

VSH: Công ty Cổ phần Thủy điện Vĩnh Sơn –Sông Hình

Giới thiệu chung

Cổ phần hóa từ 5/2005 và niêm yết từ 6/2006 với vốn điều lệ hiện tại 1.374,9 tỷ. VSH hiện đang vận hành 2 nhà máy thủy điện là Vĩnh Sơn (66MW) và Sông Hình (70MW) tại miền Trung và Tây Nguyên. Toàn bộ sản lượng điện thương phẩm được bán cho EVN. VSH đang tiến hành đàm phán với EVN về hợp đồng cung cấp điện mới.



Thông tin cổ phiếu (18/03/09)

Giá cổ phiếu (VND)	27.500
Số CP đang lưu hành	137.494.258
Vốn hóa	3.781 tỷ
% sở hữu nhà nước	60%
% sở hữu nhà ĐTNN	27,51%
% sở hữu CBCNV	
KL TB 6 tháng	111.209

Thông tin doanh nghiệp:

Địa chỉ: 21 Nguyễn Huệ, TP. Quy Nhơn, tỉnh Bình Định;
Điện thoại: 056 3892.792
Fax: 056 3891.975
www.vshpc.evn.com.vn

Người được phỏng vấn:

Ông: Võ Thành Trung
Giám đốc

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Mai Phương
phuong.nguyenmai@vndirect.com.vn

Trưởng bộ phận:

Vũ Đình Độ
do.vu@vndirect.com.vn

Năm	2007	2008	2009E	Quý	Q1/08	Q4/08	Q1/09E
Doanh thu (tr đ)	370.161	483.680	436.911	Doanh thu (tr đ)	144.942	132.384	144.930
Tỷ suất lợi nhuận gộp	55%	63%	60%	Tỷ suất lợi nhuận gộp	70%	64%	70%
Lợi nhuận ròng (tr đ)	256.841	370.841	304.173	Lợi nhuận ròng (tr đ)	102.072	94.732	99.112
EPS (đ)	1.868	2.697	2.212	Tỷ suất lợi nhuận ròng	70%	72%	68%
Tăng trưởng EPS	n/a	44%	-18%	Tổng tài sản (tr đ)	2.550.129	2.484.426	n/a
P/E (lần)	n/a	10,20	12,43	Tài sản ngắn hạn (tr đ)	961.233	995.390	n/a
P/B (lần)	n/a	1,77	1,69	Nợ ngắn hạn (tr đ)	112.184	117.207	n/a
Cổ tức/giá	n/a	6,5%	5,1%	Vốn chủ sở hữu (tr đ)	2.022.286	2.142.314	n/a
ROA	10%	15%	12%	Hệ số thanh toán bằng tiền	186%	32%	n/a
ROE	13%	17%	13%	Hệ số vay/Vốn chủ sở hữu	21%	15%	n/a

Quan điểm đầu tư:

Cổ phiếu VSH có tính phòng vệ tốt nhờ sự ổn định của hoạt động và kết quả kinh doanh. Trong 3 tháng vừa qua, trong khi VN-Index biến động mạnh và đã giảm hơn 7% thì cổ phiếu VSH tăng 6% và luôn giữ được giá dao động trong khoảng 25.000-27.500đ.

PE2009 dự báo 12,43 lần, tương đối cao so với thị trường chung và một số công ty khác thuộc ngành thủy điện. Tuy nhiên, VSH là công ty có tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn với một số các dự án thủy điện lớn.

Một số rủi ro cần lưu ý: Kết quả kinh doanh phụ thuộc rất lớn vào điều kiện thời tiết, khả năng tiến độ các dự án tiếp tục bị trì hoãn.

Hoạt động

Doanh thu chủ yếu của VSH đến từ hoạt động sản xuất và kinh doanh điện năng. Với tổng công suất hiện tại là 136MW, sản lượng trung bình một năm của VSH khoảng hơn 715 triệu kwh. Do đặc điểm mùa mưa của VSH lại là mùa khô đối với hầu hết các nhà máy thủy điện lớn tập trung ở miền Bắc, phần lớn thời gian trong năm các tổ máy của VSH có thể được huy động ở công suất cao và đạt giá bán trần (580đ/kwh) cho EVN. VSH có thể tận dụng tốt lợi thế này với hệ thống máy móc và chỉ tiêu kỹ thuật tốt, tần suất sự cố nhỏ so với các công ty cùng ngành. Thời gian còn lại trong năm (từ tháng 7 – tháng 9) giá điện bán cho EVN chỉ ở mức 476đ/kwh, tuy nhiên sản lượng điện bán ở giá thấp này chỉ chiếm khoảng 12% sản lượng của cả năm.

Điều kiện thời tiết và thủy văn có ảnh hưởng quan trọng đến sản xuất và doanh thu của công ty. Thông thường, doanh thu của VSH sẽ bị ảnh hưởng theo chu kỳ 3 năm khô tiếp theo 3 năm chu kỳ mưa. Doanh thu của VSH có thể thấp hơn tiêu chuẩn nếu lượng mưa thấp dẫn đến việc các tổ máy phải hoạt động dưới công suất. Năm 2009 là năm thứ 2 của chu kỳ mùa mưa với VSH.

Gần đây, sản lượng điện tiêu chuẩn của VSH được nâng lên tương đối nhờ việc nâng cấp các hồ chứa, như Hồ C, Hồ A (từ 635 triệu kwh lên trên 700 triệu kwh trung bình năm). Trong dài hạn, để tăng trưởng sản lượng sản xuất, VSH có kế hoạch đầu tư các dự án điện, trong đó đáng chú ý nhất là Dự án Thượng Kon Tum (240MW, tổng mức đầu tư 5.800 tỷ) đã được phê duyệt, đường vào công trình đầu mối đã được thi công từ 2/2009 vừa qua và các hạng mục chính sẽ được triển khai từ cuối quý 2/2009. Đây là dự án rất lớn với kế hoạch hoàn thành vào cuối năm 2014 và sản lượng tiêu chuẩn là 1,1 tỷ kwh. Ngoài ra, Công ty còn có một số dự án khác đang hoàn thiện các thủ tục pháp lý như Dự án Thủy điện

Vĩnh Sơn 2 & Vĩnh Sơn 3 (tổng công suất 92MW, tổng mức đầu tư 1785 tỷ) và Dự án Đồng Cam (120MW, tổng mức đầu tư 2.118 tỷ).

Kết quả 2008

Năm 2008, doanh thu đạt 483 tỷ, lợi nhuận đạt trên 370 tỷ, tăng tương ứng hơn 30% và 46% so với năm 2007, vượt 15% và 32% kế hoạch năm. Tăng trưởng lợi nhuận năm 2008 chủ yếu do (1) điều kiện thời tiết thuận lợi, dẫn đến sản lượng điện sản xuất vượt 14.5% so với kế hoạch (đạt 859 triệu kwh so với 750 triệu kwh dự kiến) và (2) thu nhập từ lãi tiền gửi ngân hàng đóng góp một phần đáng kể trong tổng lợi nhuận 2008 do công ty đã tận dụng được thời điểm lãi suất lên cao tới 16%-18% từ giữa năm 2008.

VSH là công ty có tình hình tài chính lành mạnh. Công ty duy trì được lượng tiền lớn cho đến cuối năm 2008 (hơn 800 tỷ trong khoản đầu tư ngắn hạn). Khoản vay dài hạn bằng USD đều là vay từ vốn ODA với lãi suất rất thấp. Với dư nợ vay bằng USD hiện tại, nếu đồng USD tăng giá từ 3%-5% trong năm 2009 ước tính lỗ từ chênh lệch tỷ giá chỉ nằm trong khoảng 10-15 tỷ, hoàn toàn không có vấn đề gì lớn đối với tình hình tài chính VSH.

Dự báo 2009

Thực tế hiện nay mực nước các hồ và sản lượng đang ở mức tương đương với thời điểm đầu năm 2008 – thời điểm mà VSH đưa ra dự kiến sản lượng là 750 triệu kwh. 2009 là năm thứ hai của chu kỳ mưa kéo dài 3 năm, mặc dù không dự báo mức đột biến như năm vừa qua, nhiều khả năng VSH sẽ tiếp tục có một năm thời tiết thuận lợi. Do đó, chúng tôi cho rằng công ty sẽ vượt kế hoạch 750 triệu kwh năm nay, với mức thực tế khoảng 780 triệu kwh. Ở mức giá đang và nhiều khả năng sẽ được duy trì theo hợp đồng cũ, *doanh thu bán điện ước đạt 430-440 tỷ trong năm 2009.*

Doanh thu tài chính sẽ được duy trì ở mức cao cho tới giữa năm và giảm vào nửa cuối năm khi các khoản tiền gửi ở lãi suất 16-18% (khoảng 500 tỷ theo trao đổi với doanh nghiệp) đáo hạn vào giữa năm. Cuối quý 2, công ty dự kiến sẽ rút 400 tỷ từ khoản đầu tư tài chính ngắn hạn để đầu tư dự án Thượng Kon Tum. Với khoản tiền gửi còn lại ở lãi suất trung bình 7.5-8%, chúng tôi dự tính doanh thu tài chính cả năm 2009 đạt 69 tỷ. *Lợi nhuận sau thuế dự kiến đạt 304 tỷ.*

Theo kế hoạch, năm 2009 dự án Thượng Kon Tum sẽ triển khai thi công đường ngoài công trường và công trình phụ trợ, bắt đầu khởi công công trình chính với vốn giải ngân là 500 tỷ đồng. Lượng tiền gửi ngắn hạn hoàn toàn đáp ứng nhu cầu vốn này, và công ty không có kế hoạch vay thêm hay phát hành vốn trong năm 2009.

Định giá

P/E 2008 10,20, tương đương với P/E của thị trường và đắt hơn so với P/E ngành là 6,7. P/B 1,77 là mức cao nhất trong các công ty ngành điện với P/B trung bình ngành 1,52. Ở mức cổ tức 14%, tỉ lệ cổ tức/giá 2009 dự kiến là 5,1%. P/E2009 và P/B2009 ước tính ở mức 12,43 và 1,69 là mức định giá tương đối đắt so với các công ty ngành điện. Tuy nhiên, VSH vượt trội nhờ hiệu suất hoạt động tốt và các dự án lớn.

	2008	TB ngành	TBC	SJD	VSH
P/E	6,7	6,7	5,6	11,22	10,20
P/B	1,52	1,52	1,1	1,07	1,77
EPS	n/a	n/a	2.445	1.185	2.697
ROA	9%	9%	18%	3%	15%
ROE	18%	18%	20%	10%	17%

TBC: CTCP Thủy điện Thác Bà; SJD: CTCP Thủy điện Cần Đơn

Rủi ro

Rủi ro lớn nhất đối với VSH là rủi ro thời tiết khô hạn khiến các tổ máy phải hoạt động dưới công suất. Ngoài ra, việc triển khai dự án nếu bị chậm trễ so với kế hoạch cũng sẽ có ảnh hưởng không tốt tới VSH.

Khuyến cáo :

Những thông tin đưa ra trong báo cáo được lấy từ những nguồn đáng tin cậy, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo tính chính xác và đầy đủ. Báo cáo thể hiện quan điểm của nhóm tác giả về vấn đề đang xem xét, không được coi là quan điểm của VNDirect và chỉ có giá trị khuyến nghị tại thời điểm làm báo cáo, VNDirect không chịu trách nhiệm trước mọi khoản thua lỗ do sử dụng những thông tin cung cấp trong báo cáo. Ngoài ra, VNDirect không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi và thông báo cho người đọc trong trường hợp những quan điểm, dự báo, ước tính trở nên không chính xác.

Mọi hành vi sao chép, phát hành, phân phối từng phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của công ty chứng khoán VNDirect và nhóm tác giả. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn những thông tin có trong báo cáo.

Địa chỉ liên hệ:

Hà Nội

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền, Q. Hai Bà Trưng
Hà Nội – Việt Nam
Tel: +84-34-941 0510
Fax: +84-34-972 4600

TP. Hồ Chí Minh

51 Bến Chương Dương, Q1
TP.HCM – Việt Nam
Tel: +84-38-9.146.925
Fax: +84-38-9.146.922