

Thông tin công ty

Tên công ty: Công ty Cổ phần Thủy Điện Vĩnh Sơn—Sông Hình
Địa chỉ: Số 21 Nguyễn Huệ - TP. Quy Nhơn – Bình Định
Điện thoại: (056) 3.892.792
Fax: (056) 3.891.975
Website: www.vshpc.evn.com.vn



Biểu đồ giá 52 tuần



Thông tin cổ phiếu	04/09/2009
Giá hiện tại (đồng)	40.700
SLCP lưu hành (CP)	137.494.258
Vốn hóa thị trường (tỷ VNĐ)	5.596
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	54,5%
Tỷ lệ sở hữu Nước ngoài (%)	29,6%
Cao nhất 52 tuần (đồng)	44.900
Thấp nhất 52 tuần (đồng)	24.200
KLGD BQ 10 ngày (CP)	690.000

Cơ cấu sở hữu tại ngày 28/04/2009

EVN	30,5%
SCIC	24,0%
Nước ngoài	29,6%
Cổ đông khác	15,9%



Khoản mục	2006	2007	2008	1H 2009	2009 F
Sản lượng (triệu Kwh)	729	659	859	520	787
Doanh thu thuần (tỷ VNĐ)	409,3	370,2	483,7	269.8	453
Giá vốn hàng bán (tỷ VNĐ)	166.3	168.0	177.7	90.9	159
Giá vốn/doanh thu (%)	40,6%	45,4%	36,7%	33,7%	35,1%
Lãi gộp (tỷ VNĐ)	243.0	202.2	306.0	178.9	294
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	270.4	256.8	370.9	236.4	347
Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	1.250,0	1.374,9	1.374,9	1.374,9	1.374,9
Vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)	1.337,4	2.020,9	2.141,1	2.262,7	2.373
Tổng tài sản (tỷ VNĐ)	1.884,0	2.459,4	2.483,3	2.543,0	2.604
Tỉ suất lợi nhuận gộp (tỷ VNĐ)	59,4%	54,6%	63,3%	66,3%	64,9%
EPS (VNĐ)	2.163	1.867	2.698	1.719	2.524
ROE (%)	20,2%	12,7%	17,3%	10,4%	14,6%
ROA (%)	14,4%	10,4%	14,9%	9,3%	13,3%

Tiêu điểm

- Ngành nghề hoạt động ổn định không phụ thuộc nhiều vào diễn biến của nền kinh tế. Toàn bộ sản lượng điện thương phẩm của VSH được bán cho EVN.
- VSH hiện đang sở hữu và vận hành hai nhà máy thủy điện: Nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn với công suất 66 MW và Nhà máy thủy điện Sông Hình (70 MW). Sản lượng điện hàng năm của VSH vào khoảng hơn 700 kwh điện tương đương với khoản 1,1 % trong tổng sản lượng của điện cả nước.
- Là doanh nghiệp có công suất và sản lượng điện lớn nhất so với các công ty thủy điện đang niêm yết trên TTCK Việt Nam.
- Có danh mục dự án đầu tư dồi dào, nếu thực hiện đúng tiến độ thì đến năm 2014 VSH sẽ có công suất và sản lượng điện tăng gấp 4 lần so với thời điểm hiện tại
- Năm 2008 - 2010 vẫn nằm trong chu kỳ mưa kéo dài 3 năm của sông Hình nên sẽ giúp VSH duy trì sản lượng điện thương phẩm ở mức cao.
- Sản lượng điện và doanh thu phụ thuộc chủ yếu vào điều kiện khí hậu thời tiết. VSH có được sản lượng điện cao vào quý I, II, và IV đây là thời điểm mùa khô của miền Bắc nên được EVN mua điện với giá cao nhất.
- Nửa tháng đầu năm 2009 doanh thu bán hàng giảm nhẹ nhưng doanh thu từ hoạt động tài chính tăng mạnh giúp lợi nhuận của VSH tăng gần 10% so với cùng kỳ 2008.
- Với chiến lược phát triển trong dài hạn khá rõ ràng và danh mục dự án đầu tư khá ấn tượng, VSH là sự lựa chọn thích hợp cho nhà đầu tư dài hạn thích ổn định và an toàn.

Hoạt động kinh doanh 2008

Điều kiện thời tiết thuận lợi đã giúp VSH có doanh thu và lợi nhuận năm 2008 tăng hơn 30% so với 2007

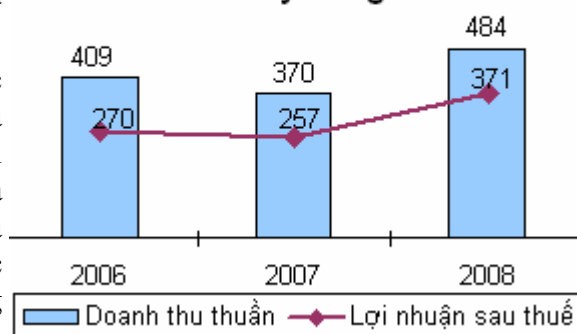
Do đặc điểm các nhà máy thủy điện của VSH nằm ở khu vực Nam Trung Bộ nên có mùa mưa bao gồm 3 quý I, II và IV là mùa các hồ chứa có được lượng tích nước ở mức cao nhất thì các nhà máy thủy điện ở miền Bắc lại đang vào thời điểm mùa khô, nên hơn 90% sản lượng điện bán ra của VSH trong mùa này đạt mức giá cao nhất là 580đ/kwh. Thời gian còn lại tức là mùa khô của VSH (mùa mưa ở miền Bắc) thì sản lượng điện bán ra với mức giá 476đ/kwh chỉ chiếm khoảng 10% sản lượng của VSH.

Doanh thu của VSH trong năm 2008 đạt 484 tỷ tăng gần 31% so với 2007 chủ yếu là do điều kiện thủy văn thuận lợi các hồ được tích nước ở mức nước cao nhất giúp cho các nhà máy đều chạy ở công suất cao khiến sản lượng điện tăng thêm 200 triệu kwh.

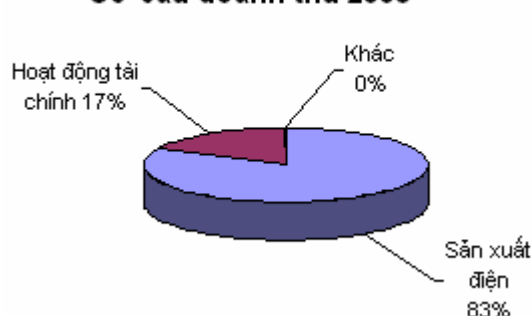
Ngoài việc gia tăng lợi nhuận từ sản lượng tăng thì năm 2008 với lượng tiền mặt hơn 900 tỷ đồng và nhân lúc lãi suất tiền gửi có lúc lên đến 16%-18%/năm nên VSH đã gửi ngân hàng và đã mang về một khoản doanh thu đáng kể, ước tính khoảng 100 tỷ đồng.

Năm 2009 VSH tiếp tục đặt ra kế hoạch sản lượng điện dự kiến là 750 triệu kwh. Năm 2009 là năm thứ hai trong chu kỳ mưa kéo dài 3 năm, do đó nhiều khả năng năm nay VSH sẽ tiếp tục có một năm có điều kiện thủy văn thuận lợi.

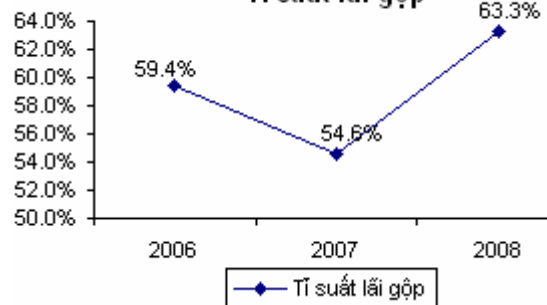
Doanh thu & lợi nhuận sau thuế đvt: tỷ đồng



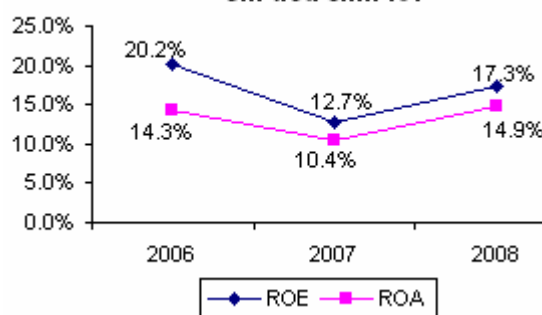
Cơ cấu doanh thu 2008



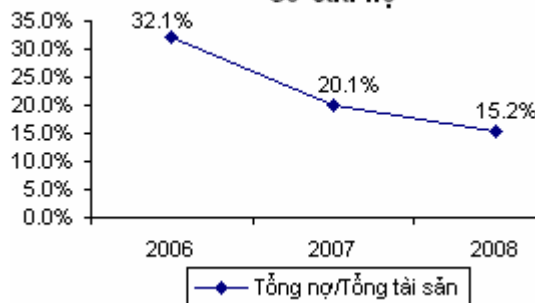
Tỉ suất lãi gộp



Chỉ tiêu sinh lời



Cơ cấu nợ



Hoạt động kinh doanh 2 quý đầu năm 2009

Doanh thu bán hàng giảm nhưng doanh thu tài chính tăng

Lũy kế 6 tháng đầu năm 2009 doanh thu từ hoạt động bán hàng của VSH đạt 269,76 tỷ đồng, giảm 8,7% so với cùng kỳ năm 2008 (tương đương giảm 25,75 tỷ đồng).

Tuy nhiên doanh thu tài chính trong 6 tháng đạt 65,54 tỷ đồng, tăng 3,8 lần so với cùng kỳ năm 2008.

Điều này đã đưa lợi nhuận sau thuế lũy kế 6 tháng đầu năm đạt 236,38 tỷ đồng, tăng 9,7% so với cùng kỳ năm 2008 (tương đương tăng 20,87 tỷ đồng).

Các chỉ số tài chính ổn định, lành mạnh và hiệu quả

Chỉ số sinh lời ở mức cao, cơ cấu vốn an toàn

Năm 2008 trong khi các công ty khác gặp nhiều khó khăn do khủng hoảng thì VSH vẫn duy trì khả năng sinh lợi (ROE, ROA) ở mức cao.

Tỉ lệ Nợ/Tổng tài sản được duy trì ở mức thấp và các khoản nợ ngắn hạn được công ty trả dần qua các năm làm cho tỉ lệ

Kế hoạch sản xuất điện và doanh thu năm 2009 của VSH

VSH đặt kế hoạch sản lượng điện thương phẩm cho năm 2009 là 750 triệu Kwh và doanh thu là 423 tỷ đồng.

Nhà máy	Đơn vị	Mùa mưa	Mùa khô	Tổng cộng
Vĩnh Sơn	Triệu Kwh	15	335	350
Sông Hình	Triệu Kwh	30	370	400
Doanh thu	Tỷ đồng	21,1	403,6	424,7

Ghi chú

Mùa khô: Bao gồm các quý I, II và IV

Mùa mưa: Quý III

Chi tiết biểu đồ phát điện trong năm 2009 của VSH (đvt : triệu Kwh)

	Quý I			Quý II			Quý III			Quý IV			
Tháng	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	Cộng
Vĩnh Sơn	45	40	40	40	40	40	5	5	5	25	30	35	350
Sông Hình	45	45	40	40	40	40	10	10	10	30	45	45	400
Cộng	90	85	80	80	80	80	15	15	15	55	75	80	750
Theo Quý	255			240			45			210			
Theo mùa	Mùa khô: 495						Mùa mưa: 45			Mùa khô: 210			

Ghi chú: Mùa khô trong bảng trên là mùa khô ở miền Bắc nhưng là mùa mưa của VSH và ngược lại

Dự báo lợi nhuận năm 2009 của VSH

Chúng tôi ước tính doanh thu của VSH năm 2009 vào khoảng 453 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế là 347 tỷ đồng.

Năm 2009, vẫn là năm thứ hai trong chu kỳ mưa kéo dài 3 năm, nên chúng tôi dự báo VSH sẽ tiếp tục có được điều kiện thủy văn thuận lợi để có thể hoàn thành và vượt mức sản lượng kế hoạch. Chúng tôi tin rằng VSH sẽ vượt ít nhất 5% sản lượng điện thương phẩm so với kế hoạch. Tức sản lượng sẽ vào khoảng 788 triệu kwh trong đó:

- Tổng sản lượng mùa mưa: 740 triệu kwh
- Tổng sản lượng mùa khô: 48 triệu kwh

Như vậy

- Doanh thu sản xuất kinh doanh chính trong mùa mưa: $740.000.000 \times 580 = 430$ (tỷ đồng)
- Doanh thu sản xuất kinh doanh chính trong mùa khô: $48.000.000 \times 476 = 23$ (tỷ đồng)

Ước tính tổng doanh thu từ bán điện của VSH trong năm 2009 là 453 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính chi phí giá vốn hàng bán của VSH (bao gồm: chi phí khấu hao, thuế tài nguyên 2% trên doanh thu, chi phí nhân công, chi phí bảo dưỡng và sửa chữa) vào khoảng 35% so với doanh thu. Như vậy lãi gộp của VSH vào khoảng 294 tỷ đồng.

Doanh thu từ hoạt động tài chính chủ yếu đến từ các khoản cho vay ngắn hạn và gửi ngân hàng. Khoản tiền gửi hơn 800 tỷ đồng với lãi suất khoảng 17% được đáo hạn ở thời điểm cuối năm 2009, và bắt đầu từ nửa cuối năm 2009 dự kiến VSH sẽ lấy một nửa khoảng tiền này để đầu tư các dự án mới và một nửa còn lại tiếp tục đem cho vay. Chúng tôi giả định với mức lãi suất cho vay khoản tiền này là khoảng 7,5%/năm. Ước tính doanh thu từ hoạt động tài chính của VSH trong năm sẽ vào khoảng 83 tỷ đồng.

Chi phí tài chính bao gồm lãi vay và khoản lỗ từ việc trích lập dự phòng giảm giá khoản vay bằng ngoại tệ được chúng tôi ước tính vào khoảng 20 tỷ đồng.

Chi phí quản lý chung vào khoảng 10 tỷ đồng

Như vậy lợi nhuận sau thuế của VSH trong năm 2009 chúng tôi dự đoán sẽ vào khoảng 347 tỷ đồng.

Các dự án đáng chú ý

Dự án	Công suất lắp đặt (MW)	Sản lượng	Vốn đầu tư	Giai đoạn
Thượng KonTum	220 MW	1.094 triệu Kwh	5.744 tỷ đồng	2009-2014
Vĩnh Sơn 3	30 MW	102 triệu Kwh	660 tỷ đồng	2009-2011
Vĩnh Sơn 2	100 MW	366 triệu Kwh	2.300 tỷ đồng	2009-2013
Đồng Cam	120MW	430 triệu Kwh	2.118 tỷ đồng	2009-2013

Tiến độ thực hiện các dự án

- **Dự án Thượng Kon Tum:** Sau khi xảy ra tình trạng tranh giành chủ đầu tư trong năm 2008 thì hiện tại VSH đã chính thức được Thủ Tướng khẳng định tiếp tục làm chủ đầu tư. Hiện công ty đã hoàn thành các thủ tục thiết kế, đấu thầu, và đã khởi công các hạng mục đường vào công trình. Công ty cũng đã chuẩn bị hồ sơ các gói thầu khác để có thể triển khai đồng bộ vào năm 2010.
- **Dự án Vĩnh Sơn 3:** Hầu như đã thực hiện xong các bước thủ tục xin phép, hiện đang chuẩn bị đấu thầu để khởi công trong thời gian tới.
- **Dự án Vĩnh Sơn 2:** Đã hoàn thành hồ sơ dự án tuy nhiên do tỉnh Gia Lai đề nghị Chính Phủ và Bộ Công Thương hiệu chỉnh quy hoạch (có thể sẽ làm thay đổi quy mô và hiệu quả dự án), đến nay vẫn chưa có kết luận cuối cùng.
- **Dự án Đồng Cam:** Vẫn đang tiếp tục bổ sung số liệu trình duyệt quy hoạch bổ sung.

So sánh với các công ty cùng ngành 03/09/2009

TT	KHOẢN MỤC	Các chỉ tiêu cơ bản 2 quý đầu năm 2009					
		VSH	PPC	TBC	NBP	TMP	SJD
1	Vốn điều lệ (tỷ vnd)	1.375	3.251	635	129	700	299
2	Vốn chủ sở hữu (tỷ vnd)	2.263	4.108	788	177	810	390
3	Tổng tài sản (tỷ vnd)	2.543	11.437	911	237	1.601	1.144
4	Doanh thu thuần (tỷ vnd)	270	2.256	126	270	187	122
5	Lợi nhuận sau thuế (tỷ vnd)	236	399	89	40	51	47
6	ROE (%)	10,4%	9,7%	11,3%	22,3%	6,3%	12,1%
7	ROA (%)	9,3%	3,5%	9,8%	16,9%	3,2%	4,1%
8	EPS 4 quý gần nhất (vnd)	2.850	-295	3.120	3.840	990	1.610
9	Giá trị sổ sách (vnd)	16.460	12.640	12.410	13.720	11.570	13.040
10	Giá ngày 03/09	40.700	28.500	30.900	37.300	21.800	18.300
11	P/E	14,3	n/a	9,8	9,7	22,1	11,4
12	P/B	2,5	2,3	2,5	2,7	1,9	1,4

Các chỉ số P/E và P/B của VSH cao hơn một cách tương đối so với các công ty điện niêm yết khác, tuy nhiên trong tất cả các công ty ngành điện niêm yết hầu như chỉ có VSH là có được các dự án mới, nên việc thị trường đánh giá VSH cao hơn các công ty cùng ngành cũng là điều dễ hiểu.

Phân tích SWOT

Điểm mạnh

- ♦ Sản lượng đầu ra luôn được đảm bảo bởi EVN, nên VSH không bị các yếu tố rủi ro liên quan đến nền kinh tế.
- ♦ Các khoản vay dài hạn của công ty đều từ nguồn vốn ODA nên có lãi suất rất thấp, trung bình khoảng 2,2%/năm.
- ♦ Các chỉ số tài chính và dòng tiền của VSH khá lành mạnh
- ♦ VSH có suất sự cố nhỏ hơn so với các công ty thủy điện niêm yết.
- ♦ Các dự án thủy điện của VSH được xây dựng trên vùng địa lý gần nhau sẽ giúp công ty giảm chi phí quản lý và nhân công.

Điểm yếu

Không có điểm yếu gì nổi bật.

Cơ hội

- ♦ Do mùa mưa của VSH lại là mùa khô đối với hầu hết các nhà máy thủy điện lớn ở miền Bắc, nên các tổ máy của VSH có thể được huy động ở công suất cao và đạt giá bán 580đ/kwh. Thời gian còn lại từ tháng 7 - tháng 9 chỉ bán ở mức 476đ/kwh, tuy nhiên sản lượng điện bán ở mức giá thấp này chỉ chiếm khoảng 12% sản lượng của cả năm.
- ♦ VSH có tiềm tăng rất lớn trong việc công suất và sản lượng điện của mình, hiện tại VSH có một danh mục các dự án đầu tư phong phú với tổng công suất lắp đặt lên 470 MW và sản lượng 2,1 tỷ kwh. Tức là gấp hơn 3 lần công suất và sản lượng của hai nhà máy Vĩnh Sơn Sông Hình ở thời điểm hiện tại

Rủi ro/thách thức

- ♦ Rủi ro lớn nhất của VSH là thời tiết, nếu thời tiết khô hạn thì các hồ chứa sẽ không tích đủ nước, sẽ khiến các nhà máy phải hoạt động dưới công suất.
- ♦ VSH có một khoản nợ dài hạn hơn 200 tỷ đồng vay bằng USD nên việc tỉ giá USD/VND tăng sẽ làm gia tăng chi phí tài chính do phải trích lập dự phòng giảm giá cho khoản vay này.

Các thông tin đáng chú ý thời gian gần đây

Thời gian	Sự kiện
16/09/2009	Chốt danh sách lấy ý kiến cổ đông về việc phát hành cổ phiếu thưởng
09/07/2009	VSH thông báo: Cổ đông BIDV, SSI, Bảo Việt được giải tỏa hạn chế chuyển nhượng cổ phiếu VSH
26/07/2009	VSH công bố lợi nhuận sau thuế 6 tháng đầu năm đạt 236 tỷ đồng
10/05/2009	VSH thông báo: VSH đang đàm phán với EVN về giá bán điện mới
25/03/2009 - 05/05/2009	SSI bán ròng 819.328 cổ phiếu, giảm tỉ lệ sở hữu từ 5,07% xuống còn 4,47%

Kết luận đầu tư

VSH có hoạt động kinh doanh ổn định và có nhiều tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn nhờ các dự án thủy điện lớn. Chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của VSH trong năm 2009 đạt 347 tỷ đồng tương ứng với EPS là 2.524 đồng. Với mức giá ngày 04/09 là 40.700 đồng thì PE 2009 của VSH nằm ở mức 16,1. Đây là mức PE tương đối cao so với các công ty khác cùng ngành. Tuy nhiên với những dự án thủy điện lớn trong dài hạn thì chúng tôi cho rằng VSH vẫn là cổ phiếu hấp dẫn trong ngành năng lượng.

Điều khoản miễn trách

Bản báo cáo phân tích này được cung cấp bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Âu Việt (AVSC). Mặc dù các thông tin trong báo cáo được AVSC xem là đáng tin cậy, tuy nhiên AVSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của chuyên viên phân tích tại thời điểm lập báo cáo, không được xem là quan điểm của AVSC.

Nội dung bản báo cáo chỉ mang tính tham khảo và AVSC không chịu trách nhiệm nổi với những quyết định mua bán chứng khoán do tham khảo báo cáo này.

Mọi thắc mắc, xin vui lòng liên hệ
Bộ phận Tư vấn - Phân tích
Công ty Cổ phần Chứng Khoán Âu Việt
Email: info@avsc.com.vn