

CTCP THỦY ĐIỆN VĨNH SƠN - SÔNG HINH


KHUYẾN NGHỊ: GIỮ
Giá khuyến nghị: 34.300VNĐ/cp

Mã chứng khoán	VSH
Sàn	HOSE
Ngành nghề	Năng lượng - Điện

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Các khoản mục	2007	2008	2009F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	370,2	483,7	482,1
Lợi nhuận gộp/DT (%)	54,6%	63,3%	61,0%
Thu nhập ròng (tỷ VND)	256,8	370,9	359,9
EPS (VND)	1.868	2.698	2.617
BVPS (VND)	14.698	15.572	17.355
ROE (%)	15,30%	17,83%	15,90%
P/E	25,0	10,4	13,1
P/B	3,2	1,8	2,0
EV/EBITDA	16,1	7,8	9,8

Nguồn: HBBS

SỐ LIỆU THỐNG KÊ GIAO DỊCH

Các khoản mục	2007	2008	2009(*)
Dao động giá 52 tuần (VND)			43.000 - 24.200
Biến động BQ 1 tháng (%)	0,67%	-3,06%	4,27%
Biến động BQ 3 tháng (%)	2,02%	-9,17%	12,80%
CPLH (triệu cổ phiếu)	137,5	137,5	137,5
Vốn hóa (tỷ VND)	6.421	3.850	4.716
KLGDBQ ngày (1000 cp)	154	139,6	177,7

Nguồn: Reuter, HBBS
(*): 02/01/2009-31/07/2009

Tính hết Q2'09, VSH đã đạt 63,5% kế hoạch doanh thu bán điện, 76,2% kế hoạch doanh thu tài chính và 81,2% kế hoạch về lợi nhuận. Hiện tại, mực nước trong các hồ chứa vẫn duy trì tốt. Do đó, VSH sẽ có khả năng vượt kế hoạch về doanh thu và lợi nhuận trong năm 2009.

Chúng tôi dự báo EPS 2009 của VSH sẽ đạt 2.617 VND. Hiện tại, mức PE bình quân của ngành điện Việt Nam là 11x, mức bình quân của ngành điện trong khu vực là 18x. Chúng tôi cho rằng VSH xứng đáng với mức giá 34.300 VND/cp, tương ứng với mức PE 13,2x, cao hơn 20% so với bình quân ngành điện trong nước do có lợi thế cạnh tranh về giá, hoạt động ổn định và nền kinh tế Việt Nam cũng đang có dấu hiệu phục hồi.

THÔNG TIN CƠ BẢN

- ✓ **EPS:**
 - + 2008 : 2.698
 - + 2009F : 2.617
- ✓ **Sản phẩm và dịch vụ:**
 - + Thủy điện
- ✓ **Cơ cấu cổ đông:**
 - + Cổ đông nhà nước : 54,55%
 - + Cổ đông nước ngoài: 29,24%
 - + Cổ đông khác: 16,21%
- ✓ **Thị trường chính (doanh thu):**
 - + 100% sản lượng điện thương phẩm bán cho Tập đoàn điện lực Việt Nam (EVN)
- ✓ **Các đối thủ cạnh tranh chính:**
 - + CTCP Thủy điện Thác Bà
 - + CTCP Nhiệt điện Phả Lại

Ngày: 05/08/2009

Kế hoạch kinh doanh năm 2009

- + Doanh thu bán điện: 424,73 tỷ VND
- + Doanh thu tài chính: 86 tỷ VND
- + LNTT: 291,1 tỷ VND

Kết quả kinh doanh 1H'09

- + Doanh thu bán điện: 269,76 tỷ VND
- + Doanh thu tài chính: 65,5 tỷ VND
- + LNTT: 236,4 tỷ VND

Sản xuất kinh doanh điện thương phẩm

Nhu cầu tiêu thụ điện đang có xu hướng tăng mạnh

6 tháng đầu năm 2009, sản lượng điện sản xuất của VSH đạt 520 triệu KWh, bằng 2% tổng sản lượng điện sản xuất của EVN. Nhu cầu tiêu thụ điện cả nước đang tăng mạnh trở lại khi điện thương phẩm tiêu thụ Q2'09 tăng 11,3% so với cùng kỳ, cao hơn nhiều so với mức 3,79% của Q1'09. Rõ ràng, VSH nói riêng và EVN nói chung đang được hưởng lợi từ sự phục hồi của nền kinh tế.

Thời tiết tiếp tục thuận lợi

Tính đến 30/07/2009, mức nước tại các hồ A, B, C Vĩnh Sơn và hồ Sông Hình vẫn đáp ứng yêu cầu cho các thiết bị hoạt động bình thường. Sản lượng điện thương phẩm cũng đạt 75,7% kế hoạch năm. Ngoài ra, sản lượng điện tháng 7 cũng đã vượt 40,7% kế hoạch Q3'09. Chính vì vậy, nhiều khả năng VSH sẽ hoàn thành kế hoạch về mặt sản lượng điện tiêu thụ được của cả năm 2009. Trong năm nay, VSH cũng triển khai nâng cấp hồ A Vĩnh Sơn để tăng sức chứa nước, cung cấp thêm 35 triệu Kwh/năm từ năm Q3'10.

Hợp đồng mua bán điện mới chưa được ký kết - Giá bán sẽ tăng theo giá thị trường

Giá bán điện năm 2009 đang tạm tính ở mức 90% so với giá cũ do hợp đồng mới chưa thoả thuận xong. Mặc dù vậy, khả năng hợp đồng được ký kết với mức giá cũ hoặc hơn là khả thi do giá điện của EVN bán ra thị trường đã được điều chỉnh tăng bình quân 8,92% so với năm 2008. Hơn nữa, Chính phủ cũng vừa chỉ đạo Bộ Công thương xây dựng đề án tái cơ cấu điện theo hướng để giá điện theo giá thị trường.

Kế hoạch kinh doanh năm 2009

Khả năng đạt kế hoạch về doanh thu và lợi nhuận là khả thi

VSH dự kiến tổng doanh thu năm 2009 đạt 510,30 tỷ VND. Lợi nhuận sau thuế đạt 291,1 tỷ VND. Trong đó, doanh thu từ bán điện thương phẩm đạt 424,73 tỷ VND, doanh thu tài chính đạt 86 tỷ VND. Có thể thấy, VSH có khả năng đạt được kế hoạch trong mảng hoạt động tài chính do công ty đang có khoản cho vay hoặc uỷ thác với tổng trị giá 840 tỷ VND và đa số các khoản đầu tư này đều có mức sinh lời cố định trên 10%. Mảng hoạt động kinh doanh điện cũng sẽ đạt được kế hoạch nhờ sản lượng điện vẫn ổn định. Tính hết Q2'09, VSH đã đạt 63,5% kế hoạch doanh thu bán điện, 76,2% kế hoạch doanh thu tài chính và 81,2% kế hoạch về lợi nhuận.

Tình hình thực hiện các dự án thủy điện mới

Áp lực về vốn sẽ tăng mạnh từ năm 2011 và chủ yếu là vốn vay thương mại

Cuối tháng 5/09, dự án Thủy điện Thượng KonTum (220 MW) đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt về sơ đồ khai thác. Trên cơ sở này, VSH sẽ khởi công dự án từ đầu tháng 10. Nhu cầu vốn sẽ tăng mạnh từ năm 2011 khi các hệ thống máy móc chính được lắp đặt. VSH sẽ phải huy động vốn thông qua kênh tín dụng thương mại, phát hành trái phiếu và cổ phiếu.

Một số thông tin đáng chú ý trong BCTC 1H'09

Rủi ro đầu tư tài chính ngắn hạn thấp - Doanh thu tài chính suy giảm từ Q3'09

Hơn 95% giá trị đầu tư là tiền gửi hoặc uỷ thác đầu tư với lãi suất cố định trên 9%. Từ Q3'09, thu nhập từ lãi vay giảm 10 tỷ VND/quý so với các quý trước do khoản 500 tỷ VND cho EVN vay chỉ còn lãi suất quanh mức 10% so với 17% của hợp đồng cũ.

Mức độ tác động của tỷ giá VND/USD đối với chi phí tài chính có xu hướng giảm

Hiện tại, VSH còn khoản nợ vay tài trợ cho 2 dự án nhà máy Sông Hình và Vĩnh Sơn với tổng giá trị 15,25 triệu USD. Từ năm 2010, VSH sẽ trả bình quân 1,35 triệu USD/năm. Vì vậy, tác động từ biến động tỷ giá VND/USD lên hoạt động của doanh nghiệp ở mức thấp.

Tiếp tục được hưởng ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp

Công ty được miễn thuế trong 6 năm kể từ năm đầu tiên kinh doanh có lãi và giảm 50% trong 6 năm tiếp theo. Năm 2009 là năm thứ 5 kinh doanh có lãi.

Trả cổ tức đợt 2 năm 2008 với tỷ lệ 8%

Q2'09, doanh nghiệp đạt 115 tỷ VND lợi nhuận, nhưng lợi nhuận sau thuế chưa phân phối chỉ tăng 3,5 tỷ VND. Nguyên nhân chính là do công ty đã trích một phần lợi nhuận chưa phân phối để trả cổ tức đợt 2 năm 2008 với giá trị 800 VND/cp, tương ứng 110 tỷ VND.

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

KẾT QUẢ KINH DOANH (triệu VNĐ)	Q2'08	Q3'08	Q4'08*	Q1'09	Q2'09
Doanh thu thuần	150.565	55.788	132.384	138.470	131.286
Tăng trưởng (%)	3,9%	-62,9%	137,3%	4,6%	-5,2%
Giá vốn hàng bán	44.355	43.233	47.012	44.254	46.604
GVHB/DTT (%)	29,5%	77,5%	35,5%	32,0%	35,5%
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	2.309	1.526	4.905	2.324	1.994
CFBH & QLDN / DTT (%)	1,5%	2,7%	3,7%	1,7%	1,5%
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	103.901	11.029	80.468	91.892	82.688
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay & khấu hao (EBITDA)	1.516.284	-1.336.478	1.570.893	160.949	154.688
EBITDA/DTT (%)	1007,1%	-2395,6%	1186,6%	116,2%	117,8%
Lợi nhuận trước thuế & lãi vay (EBIT)	116.238	63.568	95.638	123.350	116.815
EBIT/DTT (%)	77,2%	113,9%	72,2%	89,1%	89,0%
Doanh thu tài chính	12.341	52.497	30.758	31.476	34.062
Chi phí tài chính	2.806	2.961	17.466	2.280	1.509
Lợi nhuận từ hoạt động tài chính	9.535	49.535	13.292	29.195	32.553
LN từ HĐTC/DTT (%)	6,3%	88,8%	10,0%	21,1%	24,8%
Lợi nhuận khác	-5	43	13	-18	65
Lợi nhuận trước thuế	113.431	60.607	94.097	121.069	115.306
LNTT/DTT	75,3%	108,6%	71,1%	87,4%	87,8%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	0	0	-739	0	0
Lợi nhuận sau thuế	113.431	60.607	94.836	121.069	115.306
Lợi nhuận của cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận ròng	113.431	60.607	94.836	121.069	115.306
LNR/DTT (%)	75,3%	108,6%	71,6%	87,4%	87,8%
Thu nhập trên một cổ phiếu (EPS)	825	441	690	881	839

(*): BCTC Q4 được điều chỉnh phù hợp với BCKT

Bảng lưu chuyển tiền tệ	Q2'08	Q3'08	Q4'08*	Q1'09	Q2'09
Lợi nhuận ròng	113.431	60.607	94.836	121.069	115.306
Khấu hao	1.400.046	1.400.046	1.475.255	37.599	37.873
Thay đổi vốn lưu động	22.153	-10.724	-31.107	-28.649	2.289
Tiền khác từ hoạt động kinh doanh	-5	43	13	-18	65
LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG SXKD	1.525.288	1.404.660	1.529.346	98.543	121.406
Đầu tư tài sản cố định	-	1.430.072	-	-5.561	-9.659
Đầu tư khác	-307.659	-42.503	115.283	-13.368	64.062
LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ	1.633.794	1.387.569	1.327.672	-18.930	54.403
Tăng/giảm nguồn vốn kinh doanh	0	0	0	0	1
Cổ tức đã trả	-10.419	-143	-138.181	-3.020	-111.628
Tăng/giảm vay và nợ ngắn hạn	-72.516	1.141	52.441	-8.000	-52.495
Tăng/giảm vay và nợ dài hạn	-107	107	-89.194	0	0
Tiền khác	-	-	-	-	-
LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH	-83.042	1.105	-174.934	-11.021	-164.121
Tăng/giảm tiền mặt trong kỳ	-191.547	-15.987	26.739	68.593	11.688
Tiền mặt đầu kỳ	228.784	37.236	21.250	47.989	116.582
Tiền mặt cuối kỳ	37.236	21.250	47.989	116.582	128.270

Bảng cân đối kế toán	Q2'08	Q3'08	Q4'08*	Q1'09	Q2'09
TÀI SẢN NGẮN HẠN	953.283	1.029.475	993.926	1.136.286	1.114.113
Tiền và các khoản tương đương tiền	37.236	21.250	47.989	116.582	128.270
Đầu tư tài chính ngắn hạn	830.685	925.685	825.685	870.685	840.685
Phải thu ngắn hạn	60.822	58.056	99.350	122.831	118.810
Hàng tồn kho	24.078	24.029	20.832	25.957	26.200
Tài sản ngắn hạn khác	461	455	69	231	148
TÀI SẢN DÀI HẠN	1.552.549	1.522.075	1.489.325	1.457.131	1.428.917
Phải thu dài hạn	0	0	0	0	0
Tài sản cố định	1.541.121	1.510.647	1.478.057	1.446.020	1.417.805
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	10.419	10.419	9.969	9.813	9.813
Tài sản dài hạn khác	1.008	1.008	1.299	1.299	1.299
TỔNG TÀI SẢN	2.505.832	2.551.550	2.483.250	2.593.416	2.543.030
NỢ	380.534	365.788	340.833	332.950	278.884
Nợ ngắn hạn	66.526	51.781	115.838	107.956	53.896
Nợ dài hạn	314.007	314.007	224.994	224.994	224.988
VỐN CHỦ SỞ HỮU	2.125.298	2.185.762	2.142.418	2.260.466	2.264.146
Vốn chủ sở hữu	2.124.017	2.184.624	2.141.120	2.259.307	2.262.766
Vốn điều lệ	1.374.943	1.374.943	1.374.943	1.374.943	1.374.943
Thặng dư vốn cổ phần	370.660	370.661	370.661	370.660	370.661
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0	0
Quỹ khác	379.695	440.159	396.815	514.864	518.542
Phần hùn của cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
TỔNG NGUỒN VỐN	2.505.832	2.551.550	2.483.250	2.593.416	2.543.030

Bảng chỉ tiêu tài chính	Q2'08	Q3'08	Q4'08*	Q1'09	Q2'09
Biến động theo quý (%)					
Doanh thu thuần	3,9%	-62,9%	137,3%	4,6%	-5,2%
Lợi nhuận gộp	4,3%	-88,2%	580,0%	10,4%	-10,1%
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	3,5%	-89,4%	629,6%	14,2%	-10,0%
Lợi nhuận ròng	11,1%	-46,6%	56,5%	27,7%	-4,8%
Tỷ suất biên (%)					
LNG/DTT	71%	23%	64%	68%	65%
LN từ HĐKD/DTT	69%	20%	61%	66%	63%
LNTT & lãi vay & khấu hao/DTT	1007,1%	-2395,6%	1186,6%	116,2%	117,8%
LNR/DTT	75,3%	108,6%	71,6%	87,4%	87,8%
Tỷ suất sinh lời tổng tài sản bình quân (ROA)	9,1%	4,8%	7,5%	9,5%	9,0%
Tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu bình quân (ROE)	10,9%	5,6%	8,8%	11,0%	10,2%
Đòn bẩy tài chính					
Tổng nợ/Tổng tài sản	15,2%	14,3%	13,7%	12,8%	11,0%
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	17,9%	16,7%	15,9%	14,7%	12,3%
Hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	40	97	54	73	84
Số ngày hàng tồn kho	49	51	44	48	51
Số ngày phải trả	6	7	1	5	6
Chu kỳ lưu chuyển tiền mặt	82	141	97	117	129

PHÒNG PHÂN TÍCH

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Nhà Hà Nội

Tầng 4B - 2C Vạn Phúc – Kim Mã – Ba Đình – Hà Nội

Tel: (+84) 04.3.726.2275 - Fax: (+84) 04.3.726.2305

Đỗ Hồng Điệp

Số máy lẻ: 132

Email: diepdh@hbbs.com.vn**Nguyễn Thị Hoàng Mai**

Số máy lẻ: 131

Email: mainth@hbbs.com.vn**Phạm Tùng Lâm**

Số máy lẻ: 164

Email: lampt@hbbs.com.vn**Đào Thị Thu Hằng**

Số máy lẻ: 146

Email: hangedt@hbbs.com.vn**Vũ Thị Quỳnh Trang**

Số máy lẻ: 140

Email: trangvtq@hbbs.com.vn**Đặng Thị Mỹ Phương**

Số máy lẻ: 132

Email: phuongdtm@hbbs.com.vn**Nguyễn Thị Ngọc Lan**

Số máy lẻ: 130

Email: lanntn@hbbs.com.vn**Trần Đỗ Quyên**

Số máy lẻ: 146

Email: quyentd@hbbs.com.vn**Nguyễn Thị Ngọc Huyền**

Số máy lẻ: 131

Email: huyenntn@hbbs.com.vnĐIỀU KHOẢN MIỄN TRỪ¹

Tài liệu này do Công ty Chứng Khoán Habubank ("Habubank Securities"), một công ty con trực thuộc Ngân hàng TMCP Nhà Hà Nội - Habubank phát hành. Các nghiên cứu được thực hiện trên cơ sở các thông tin tin cậy, nhưng chúng tôi không có bất cứ cam kết hay đảm bảo gì đối với tính chính xác, hoàn chỉnh của các thông tin trong nghiên cứu này. Các quan điểm mà chúng tôi đưa ra có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Tài liệu này được phục vụ mục đích lưu hành rộng rãi. Tất cả các khuyến nghị đưa ra trong tài liệu này đều không nhằm phục vụ các mục tiêu đầu tư cụ thể, hay nhu cầu riêng của bất kỳ người đọc cụ thể nào. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, không nhằm thay đổi quyết định của người đọc. Các nhà đầu tư nên được tư vấn về tài chính và pháp luật để ra các quyết định đầu tư. Habubank Securities không chịu trách nhiệm đối với bất cứ thiệt hại trực tiếp hay gián tiếp phát sinh từ việc sử dụng hoặc liên quan đến tài liệu này theo bất cứ hình thức nào. Tài liệu này không phải là một lời đề nghị hay mời gọi mua bán bất cứ loại chứng khoán nào. Bất kỳ ai muốn biết thêm thông tin, kể cả việc làm rõ bất cứ chi tiết nào trong điều khoản miễn trừ này, hoặc muốn thực hiện giao dịch đối với bất cứ loại chứng khoán nào đã được đề cập trong tài liệu này vui lòng liên hệ với Habubank Securities để được phục vụ.

Tài liệu này là tài liệu bản quyền tác giả của Habubank Securities. Mọi sao chép trích dẫn thông tin phân tích trong tài liệu này phải trích dẫn nguồn từ Công ty Chứng Khoán Habubank.