản lượng điện thương phẩm của VSH từ quý 1 năm 2021 đến quý 2 năm 2022 (triệu Kwh)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

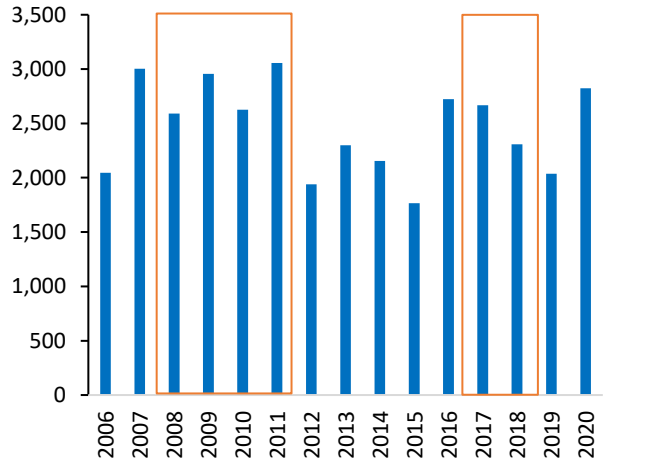
Cần lưu ý, lượng điện tiêu thụ vào quý 3 năm 2021 của cả nước giảm 10.05% từ 773.2 triệu Kwh/ngày xuống 691.8 triệu Kwh/ngày do ảnh hưởng của đại dịch Covid-19. VSH cũng bị ảnh hưởng lớn từ việc nhu cầu bị giảm sút. Dự kiến trong quý 3 năm 2022, VSH sẽ có một quý tăng trưởng ấn tượng nhờ vào nền thấp của năm trước đó.

2. Thời tiết ủng hộ và khó khăn của các đối thủ cạnh tranh

La Nina dự kiến sẽ kéo dài đến hết năm 2022 đem về lượng nước dồi dào cho thủy điện

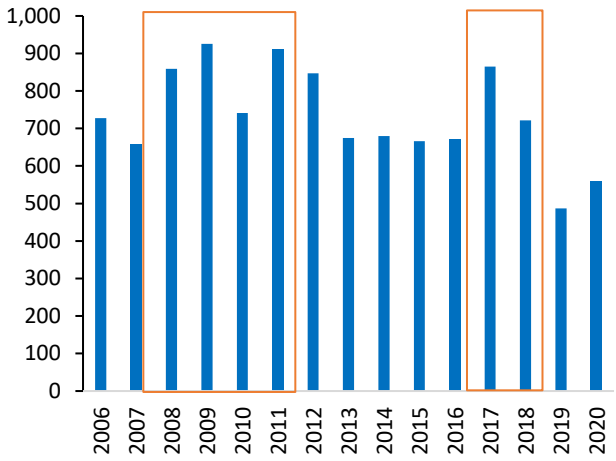
Hiện tượng La Nina dự kiến sẽ kéo dài đến hết năm 2022 đem về lượng nước dồi dào cho các NMTĐ. Theo số liệu của Tổng cục thống kê từ 2006 đến 2020, tổng lượng mưa quan sát tại các trạm quan trắc từ Vinh đến Cà Mau trong những năm xuất hiện La Nina cao hơn từ 10-20% so với trung bình nhiều năm.

Lượng mưa trung bình 4 trạm quan trắc Huế, Đà Nẵng, Qui Nhơn, Plei Ku 2006-2020 (mm)



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

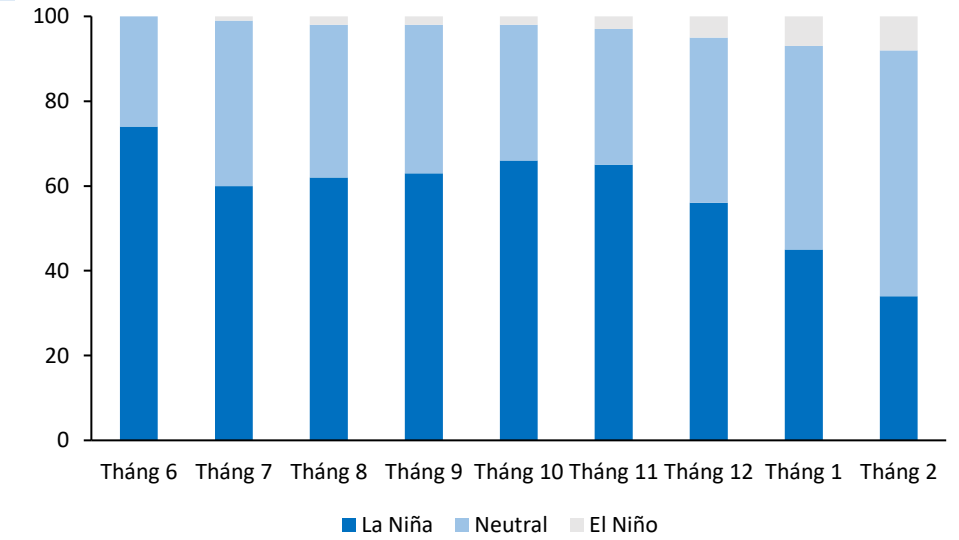
Sản lượng điện thương phẩm của VSH 2006-2020 (Kwh)



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Theo International Research Institute for Climate and Society (IRI), khả năng La Nina sẽ tiếp tục duy trì trong phần còn lại của năm lớn hơn 60%. Dự kiến trong năm 2023, xác suất khí hậu có diễn biến trung lập sẽ chiếm chủ đạo.

Xác suất La Nina, Trung tính và El Nino từ tháng 6/2022 đến 2/2023 (%)



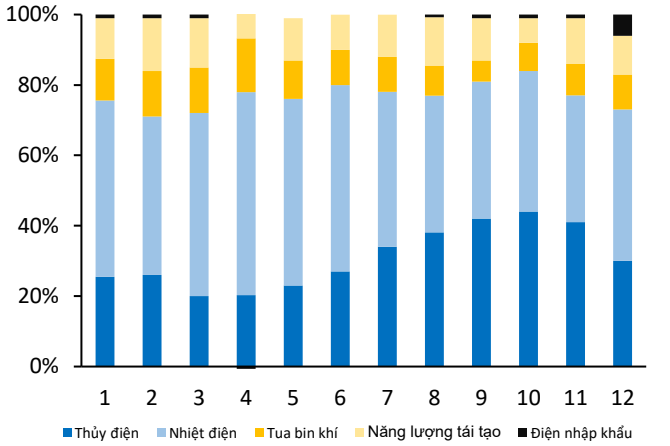
Nguồn: IRI, Shinhan Securities Vietnam

Thủy điện được ưu tiên huy động nhờ giá vốn thấp

Tỷ trọng huy động từ thủy điện trong 6 tháng đầu năm 2022 đã tăng trung bình 17% so với năm 2021 nhờ vào ưu thế giá vốn thấp và khả năng hoạt động ổn định. Nhờ vào đó, sản lượng điện thương phẩm hai quý đầu năm của VSH tăng 58% so với cùng kỳ trước đó bất chấp quý 2 không phải là mùa cao điểm của thủy điện vì các nhà máy phải tích nước chuẩn bị cho mùa khô.

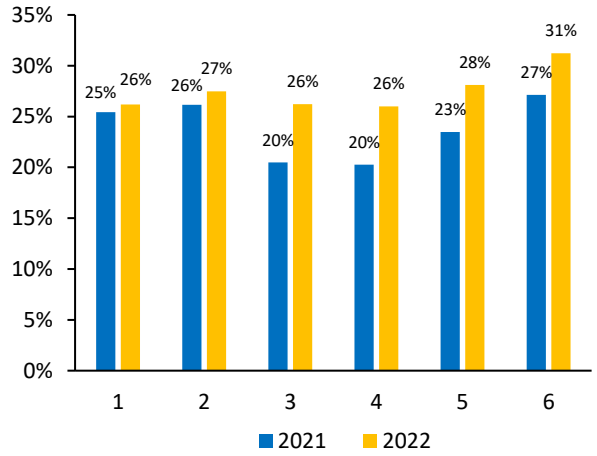
Trong thời gian vừa qua, thủy điện được ưu tiên huy động khi giá thành sản xuất của các loại điện khác tăng mạnh. Có thời điểm giá thành của điện than và điện khí ở mức 1,400 đến 1,600 đồng/Kwh, điện tái tạo từ 1,900 đến 2,200 đồng/Kwh. Trong khi đó, tại ĐHĐCĐ của CTCP Cơ Điện lạnh (HoSE: REE), Chủ tịch HĐQT REE là bà Nguyễn Thị Mai Thanh cho biết giá vốn của NMTĐ TKT chỉ ở mức 900 đồng/Kwh.

Tỷ trọng huy động điện từ các nguồn năm 2021 theo tháng (%)



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

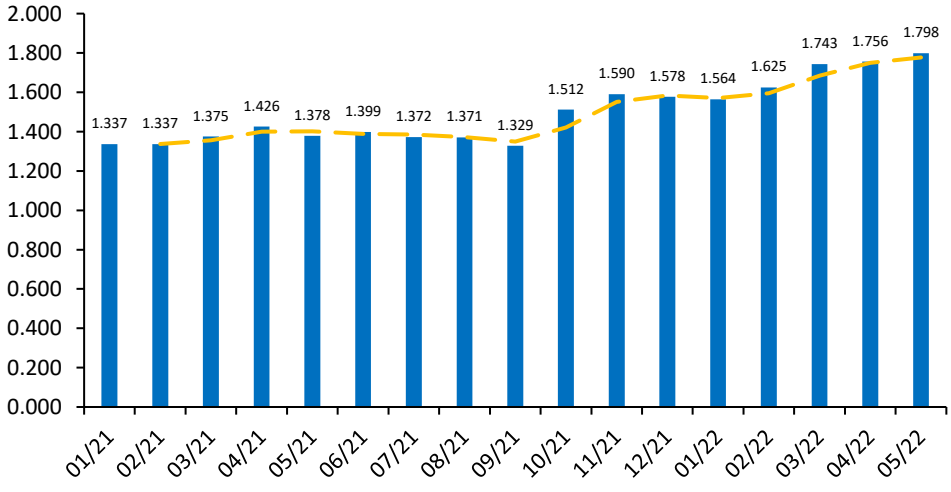
Tỷ trọng huy động từ thủy diện 6 tháng đầu năm 2021 và 2022 (%)



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

Trong khi đó, giá bán điện trung bình trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) tháng 5 năm 2022 đạt 1,798 đồng/Kwh tương ứng với mức tăng 30% so với vùng giá 1,378 đồng/Kwh cùng kỳ trước đó. Đối với ngành điện tại Việt Nam, có hai hình thức bán điện là PPA và CGM. Sản lượng bán qua PPA có thể lên tới 80% đối với các nhà máy điện than và 90% đối với các nhà máy thủy điện. Về CGM, sản lượng thu mua sẽ không cố định đồng thời phụ thuộc vào nhu cầu huy động của EVN và khả năng cạnh tranh của các nhà máy.

Giá bán điện trung bình trên thị trường CGM từ tháng 1/2021 đến 5/2022 (kVND)

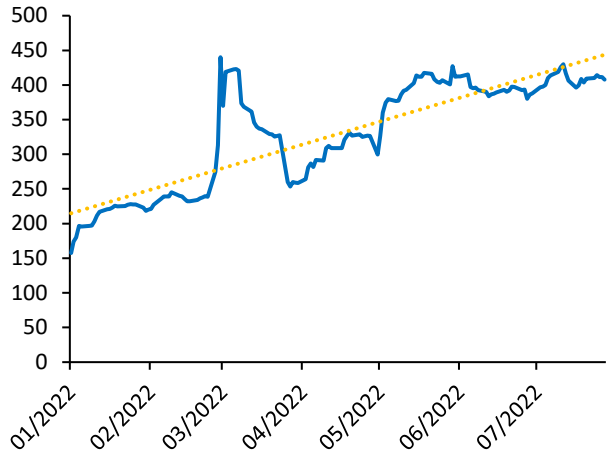


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá nguyên vật liệu đầu vào của điện than và điện khí tăng vọt trong năm qua là một trong những nguyên nhân chính khiến cho chi phí sản xuất điện của 2 nhóm này leo dốc mạnh. Điều này khiến cho ưu thế cạnh tranh trên thị trường phát điện cạnh tranh của hai nhóm giảm sút. Đối với than, hiện tại Việt Nam chỉ mới tự chủ được 70% lượng nguyên liệu cần thiết cho hoạt động sản xuất điện.

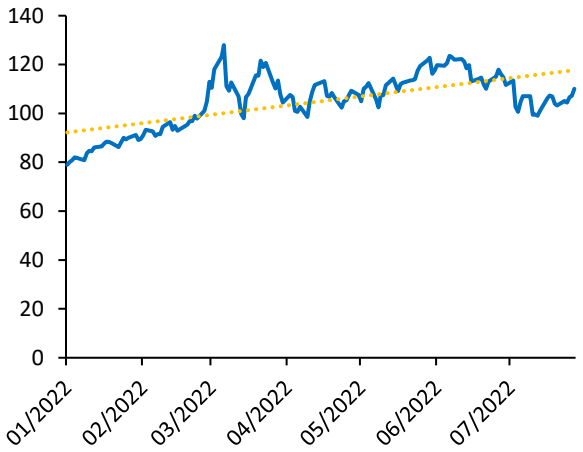
Vào cuối tháng 7 năm 2022, giá than Newcastle (giá loại than thường được dùng tham chiếu cho các nhà máy điện than Việt Nam mua vào) và giá dầu Brent đã tăng lần lượt 159% và 39% so với đầu năm.

Diễn biến giá than Newcastle trong năm 2022 (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

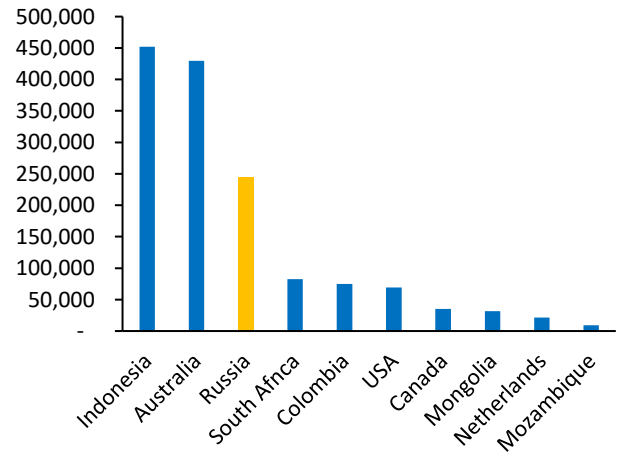
Diễn biến giá dầu Brent trong năm 2022 (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

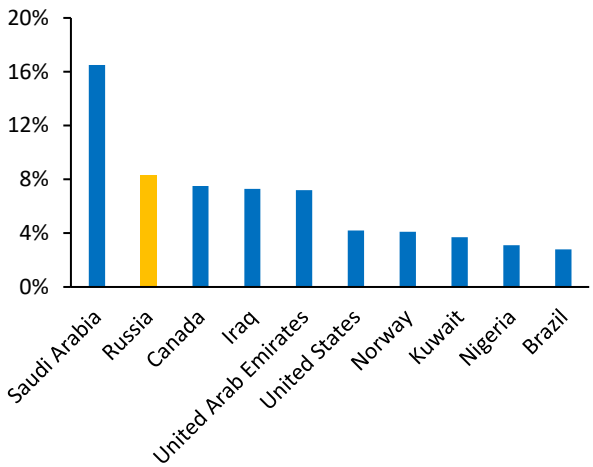
Vào cuối tháng 2, giá than Newcastle tăng vọt gần 100% trong thời gian ngắn do Nga thực hiện chiến dịch quân sự đặc biệt hướng vào Ukraine. Sau đó, các quốc gia châu Âu đã áp lệnh cấm nhập khẩu than và dầu từ Nga. Đáng lưu ý, Nga là nhà xuất khẩu than đá đứng thứ ba trên thế giới sau Indonesia và Úc. Đối với dầu khí, Nga cũng là nhà xuất khẩu lớn thứ hai trên thế giới với 8.5% tổng sản lượng.

Top 10 nhà xuất khẩu than lớn nhất trên thế giới (triệu tấn)



Nguồn: EIA, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Top 10 nhà xuất khẩu dầu có thị phần lớn nhất trên thế giới (%)



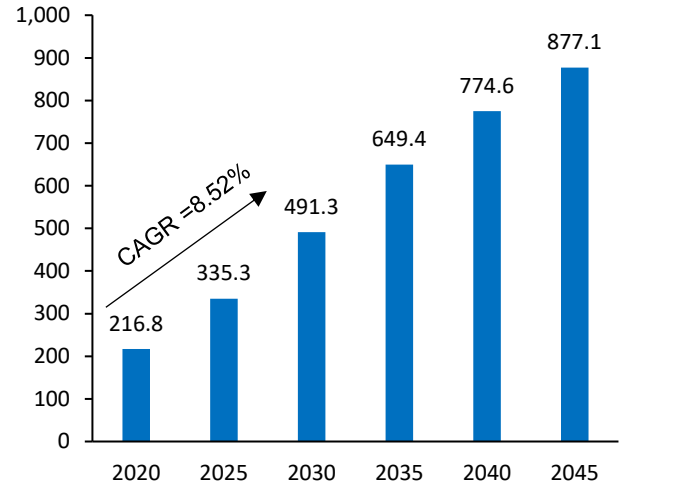
Nguồn: EIA, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

3. Nhu cầu tiêu thụ điện của Việt Nam tăng trưởng bền vững

Theo dự thảo điện VIII của Bộ Công thương, nhu cầu tiêu thụ điện của nước ta sẽ tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) 8.52% trong giai đoạn 2020-2030. Đối với ngành thủy điện, hiện tại 90% tiềm năng thủy điện vừa và lớn đã được khai thác. Đối với các thủy điện nhỏ dưới 30MW, tiềm năng tại Việt Nam còn

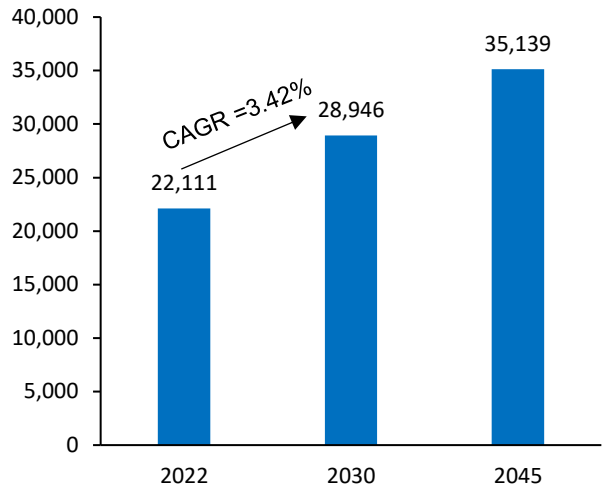
6,000MW trong đó Tây Nguyên có tiềm năng 1,000 MW, Trung Bộ còn 600MW.

Nhu cầu tiêu thụ điện của Việt Nam theo dự thảo điện VIII (tỷ Kwh)



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng công suất thiết kế của thủy điện 2022-2045 (MW)



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

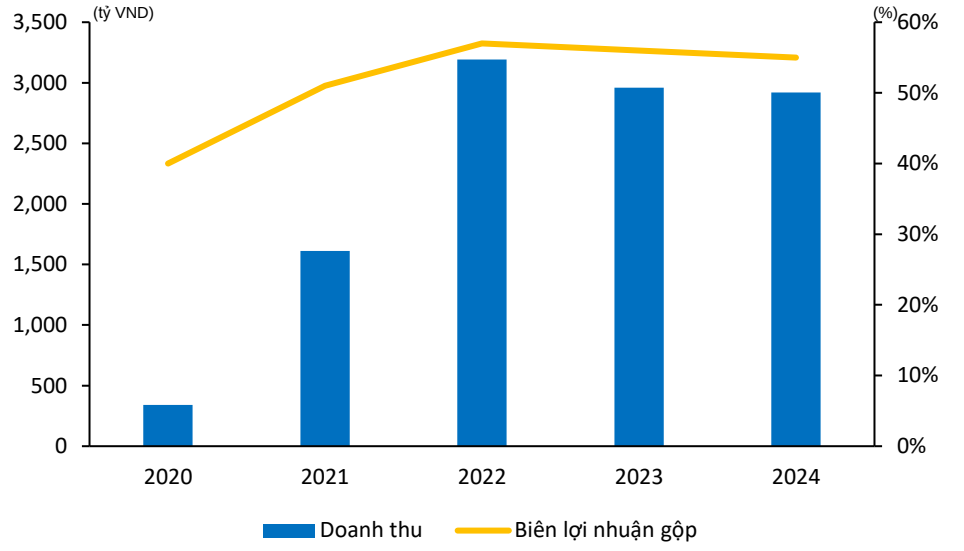
Trong bối cảnh đó, VSH dự kiến sẽ tiếp tục triển khai dự án NMTĐ Vĩnh Sơn 2 và 3 cùng với đó là nâng cấp hồ B-C của thủy điện Vĩnh Sơn và mở rộng dự án Thủy Điện Sông Hinh. Hiện tại, sản lượng thiết kế của ba NMTĐ đang hoạt động là 1,412 triệu Kwh. Khi các dự án trên được hoàn thiện, tổng sản lượng điện theo thiết kế của VSH dự kiến sẽ tăng thêm 306 triệu Kwh tương ứng với mức tăng 20% so với hiện tại.

Đáng chú ý, công suất lắp đặt của điện gió ở nước ta hiện ở mức 3,980MW, tuy nhiên Trung tâm Điều độ Hệ thống điện Quốc gia (A0) cho biết rằng trong tháng 4 và tháng 5 chỉ có 7 ngày công suất phát điện của nhóm điện gió đạt trên 50% công suất lắp đặt. Do vậy, điện gió vẫn còn cần nhiều thời gian để đánh giá hiệu quả hoạt động. Dựa trên những ưu thế về giá thành sản xuất và tính ổn định trong quá trình hoạt động, trong thời gian tới, thủy điện sẽ tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong hệ thống điện quốc gia.

Dự phóng doanh thu

Chúng tôi kỳ vọng rằng VSH sẽ tiếp đà bứt phá trong năm 2022, dự kiến doanh thu của VSH sẽ tăng 33% YoY và lợi nhuận ròng của VSH tăng 172% đạt 1,054 tỷ đồng. Cụ thể, sản lượng và giá bán cải thiện chính là hai động lực chính giúp cho VSH có thể đạt được con số trên. Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng rằng biên lợi nhuận gộp của VSH sẽ trở lại ở mức trên 50% tương đương với trung bình những năm trước đó.

Dự phóng doanh thu VSH và biên lợi nhuận ròng



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng doanh thu, lợi nhuận của VSH (2020-2024F)

(Đơn vị: tỷ VND)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	341	1,611	3,058	2,876	2,686
Sản lượng (triệu Kwh)	*558*	*1,771*	*2,352*	*2,397*	*2,115*
Giá bán bình quân (VND)	*610*	*910*	*1,300*	*1,200*	*1,270*
Lợi nhuận gộp	137	815	1,729	1,543	1,398
Lợi nhuân từ HĐKD	236	456	1,240	1,124	1,071
Lợi nhuận ròng	188	387	1,054	944	910
Biên lợi nhuận (%)					
Biên lợi nhuận gộp	40%	51%	57%	54%	52%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	69%	28%	41%	39%	40%
Biên lợi nhuận ròng	55%	24%	34%	33%	34%
Tăng trưởng (%YoY)					
Doanh thu thuần	-15%	372%	90%	-6%	-7%
Sản lượng	*15%*	*217%*	*33%*	*2%*	*-12%*
Giá bán bình quân	*-26%*	*49%*	*43%*	*-8%*	*6%*
Lợi nhuân từ HĐKD	33%	93%	172%	-9%	-5%
Lợi nhuận ròng	18%	106%	172%	-10%	-4%

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu VND 47,200

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu đối với CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh với khuyến nghị mua và giá mục tiêu ở mức 47,200 đồng tương ứng với mức tăng 21.18% so với thị giá hiện tại. Đối với tầm nhìn dài hạn, VSH là một khoản đầu tư có thể được cân nhắc với những lý do sau:

1) Sản lượng điện thương phẩm tăng vọt nhờ vào NMTĐ TKT.
2) Thời tiết ủng hộ và khó khăn của các đối thủ cạnh tranh.
3) Nhu cầu tiêu thụ điện của Việt Nam tăng trưởng bền vững.

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng kết hợp phương pháp định giá P/E và Chiết khấu dòng tiền (DCF) với tỷ trọng lần lượt là 60% và 40% để định giá VSH. Đối với phương pháp FCFF, chúng tôi giả định doanh thu của VSH sẽ tăng trưởng 98% trong năm 2022 nhờ vào sự đóng góp của nhà máy mới và giá bán điện trung bình được cải thiện.

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)

WACC (%)	**8.26%**
Lãi suất phi rủi ro (%)	3.00%
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	7.80%
Beta	0.77
Chi phí nợ (%)	7.79%
Chi phí sử dụng vốn (%)	9.03%
Tỷ lệ nợ trên vốn	2.09
Giá trị nợ vay	10,583

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mô hình định giá FCF của VSH

Đơn vị: tỷ VND	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
LN ròng	1,054	913	781	908	960
Cộng: Lãi vay sau thuế	326	292	258	233	192
Cộng: Khấu hao	622	641	660	680	700
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	91	-34	-47	20	53
Trừ: Vốn đầu tư	424	410	350	380	390
Dòng tiền tự do (FCFF)	**1,487**	**1,470**	**1,396**	**1,421**	**1,409**
Tỷ lệ chiết khấu	0.93	0.86	0.79	0.74	0.68
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1,458	1,370	1,312	1,167	1,067
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	15,444				
Giá trị doanh nghiệp	5,069				
Nợ	91				
Tiền và tương đương tiền	10,466				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)	0.24				
Giá mục tiêu	**43,600**				

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Dựa trên phương pháp P/E, chúng tôi thu thập dữ liệu từ các doanh nghiệp trong cùng ngành nghề có quy mô tương đồng với VSH hoạt động trong nước và khu vực châu Á - Thái Bình Dương. Trung bình P/E của các doanh nghiệp trong thống kê (ngoại trừ VSH) ở mức 11.43x. Kết hợp cùng EPS dự phóng năm 2022 ở

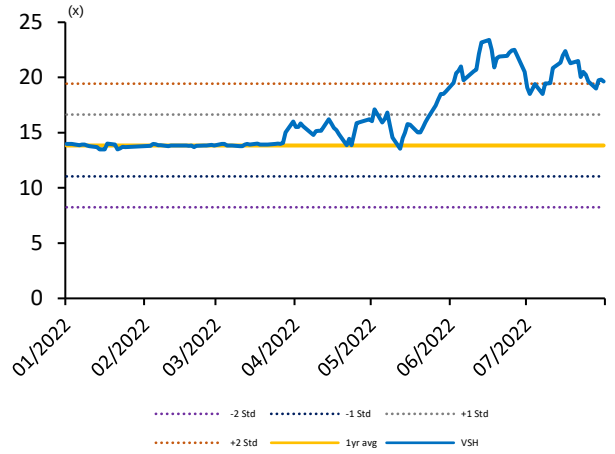
mức 4,881 đồng, chúng tôi kỳ vọng giá mục tiêu 12 tháng VSH ở mức 48,800 đồng.

So sánh định giá các doanh nghiệp ngành năng lượng

Mã chứng khoán	PE	EV (triệu USD)	Tăng trưởng EPS (%)	Tăng trưởng doanh thu (%)	ROA %)	ROE (%)	Biên lợi nhuận ròng (%)	Biên lợi nhuận gộp (%)
VSH VN EQUITY	15.37	648	93	373	7	17	24	48
POW VN EQUITY	15.72	1,471	-24	-17	4	7	7	10
NT2 VN EQUITY	8.26	312	-15	1	12	21	9	10
389260 KS Equity	9	183	-23	-18	15	53	13	35
SPCG TB Equity	7.15	529	-8	-9	10	14	56	68
SUPER TB Equity	9.47	1,955	85	31	3	11	30	43
SSP TB Equity	10.42	586	28	20	5	17	33	49
Trung bình (trừ VSH)	10.00							
EPS forward	4,881					s		
Giá mục tiêu	**48,800**							

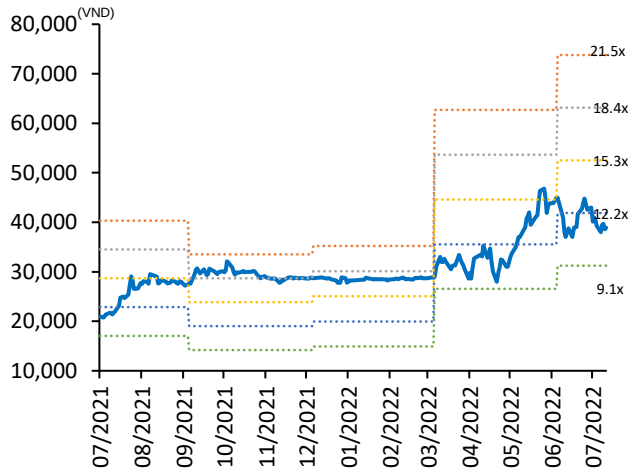
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PER của VSH từ đầu năm 2022



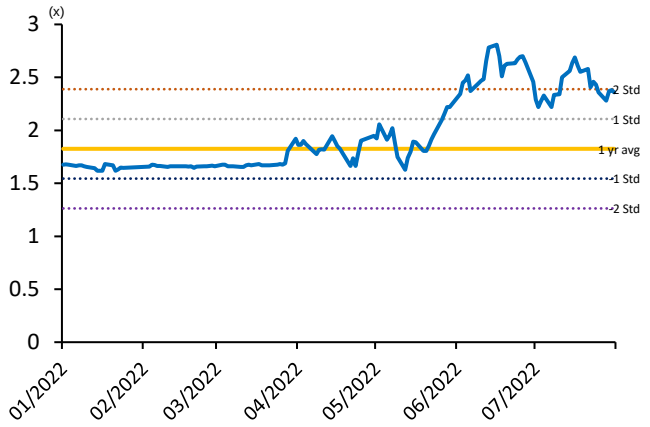
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của VSH



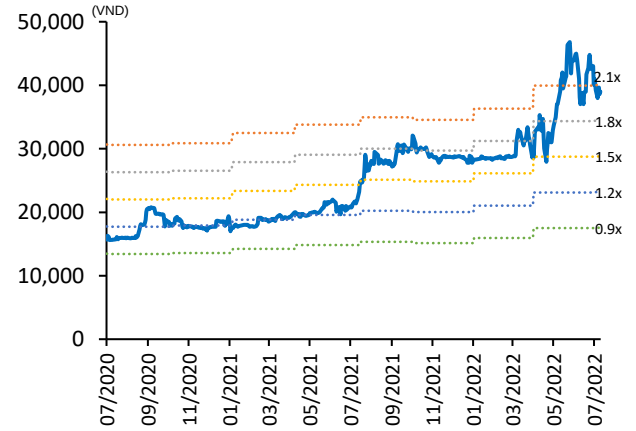
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của VSH từ đầu năm 2022



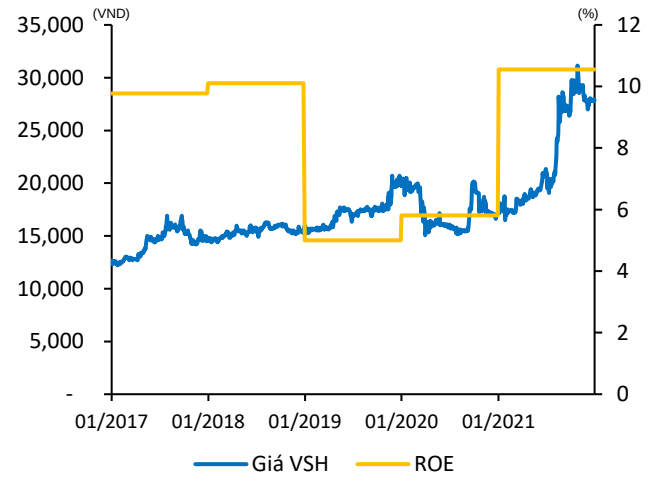
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của VSH



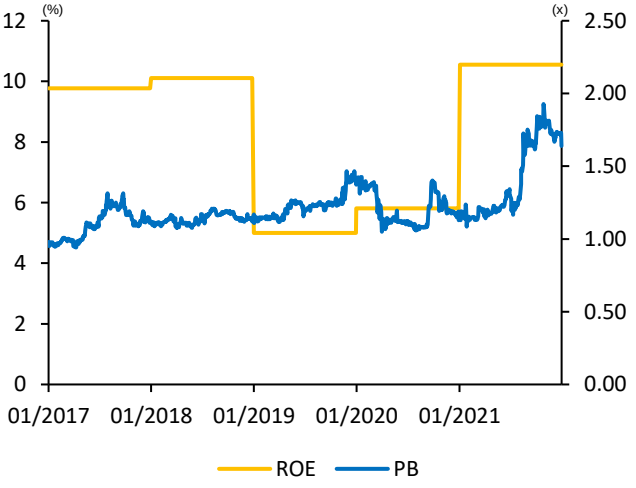
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tương qua giá VSH và ROE



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tương quan PBR và ROE



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Sự kiện quan trọng của VSH



ssNguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Biến đổi khí hậu

Đối với doanh nghiệp ngành thủy điện, hoạt động sản xuất kinh doanh điện bị ảnh hưởng trực tiếp vào điều kiện thời tiết và lượng mưa trong khu vực. Ngoài hoạt động sản xuất kinh doanh, NMTĐ còn phải đảm bảo nguồn giúp chống hạn hán và điều tiết thủy văn khu vực hạ lưu.

Việt Nam là một trong những quốc gia chịu ảnh hưởng mạnh bởi hiện tượng El Nino/La Nina. Hiện tượng El Nino làm giảm sút lượng mưa và gây ra tình trạng hạn hán, khô hạn và xâm nhập mặn khiến lượng nước trong hồ chứa giảm sút ảnh hưởng lớn đến hoạt động sản xuất kinh doanh điện.

Động đất bất ngờ

Tỉnh Kon Tum trong năm 2022 đã xuất hiện nhiều trận động đất liên tục. Đáng chú ý có hai trận lớn nhất trong lịch sử ghi nhận hơn 100 năm tại khu vực với 4.1 và 4.5 độ richter. Viện trưởng Viện vật lý địa cầu Việt Nam cho biết có khả năng thủy điện TKT tích nước tác động đến hiện tượng động đất giống trường hợp của thủy điện Sông Tranh 2. Hiện tại, Viện trưởng cho biết rằng cần có chuyên gia tiến hành quan trắc và nghiên cứu hệ thống đứt gãy, đánh giá việc tích nước các hồ đập theo kinh nghiệm quốc tế mới có thể đưa ra kết luận cuối cùng.

Giá nguyên liệu đầu vào của các đối thủ cạnh tranh

Do những vấn đề về địa chính trị và chiến sự trên thế giới khiến cho giá dầu mỏ và than đá tăng phi mã. Trong thời gian tới, khi chính sách tiền tệ của Mỹ và những quốc gia khác trên thế giới bắt đầu siết chặt để kìm hãm lạm phát và hòa bình dần trở lại thì giá cả các nguyên vật liệu đầu dự kiến sẽ có sự điều chỉnh. Điều này sẽ giúp cho lợi thế cạnh tranh của VSH bị giảm sút, đặc biệt trên thị trường CGM.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Tổng tài sản	**9,676**	**10,017**	**11,095**	**11,142**	**11,013**
Tài sản ngắn hạn	363	691	2,045	2,323	2,504
Tiền và tương đương tiền	15	52	363	630	894
Đầu tư TC ngắn hạn	35	39	765	847	867
Các khoản phải thu	211	497	734	677	594
Hàng tồn kho	101	102	183	169	149
Tài sản dài hạn	9,314	9,326	9,050	8,819	8,509
Tài sản cố định	510	9,136	8,938	8,707	8,397
Chi phí xây dựng cơ bản	8,791	176	98	98	98
Tài sản dài hạn khác	12	14	14	14	14
Tổng nợ	**6,346**	**6,006**	**6,274**	**5,651**	**4,984**
Nợ ngắn hạn	1,350	877	1,836	1,731	1,581
Khoản phải trả	361	313	581	536	471
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	772	142	490	490	490
Khác	6	4	0	0	0
Nợ dài hạn	4,996	5,129	4,438	3,920	3,403
Vay và nợ thuê tài chính dài	4,996	4,927	4,438	3,920	3,403
Khác	0	202	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	**3,330**	**4,010**	**4,821**	**5,491**	**6,029**
Vốn góp chủ sở hữu	2,062	2,362	2,362	2,362	2,362
Thặng dư vốn	6	6	6	6	6
Vốn khác	28	28	28	28	28
Lợi nhuận giữ lại	877	1,258	2,068	2,738	3,276
Lợi ích cổ đông không kiểm	0	0	0	0	0
*Nợ vay	5,768	5,069	4,928	4,410	3,893
*Nợ ròng (tiền)	-240	-239	-238	-237	-236

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	**341**	**1611**	**3058**	**2822**	**2477**
Tăng trưởng (%)	-15	372	90	-8	-12
Giá vốn hàng bán	**-204**	**-796**	**-1329**	**-1319**	**-1239**
Lợi nhuận gộp	**137**	**815**	**1729**	**1503**	**1238**
Biên lợi nhuận gộp (%)	40	51	57	53	50
Chi phí BH & QLDN	**-23**	**-45**	**-153**	**-141**	**-99**
LN từ HĐKD	**114**	**770**	**1576**	**1362**	**1139**
Tăng trưởng (%)	-34	575	105	-14	-16
Biên LN từ HĐKD (%)	33	48	52	48	46
LN khác	**0**	**-5**	**0**	**0**	**0**
Thu nhập tài chính	123	11	48	69	83
Chi phí tài chính	-1	-324	-384	-344	-303
Trong đó: Chi phí lãi vay	-1	-323	-384	-344	-303
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	0	-5	0	0	0
LNTT	**236**	**451**	**1240**	**1087**	**919**
Thuế TNDN	-47	-64	-186	-174	-138
LNST	**189**	**387**	**1054**	**913**	**781**
Tăng trưởng (%)	19	105	172	-13	-14
Biên lợi nhuận ròng (%)	55	24	34	32	32
LNST cổ đông công ty mẹ	189	387	1054	913	781
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0	0
LN trước thuế và lãi vay	**235**	**128**	**856**	**743**	**616**
Tăng trưởng (%)	33	-46	569	-13	-17
Biên LN (%)	69	8	28	26	25
LN trước thuế, lãi vay và khấu	**319**	**598**	**1478**	**1384**	**1276**
Tăng trưởng (%)	23	87	147	-6	-8
Biên LN (%)	-94	-37	-48	-49	-52

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Tiền từ HĐKD	**267**	**1,316**	**1,719**	**1,451**	**1,311**
Lợi nhuận ròng	188	387	1,054	913	781
Khấu hao TSCĐ hữu hình	188	387	1,054	913	781
Khấu hao TSCĐ vô hình	0	1	2	3	4
(Lãi) từ HĐ đầu tư	-122	-3	-48	-69	-83
Thay đổi vốn lưu động	70	74	91	-34	-47
Thay đổi khác	-	-	-	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	**-784**	**-481**	**-1,023**	**-423**	**-287**
Thay đổi tài sản cố định	-799	-481	-346	-410	-350
Thay đổi tài sản đầu tư	12	-4	-726	-82	-20
Khác	74	-389	49	69	83
Tiền từ HĐ tài chính	**461**	**-798**	**-385**	**-761**	**-760**
Thay đổi vốn cổ phần	0	300	0	0	0
Tiền đi vay/(trả) nợ	397	-699	-141	-518	-517
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	-7	-6	-244	-243	-243
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	**-56**	**37**	**311**	**267**	**264**
Tổng tiền đầu năm	71	15	52	363	630
Thay đổi trong tỷ giá	0	0	ss0	0	0
Tổng tiền cuối năm	15	52	363	630	894

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

s

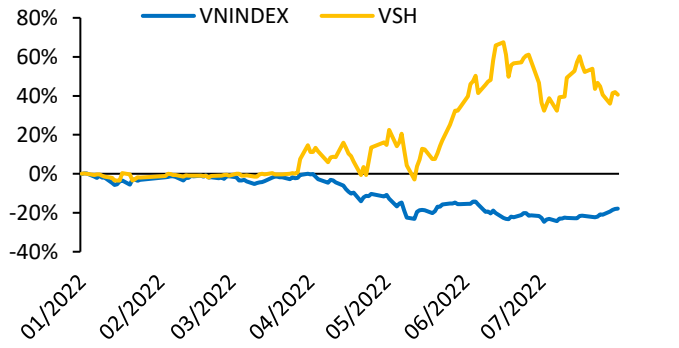
Các chỉ số chính

Năm	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (đồng)	913	1,660	4,881	3,865	3,307
BPS (đồng)	16,149	16,977	20,411	23,247	25,525
DPS (đồng)	0	0	1,000	1,000	1,000
PER (x)	20.59	17.29	8.92	10.30	12.04
PBR (x)	1.16	1.69	1.95	1.71	1.56
EV/EBITDA (x)	48.68	9.49	9.45	9.52	9.72
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0	0	10	10	10
Lãi cổ tức (%)	0	0	3%	3%	3%
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	94	37	48	49	52
Biên LN từ HĐKD (%)	33	48	52	48	46
Biên LNST (%)	55	24	34	32	32
ROA (%)	2	4	9	8	7
ROE (%)	6	10	22	17	13
Khả năng tài chính	0	0	0	0	0
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	173	126	102	80	65
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	-75	-40	-16	-17	-18
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	4	10	61	85	111
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	235.00	0.40	2.23	2.16	2.03
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	21	89	86	108	106
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	181	83	76	86	85
Số ngày khoản phải thu (ngày)	226	77	79	91	90

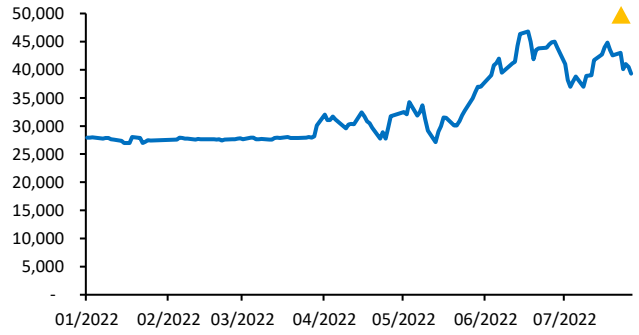
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh (VSH VN)

Diễn biến giá



Giá mục tiêu (VND)



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng cách	
			Trung bình	Cao/Thấp
29/8/2022 (BC lần đầu)	Mua	47,200	9.3	0.8/22.15

SS

Lưu ý: Tính toán chênh lệnh giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
◆ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ◆ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ◆ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn 15%	◆ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ◆ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ◆ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Nhut Nguyen

Important Disclosures & Disclaimers

- As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: VSH VN
- Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Investment Corp.
Shinhan Investment Tower
23-2, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000