



CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn—Sông Hình

Ngành: Điện năng

Lĩnh vực hoạt động: SXKD điện thương phẩm

MCK: VSH

Khuyến nghị đầu tư: **Nắm giữ**Giá mục tiêu: **20,000 VNĐ**Giá chào sàn: **13,000 VNĐ**

EPS trailing: 1,630 VNĐ

P/E: 10.49

Giá hiện tại: **17,100 VNĐ**

BVS(9T2009): 16,500 VNĐ

P/B: 1.04

Thông tin cơ bản về công ty

Thông tin cơ bản về doanh nghiệp

| | |
|----------------------|---|
| Tên công ty: | CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn—Sông Hình |
| Tên viết tắt: | VSHPC |
| Tên quốc tế: | Vinh Son—Song Hinh Hydro Power JSC |
| Trụ sở chính: | Số 21, Nguyễn Huệ, Tp. Quy Nhơn, Bình Định |
| Điện thoại: | +84. 056 3892 792—3892 069 |
| Fax: | +84. 056 3891 975 |
| Website | http://www.vshpc.evn.com.vn |

Lĩnh vực hoạt động chính

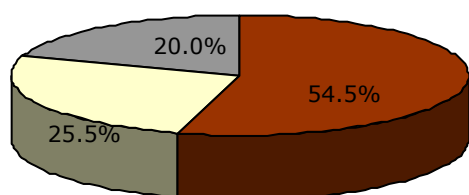
Sản xuất và kinh doanh điện năng, quản lý vận hành và bảo dưỡng các nhà máy thủy điện...

Chỉ tiêu tài chính

ĐVT: Triệu đồng

| Chỉ tiêu tài chính | 3T2009 | 6T2009 | 9T2009 |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|
| Doanh thu | 138,470 | 269,756 | 339,577 |
| Lợi nhuận gộp | 94,216 | 178,898 | 203,151 |
| Lợi nhuận từ HĐSXKD | 121,087 | 236,328 | 250,706 |
| LNST | 121,069 | 236,375 | 241,835 |
| Tổng tài sản | 2,593,417 | 2,543,185 | 2,548,809 |
| ROE (quý) | 5.36% | 5.09% | 0.24% |
| ROA (quý) | 4.67% | 4.53% | 0.21% |
| EPS trailing (VNĐ) | 2,835 | 2,849 | 1,630 |
| Giá trị sổ sách (VNĐ) | 16,432 | 16,458 | 16,498 |

Cơ cấu cổ đông tại 11/12/2009



■ Sở hữu nhà nước ■ Sở hữu nước ngoài ■ Sở hữu khác

Nguồn: www.stox.vn

Định giá cổ phiếu

| Phương pháp | Giá | Tỷ trọng |
|------------------------------------|------------|----------|
| Phương pháp hệ số tương đối | | |
| P/E | 23,400 VNĐ | 50% |
| P/BV | 16,768 VNĐ | 50% |

Điểm nổi bật của VSH theo đánh giá của TVSI

| | |
|---|---|
| - Phụ thuộc vào điều kiện thủy văn—khách quan | - Cơ cấu nợ chủ yếu là vay nợ dài hạn và dùng nguồn vốn tự có để tài trợ cho các dự án |
| - Tiềm lực tài chính mạnh, đủ để cung cấp cho các dự án lớn | - Chưa sử dụng hợp lý nguồn tiền nhàn rỗi, có một lượng tiền mặt khá lớn tồn tại tại quỹ. |
| - Chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu giá vốn | - Vị trí địa lý thuận lợi cho việc phát triển các dự án |
| - Tỷ lệ trả cổ tức ở mức trung bình | - Nguồn vay nợ dài hạn nước ngoài trên 19 triệu USD |

| Vị thế của Công ty trong ngành | | | | | | |
|--------------------------------|-----------|---------|-----------|---------|---------|---------|
| DVT: triệu đồng | VSH | TBC | SJD | KHP | NLC | RHC |
| Tổng TS | 2,548,809 | 871,209 | 1,105,989 | 831,625 | 126,487 | 121,217 |
| Vốn chủ sở hữu | 2,268,381 | 822,398 | 426,324 | 250,185 | 95,861 | 67,448 |
| Doanh thu thuần | 339,577 | 177,859 | 232,835 | 756,979 | 33,107 | 24,068 |
| Lợi nhuận sau thuế | 241,835 | 123,507 | 82,375 | 40,104 | 24,068 | 24,068 |
| Giá trị sổ sách ('000VNĐ) | 16.50 | 12.95 | 14.26 | 11.98 | 19.17 | 21.08 |
| Trailing EPS cơ bản ('000VNĐ) | 2.45 | 2.61 | 2.23 | 2.60 | 6.36 | 3.82 |
| P/E trailing (11/12/09) | 6.65 | 6.93 | 8.29 | 5.47 | 3.68 | 5.78 |

Nguồn: BCTC công ty 9 tháng, TVSI tổng hợp

VSH là một trong những công ty có năng lực và quy mô hoạt động lớn nhất trong các tỉnh miền Trung về sản xuất điện năng cung cấp cho lưới điện quốc gia. Các dự án đều nằm ở vị trí địa lý thuận lợi, giữa hai khu vực Thác Bà và Sông Cồn có mạng lưới nhánh sông rộng lớn. Nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn—Sông Hình đủ năng lực và điều kiện để sản xuất ra một sản lượng điện lớn cung cấp cho mạng lưới điện quốc gia.

Năng lực tài chính ổn định, chủ yếu vay nợ dài hạn và dùng nguồn vốn tự có để tài trợ cho các dự án. Hiện khoản vay nợ từ tổ chức Sida của Thụy Điển đã được VSH thanh toán xong hết nợ gốc vào ngày 30/09/2009, và đã trả được 9 kỳ nợ gốc từ việc vay nợ của 2 tổ chức là Quỹ phát triển Bắc Âu (8.4 triệu USD) và Ngân hàng Đầu tư Bắc Âu (10.73 triệu USD), tổng số nợ gốc mà VSH còn phải trả theo tính toán của chúng tôi vào khoảng 13.75 triệu USD. Với tình hình hiện nay, khi NHNN tăng lãi suất cơ bản lên 8% và điều chỉnh tỷ giá cũng như biên độ dao động tỷ giá giảm xuống 3%, thì VSH sẽ phải gánh chịu một khoản chi phí tài chính phát sinh thêm cuối năm 2009 là khá lớn. Khoản lỗ do chênh lệch tỷ giá hối đoái sẽ vào khoảng 26.12 tỷ đồng. Song theo quyết định của Bộ Tài chính thì khoản lỗ này sẽ được hạch toán dần dần vào KQKD trong vòng 5 năm, như thế khoản 26.12 tỷ đồng này sẽ chỉ được hạch toán 1 phần vào kết quả kinh doanh năm 2009.

Đồng thời việc LSCB tăng cũng góp phần tăng các khoản lãi từ việc gửi tiền mặt tiết kiệm tại các ngân hàng và các khoản lãi từ việc cho vay. Do đó, doanh thu từ việc gửi tiết kiệm và cho vay lãi của công ty cũng sẽ tăng, nhưng chúng tôi dự báo khoản tăng này sẽ không cao bằng khoản lỗ do chênh lệch tỷ giá mang lại. Doanh thu từ HĐTC của VSH cuối năm 2009 sẽ giảm, ước đạt 74 tỷ đồng.

| Tên dự án | Công suất lắp đặt (MW) | Sản lượng (triệu KWh) | Nguồn tài chính | Giai đoạn |
|------------------------|------------------------|-----------------------|---------------------------|-----------|
| Hồ C- Nhà máy Vĩnh Sơn | | 78.2 | Tiền mặt nhân rồi của VSH | 2005-2007 |
| Thượng Kon Tum | 220 | 1100 | Vay 70% từ BDV | 2009-2014 |
| Vĩnh Sơn 3 | 30 | 100 | Vay 70% từ BDV | 2009-2012 |
| Vĩnh Sơn 2 | 100 | 400 | Vay 70-80% | 2010-2014 |
| Đồng Cam | 120 | 500 | Vay 70-80% | 2011-2014 |

Tình hình thủy văn của VSH cũng khá khác các công ty cùng ngành, VSH có 3 năm mùa mưa và 3 năm là mùa khô. Và năm 2009 là năm thứ 2 thuộc mùa mưa của VSH, lượng nước trong các hồ chứa khá cao. Tại ngày 13/12/09 mức nước ở hồ A Vĩnh Sơn là 775m, hồ B Vĩnh Sơn là 825.93m, hồ C Vĩnh Sơn là 981.05m và tại hồ Sông Hình là 209.16m. Từ tháng 10 đến tháng 12 vẫn là mùa mưa của từng năm nên sản lượng điện được sản xuất ra khá cao. Sản lượng quý IV tính đến ngày 13/12 là 187.02 triệu KWh, lũy kế cả năm là 870.36 triệu KWh. Chúng tôi dự báo sản lượng điện sản xuất cả năm của VSH sẽ đạt vào khoảng 926.88 triệu KWh.

Trong quý IV/2009, doanh thu từ điện đến ngày 13/12/2009 là 96.78 tỷ VNĐ, lũy kế cả năm đạt 435.32 tỷ đồng, hiện đang cao hơn 2.4% so với kế hoạch năm 2009. Từ những kết quả đạt được như thế, chúng tôi tin tưởng năm 2009 là năm hoạt động hiệu quả của VSH, doanh thu và LNST lần lượt vào khoảng 538.66 tỷ đồng và 331.23 tỷ đồng. **Doanh thu chủ yếu đến từ việc bán điện thương phẩm cho EVN (chiếm 99.79% trong cơ cấu doanh thu) nên VSH luôn có thị trường tiêu thụ ổn định.** Ngoài ra, mùa mưa của VSH trùng với mùa khô hầu hết của các nhà máy điện ở miền Bắc nên VSH được hưởng lợi khá lớn từ việc bán giá điện cho EVN theo mùa khô ở mức cao với sản lượng lớn. Điều này góp phần tăng doanh thu của VSH trong những tháng cuối năm.

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

So sánh với DN cùng ngành trong Q3/2009

| Khả năng thanh toán | VSH | TBC | SJD |
|----------------------------------|--------|--------|---------|
| KN thanh toán hiện hành | 43.35 | 6.43 | 0.28 |
| KN thanh toán nhanh | 42.40 | 6.15 | 0.23 |
| KN thanh toán bằng tiền | 39.81 | 5.53 | 0.00 |
| Hiệu suất sử dụng tài sản | | | |
| Vòng quay hàng tồn kho | 1.87 | 1.11 | 3.75 |
| Vòng quay TSCĐ | 0.05 | 0.10 | 0.11 |
| Vòng quay tổng tài sản | 0.03 | 0.06 | 0.10 |
| Cơ cấu vốn | | | |
| Nợ phải trả/NVCSH | 12.31% | 5.72% | 158.09% |
| Nợ phải trả/Tổng Tài sản | 10.96% | 5.41% | 61.25% |
| Khả năng sinh lời | | | |
| Lợi nhuận biên gộp | 34.74% | 71.23% | 61.81% |
| LN biên trước thuế | 20.60% | 71.47% | 32.23% |
| Lợi nhuận biên sau thuế | 7.82% | 66.47% | 32.23% |
| ROA | 0.21% | 3.93% | 3.24% |
| ROE | 0.24% | 4.16% | 8.36% |
| Lợi ích cổ đông | | | |
| Bookvalue | 16.50 | 12.95 | 14.26 |
| EPS trailing | 1.63 | 2.61 | 2.23 |
| P/E trailing (11/12/2009) | 9.99 | 6.93 | 8.29 |
| P/BV | 0.98 | 1.40 | 1.30 |

Hiện tại, công ty vẫn chưa thương thảo được với EVN về hợp đồng giá bán điện mới trong những năm 2009-2014, nên công ty đang duy trì mức giá bán điện năm 2009 bằng 90% giá bán điện của hợp đồng cũ. Như vậy, giá bán điện 2009 vào mùa khô sẽ là 522 VNĐ/kWh và vào mùa mưa sẽ là 428.4 VNĐ/kWh. Ngành điện là ngành độc quyền trong nền kinh tế VN, nên VSH và các công ty trong ngành không phụ thuộc quá nhiều vào tình hình kinh tế đất nước. Nên có thể coi **VSH như một cổ phiếu phòng vệ an toàn, đáng để nắm giữ trong dài hạn**.

Trong ngắn hạn, NĐT nên xem xét cho phù hợp với mục tiêu và danh mục đầu tư của mình. Vì là một cổ phiếu phòng vệ nên độ rủi ro của VSH không cao, an toàn, biến động giá không lớn nên các NĐT lướt sóng có thể không ưa chuộng cổ phiếu này. Tuy nhiên với tình hình TTCK hiện tại thì chúng tôi đánh giá đây là một cơ hội tốt để các NĐT ngắn hạn và dài hạn nên mua vào hoặc nắm giữ.

Chúng tôi nhận thấy công ty vẫn duy trì được cơ chế quản lý khá tốt, các chỉ tiêu tài chính ở mức chấp nhận được. Khả năng thanh toán cực kỳ cao, vì công ty dùng khá ít nợ ngắn hạn. Nhưng đây cũng là một dấu hiệu cho thấy công ty vẫn chưa tận dụng được hết số tiền nhàn rỗi của mình vào việc đầu tư cho các dự án đang thực thi. Chúng tôi không đánh giá cao sự thận trọng trong việc quản lý tiền mặt này của VSH.

Hàng tồn kho được tiêu thụ nhanh, chủ yếu là các nguyên vật liệu. Với đặc thù ngành hoạt động nên các NVL đầu vào được dùng liên tục để đáp ứng nhu cầu điện ngày càng cao của người dân. Tuy nhiên công ty vẫn dành khoảng 5 tỷ đồng để dự phòng giảm giá hàng tồn kho, Chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu giá vốn hàng bán (ước chiếm 85%), thuế tài nguyên 2% trên doanh thu...

Gần đây VSH đã trả cổ tức cho CĐHH bằng cả hai hình thức tiền mặt và cổ phiếu. Công ty đã trả cổ tức đợt 1/2009 bằng mặt với tỷ lệ 10% và ngày thanh toán là ngày 18/12 tới đây. Trả cổ tức bằng phát hành cổ phiếu thưởng với tỷ lệ 2:1, số lượng cổ phiếu phát hành là hơn 68.7 triệu cổ phiếu đã làm pha loãng cổ phần VSH, làm giảm giá trị của EPS cuối năm 2009. Vì thế Nhà đầu tư không nên quá lo lắng về điều này, khi tiềm năng tăng trưởng của VSH vẫn còn khá cao. Thể hiện qua một loạt các dự án mà VSH đang triển khai như thượng Kon Tum, Đồng Cam, Vĩnh Sơn 2-3, công trình hồ C Vĩnh Sơn...nhằm nâng cao cải thiện năng lực sản xuất của công ty. Hầu hết các dự án này đều đi vào hoạt động từ năm 2012 trở đi.

Chính sách trả cổ tức

| Năm | Tỷ lệ trả cổ tức |
|------------|---------------------------------|
| 2007 | -% |
| 2008 | 18% |
| Đợt 1/2009 | 10% tiền mặt; 2:1 bằng cổ phiếu |
| 2009F | 18% |

Nguồn: BCTC công ty, TVSI tổng hợp

Định giá cổ phiếu

| DVT: tỷ đồng | VSH | TBC | SJD | KHP | NLC | RHC |
|----------------|----------|----------|--------|--------|--------|-------|
| GTVH | 2,241.16 | 1,181.93 | 553.14 | 594.66 | 117.00 | 70.72 |
| Tỷ trọng GTVH | 47.10% | 24.84% | 11.62% | 12.50% | 2.46% | 1.49% |
| Giá (11/12) | 16.3 | 18.1 | 18.5 | 14.2 | 23.4 | 22.1 |
| P/E điều chỉnh | 6.65 | 6.93 | 8.29 | 5.47 | 3.68 | 5.78 |
| P/E thành phần | 3.13 | 1.72 | 0.96 | 0.68 | 0.09 | 0.09 |
| P/B | 0.99 | 1.40 | 1.30 | 1.19 | 1.22 | 1.05 |
| P/B thành phần | 0.47 | 0.35 | 0.15 | 0.15 | 0.03 | 0.02 |

Nguồn: BCTC các công ty, TVSI tổng hợp

Chúng tôi tiến hành định giá cho cổ phiếu VSH theo hai phương pháp là P/E và P/BV. Tỷ trọng đóng góp của mỗi của phiếu vào hệ số chung của lĩnh vực được tính toán căn cứ vào mức độ vốn hóa thị trường của cổ phiếu đó.

Phương pháp P/E:

Theo như thông tin mà chúng tôi tìm hiểu được, doanh thu từ điện tháng 11 của VSH đạt 46.12 tỷ đồng, hai tháng 10 và 11 là 75.62 tỷ đồng, lũy kế từ đầu năm đến 13/12/2009 doanh thu đạt 435.32 tỷ đồng, vượt kế hoạch đề ra năm 2009 là 425 tỷ đồng doanh thu từ việc sản xuất và kinh doanh điện. Sản lượng điện từ đầu năm đến 13/12/2009 đạt 870.36 triệu KWh, tăng 16.05% so với kế hoạch năm. Như vậy, với tình hình thủy văn thuận lợi trong những ngày cuối năm, chúng tôi ước đoán sản lượng điện của VSH sẽ đạt khoảng 926.88 triệu KWh—cao hơn 7.88% so với cả năm 2008, doanh thu ước đạt 538.66 tỷ đồng. Mặc dù VSH được ưu đãi về thuế khá lớn, tính đến năm 2016 công ty vẫn được giảm 50% thuế tính trên tỷ lệ 10%. Song công ty vẫn phải tính thuế thu nhập trên khoản doanh thu từ hoạt động tài chính, cộng thêm việc NHNN mới thay đổi tỷ giá hối đoái lên 17,941 VNĐ/USD, nên VSH sẽ phải chịu một khoản lỗ do chênh lệch tỷ giá hối đoái. Vì vậy, chúng tôi dự báo lợi nhuận từ hoạt động tài chính cả năm của VSH sẽ vào khoảng 74 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 331.23 tỷ đồng. EPS dự báo đạt 1,608 VNĐ vì công ty mới thực hiện trả cổ tức bằng cổ phiếu thưởng với tỷ lệ 2:1 nên số lượng cổ phiếu VSH đang lưu hành là hơn 206 triệu CP, P/E hiện tại của VSH là 6.65 lần, thấp hơn chút ít so với P/E ngành là 14.56. Chúng tôi dự báo giá VSH sẽ vào khoảng **23,400 VNĐ**.

Phương pháp P/B:

P/B trung bình của các cổ phiếu trên là 1.17, giá trị sổ sách kỳ vọng của VSH là 14,332 VNĐ, thì mức giá mong đợi của cổ phiếu VSH sẽ vào khoảng **16,768 VNĐ**

Kết luận

Tổng hợp các phương pháp trên theo tỷ lệ P/E:P/B=50:50, ta có giá cổ phiếu VSH vào khoảng **20,000 VNĐ**,

Giá cổ phiếu hiện tại của VSH đang ở mức 17,100 VNĐ, và theo nhận định của chúng tôi thì NĐT nên nắm giữ hoặc mua vào trong ngắn và trung hạn (từ nay đến hết năm 2009).



Sàn giao dịch của mọi nhà

Khuyến cáo sử dụng

- Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.
- Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.
- TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

PHÒNG PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ

Trưởng phòng Phân tích đầu tư

TS. Phạm Thị Vân Hà

Chuyên viên phân tích:

Phan Hoàng Diệu

Email: dieuph@tvs.com.vn

Sản phẩm phòng phân tích TVSI

- **Báo cáo thường xuyên**

Thông tin cập nhập website hàng ngày

Morning Briefing

Thống kê giao dịch cuối ngày

Thống kê giao dịch tuần

Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu

Lịch sự kiện theo tháng

- **Báo cáo phân tích**

Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng

Báo cáo phân tích ngành

Báo cáo phân tích công ty

- **Báo cáo thống kê**

EPS Flash Report

Investment Tool

Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất

- **Sản phẩm giao dịch**

I-trade Home

I-trade Pro

- **Hội thảo**

Hội thảo chuyên đề và hội thảo nhỏ

Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

ĐT: (04) 37280921

Fax: (04) 37280920

Chi nhánh HCM

193 Trần Hưng Đạo, Q. 1

ĐT: (08) 38386868

Fax: (08) 39207542

Chi nhánh Hoàn Kiếm

26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm

ĐT: (04) 39332233

Fax: (04) 39335120

Chi nhánh An Đông, HCM

95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5

ĐT: (08) 38306547

Fax: (08) 38306547

Chi nhánh Hải Phòng

19 Điện Biên Phủ

ĐT: (031) 3757556

Fax: (031) 3757560

Chi nhánh Đà Nẵng

114 Quang Trung

ĐT: (0511) 3752282

Fax: (0511) 3752283

Website: www.tvs.com.vn

Email: contact@tvs.com.vn