

Monday, December 14, 2009

Tổng Duy Sơn

Email: sontd@thanglongsc.com.vn

CTCP THỦY ĐIỆN VĨNH SƠN - SÔNG HÌNH - VSH (HSX)

Khuyến nghị của TSC

BÁN



Ngành lớn: Điện
Ngành hẹp: Thủy điện

Giá giao dịch

17,100

Tổng quan : Công ty cổ phần thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hình là nhà máy thủy điện nằm ở khu vực miền Trung và Tây Nguyên. Tổng công suất của công ty là 136 MW, bao gồm 2 nhà máy là thủy điện Vĩnh Sơn (công suất 66 MW – bắt đầu vận hành từ năm 1994) và Sông Hình (công suất 70 MW – bắt đầu vận hành từ năm 1999).

Giá mục tiêu 2009

17,000

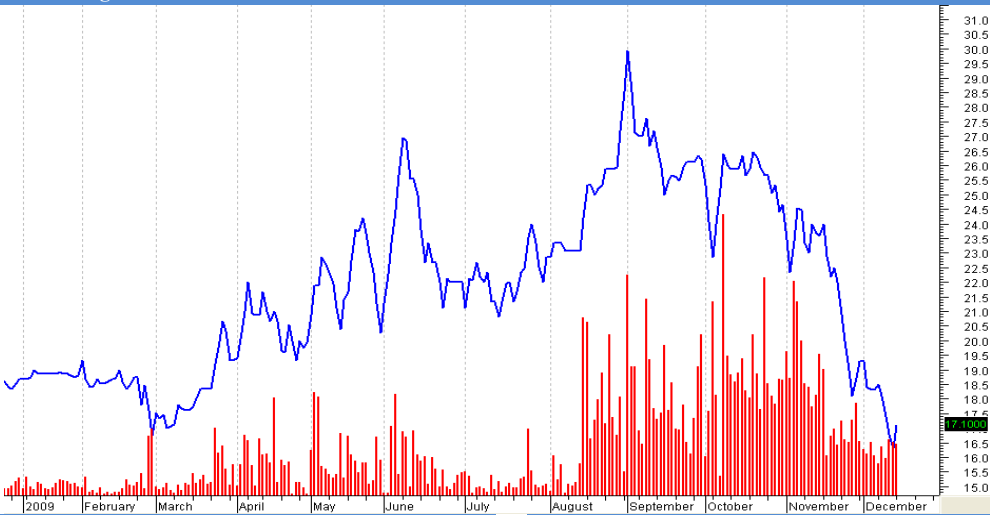
Chiến lược đầu tư 2009

Bán

Những thống kê chính (Đv: 1000 VND), trượt 4 quý gần nhất

Giá cao 52 tuần	29.08	Beta	0.63	ROA	14.0%	Vốn điều lệ	1,374,942,580
Giá thấp 52 tuần	15.76	EPS	2,512	ROE	25.1%	Cổ đông nhà nước	60%
Khối lượng lưu hành	137,494	P/E	10.5	Nợ/Vốn chủ sở hữu	20.0%	Cổ đông trong nước	83.04%
Vốn hóa	2,351,147,000	DIV	18%	Giá sổ sách	15,600	Cổ đông nước ngoài	16.96%

Diễn biến giá



Thông tin quan trọng

Thông tin quan trọng

Khuyến nghị - Bán

Chúng tôi khuyến nghị bán mức 2 sao với cổ phiếu VSH do giá giao dịch trên thị trường hiện tại của công ty trên thị trường là 18,500 đồng/cổ phiếu, cao hơn so với mức 17,000 đồng/cổ phiếu theo phương pháp định giá P/E..

Những điểm sáng

Hoạt động sản xuất kinh doanh thuận lợi:

Hoạt động kinh doanh của Vĩnh Sơn – Sông Hình năm 2008 và 9 tháng đầu năm 2009 là rất thuận lợi do thời điểm này đang nằm trong chu kỳ mưa của khu vực miền Trung. Các hồ chứa của VSH đều đạt mức xả tràn, nên sản lượng điện sản xuất luôn vượt mức kế hoạch đặt ra.

Tính thanh khoản tốt:

Với khối lượng giao dịch trung bình 3 tháng là 1 triệu cổ phiếu/phần. VSH là cổ phiếu có tính thanh khoản rất tốt trên sàn chứng khoán.

Ưu đãi về thuế:

VSH nằm trong địa bàn đặc biệt khó khăn nên nhận được nhiều ưu đãi về thuế. Hiện nay công ty còn được miễn thuế thu nhập 1 năm nữa và giảm 50% thuế thu nhập trong 6 năm tiếp theo.

Những điểm tối

Các dự án đầu tư chậm tiến độ:

Vĩnh Sơn đang thực hiện nhiều dự án đầu tư mới: Thượng Kontum(220MW), Vĩnh Sơn 2,3 (130MW)... Tuy nhiên các dự án đều đang bị chậm tiến độ do phát sinh nhiều vấn đề.

Rủi ro thời tiết:

Do hiệu ứng của biến đổi khí hậu toàn cầu khiến cho thời tiết biến đổi ngày càng thất thường. Hiện tượng hạn hán kéo dài hay lũ lụt thường xuyên xảy ra hơn ảnh hưởng nhiều đến sản lượng điện và gây thiệt hại về cơ sở vật chất của nhà máy.

Rủi ro tỷ giá:

Giá bán điện của VSH cho EVN là giá cố định bằng VND. Trong khi các khoản nợ của công ty lại là ngoại tệ USD. Vì thế biến động tỷ giá gây ảnh hưởng tới lợi nhuận.

Rủi ro lãi suất:

Vĩnh Sơn – Sông Hình có nguồn vốn đầu tư ngắn hạn khá lớn. Tuy nhiên tình hình lãi suất và cung cầu tiền tệ đang căng thẳng gây ra nhiều rủi ro cho công ty.

Đánh giá rủi ro kinh doanh

Thấp Trung bình Cao
Đánh giá của chúng tôi dựa trên cân nhắc về biến động thị trường đối với lĩnh vực kinh doanh và sản phẩm của công ty.

Đánh giá rủi ro thanh khoản

Thấp Trung bình Cao
Đánh giá của chúng tôi dựa trên sự cân nhắc giá trị giao dịch trung bình thường xuyên trong quan hệ với mức vốn hóa trên thị trường.

Đánh giá rủi ro biến động giá

Thấp Trung bình Cao
Đánh giá của chúng tôi dựa trên sự cân nhắc sự biến động giá của chính cổ phiếu này và trong mối quan hệ với chỉ số thị trường.

Số liệu tài chính

	Doanh thu (tỷ đồng)			
	QI	QII	QIII	QIV
2009E	138.5	131.3	69.8	114.8
2008	144.9	150.6	55.8	132.4
2007	92.6	85.3	NA	139.1
2006	NA	NA	NA	NA
2005	NA	NA	NA	NA
	LNST (tỷ đồng)			
	QI	QII	QIII	QIV
2009E	121.1	115.3	5.5	103.2
2008	102.1	113.4	60.6	94.7
2007	59.4	45.2	NA	129.7
2006	NA	NA	NA	NA
2005	NA	NA	NA	NA
	Chỉ tiêu khác			
	Margin	ROA	ROE	DIV
2009E	63.0%	13.7%	25.0%	15%
2008	63.3%	14.9%	17.3%	18%
2007	54.6%	10.4%	12.7%	NA
2006	59.4%	14.3%	20.2%	NA
2005	NA	NA	NA	NA
	Tỷ đồng			
	EPS	P/E	PEG	P/B
2009E	2,509	10.2	neg	1.00
2008	2,700	10.2	NA	1.19
2007	1,900	NA	NA	2.11
2006	2,200	NA	NA	2.89
2005	NA	NA	NA	NA
	Tỷ đồng			
	TTS	VCSH	VBL	EVA
2009E	2,520	2,400	1,375	NA
2008	2,483	2,142	1,375	NA
2007	2,459	2,022	1,375	NA
2006	1,897	1,336	1,250	NA
2005	1,984	1,266	1,250	NA

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Liên hệ

GIỚI THIỆU CHUNG

Công ty cổ phần thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh là nhà máy thủy điện nằm ở khu vực miền Trung và Tây Nguyên. Tổng công suất của công ty là 136 MW, bao gồm 2 nhà máy là thủy điện Vĩnh Sơn (công suất 66 MW – bắt đầu vận hành từ năm 1994) và Sông Hinh (công suất 70 MW – bắt đầu vận hành từ năm 1999).

Công ty chính thức đi vào hoạt động theo mô hình công ty cổ phần vào ngày 4/5/2005, trong đó tổng công ty điện lực Việt Nam sở hữu 60% cổ phần.

Ngày 7/7/2005, công ty niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Hà Nội với mã chứng khoán VSH. Đến tháng 6/2006, VSH được chấp thuận chuyển niêm yết sang trung tâm giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh, ngày giao dịch đầu tiên là 18/7/2006.

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

Cơ cấu doanh thu

- ❖ **Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ:** Giống như hầu hết các công ty thủy điện khác, doanh thu bán điện vẫn là nguồn thu chính của Vĩnh Sơn – Sông Hinh. Năm 2008, doanh thu bán điện chiếm khoảng 99,7% tổng doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ.
- ❖ **Doanh thu từ hoạt động tài chính:** VSH lượng tiền tương đối lớn từ khấu hao hàng năm (lên tới khoảng 150 tỷ VND) cộng với lợi nhuận để lại. Mục đích chính của VSH là tái đầu tư một số dự án điện lớn. Tuy nhiên trong khoảng thời gian triển khai, VSH cũng cố gắng tối đa hóa lợi ích bằng các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn (cho vay và ủy thác đầu tư).

Kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh

	Đơn vị	Kế hoạch	2008 Thực hiện	% HT	Kế hoạch	2009 Dự báo (*)	%HT
SL điện	tr Kwh	740	853.2	115.3	740.3	900.0	121.6
Doanh thu	tỷ VND	486	584.2	120.2	511.0	580.0	113.5
LNST	tỷ VND	281	370.9	132.0	292.0	345.0	118.2
EPS	VND	2,043	2,698	132.0	2,125	2,509	118.2

Nguồn: VSH, TSC tổng hợp và dự báo.

(*): Cột dự báo là giá trị do TSC nghiên cứu và đưa ra.

Hoạt động kinh doanh của Vĩnh Sơn – Sông Hinh năm 2008 và 9 tháng đầu năm 2009 là rất thuận lợi do thời điểm này đang nằm trong chu kỳ mưa của khu vực miền Trung. Các hồ chứa của VSH đều đạt mức xả tràn, nên sản lượng điện sản xuất luôn vượt mức kế hoạch đặt ra.

Năm 2008, sản lượng điện thực hiện của công ty đạt 853.2 triệu Kwh, tăng 115.3% so với kế hoạch. Ngoài ra hoạt động đầu tư tài chính của công ty cũng thành công lớn khi công ty cho vay và ủy thác đầu tư được với lãi suất rất cao, 17%/năm. Nhờ đó doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 584.2 và 370.9 tỷ đồng, tăng 120.2% và 132% so với kế hoạch.

Tiếp tục thành tích đã đạt năm 2008, 9 tháng đầu năm 2009 công ty đã sản xuất được 683.3 triệu Kwh bằng 91.1% kế hoạch cả năm. Nhưng hoạt động đầu tư tài chính ngắn hạn lại sụt giảm do lãi suất trên thị trường giảm mạnh. Lãi suất các khoản cho vay của công ty từ 17% xuống chỉ còn 8%.

Dự báo năm 2009

Chúng tôi ước tính tổng doanh thu của VSH có thể đạt 580 tỷ đồng, bằng 113.5% so với kế hoạch; lợi nhuận sau thuế đạt khoảng 345 tỷ bằng 118.2 %; EPS đạt 2,509 đồng/cp.

Mức nước hiện tại/mức nước hoạt động bình thường tại các hồ chứa A, B, C, Sông Hinh lần lượt là 775/775, 826/826, 981.25/981, 209.25/209. Với mức nước đang ở mức tốt như hiện nay và căn cứ vào sản lượng điện sản xuất qua các năm của VSH, ước tính quý IV năm 2009 VSH sẽ sản xuất được thêm 220 triệu Kwh nâng tổng sản lượng cả năm đạt trên 900 triệu Kwh. Về giá bán điện, công ty đang chuẩn bị ký hợp đồng mới với EVN (hợp đồng cho năm 2009 trở đi). Theo như trao đổi trực tiếp với doanh nghiệp chúng tôi được biết giá bán gần như chắc chắn được giữ nguyên theo bản hợp đồng trước – 580 đồng/kwh vào mùa khô và 476 đồng/kwh vào mùa mưa. Vì thế chúng tôi ước tính doanh thu của công ty theo giá bán này. Theo đó doanh thu bán điện của công ty có thể đạt 474.6 tỷ bằng 111.1% kế hoạch đề ra (Xin quý vị lưu ý, doanh thu trên bảng KQHDKD của VSH được tính theo giá bán bằng 90% giá của năm 2008 theo nguyên tắc thận trọng ghi nhận doanh thu trên báo cáo tài chính).

Hoạt động đầu tư tài chính của công ty ước đạt khoảng 75.1 tỷ đồng giảm gần 25% so với năm 2008. Mặc dù các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn (gửi tiết kiệm và ủy thác đầu tư) của công ty tăng lên nhưng lợi suất của các khoản đầu tư đều giảm mạnh do lãi suất trên thị trường giảm. VSH đang

Địa chỉ: 21 Nguyễn Huệ, thành phố

Quy Nhơn, tỉnh Bình Định

Điện thoại: (84.056) 3892.792

Fax: (84.056) 3891.795

Website: <http://www.vshpc.evn.com.vn/>

Nhân sự chủ chốt

Hội đồng quản trị

Ông **Nguyễn Đức Đối** - Chủ tịch

Ông **Võ Thành Trung** - Ủy viên

Ông **Trần Lê Cảnh** - Ủy viên

Ông **Trịnh Văn Tuấn** - Ủy viên

Ông **Nguyễn Việt Thắng** - Ủy viên

Ban điều hành

Ông **Võ Thành Trung** - Tổng giám đốc

Ông **Nguyễn Văn Thanh** - Phó tổng giám đốc

cho EVN vay 500 tỷ với lãi suất 8%/năm (lãi suất năm 2008 là 17%); Ủy thác cho công ty cổ phần tài chính điện lực 85 tỷ với lãi suất từ 8-10%; Hợp tác đầu tư với Chứng khoán quốc tế VIS 35 tỷ đồng (5 tháng đầu năm lãi suất 17%, cuối năm lãi suất 9%); nắm giữ 3 triệu cổ phần PPC.

RỦI RO TIỀM ẨN

Thời tiết

Rủi ro về thời tiết chính là rủi ro lớn nhất của công ty. Nếu hạn hán kéo dài khiến cho mực nước trong hồ chứa thấp hơn năng lực thiết kế sẽ gây ảnh hưởng lớn tới sản lượng điện của nhà máy. Ngược lại, nếu mưa lũ lớn hay lũ quét sẽ gây thiệt hại về đường xá và các công trình đê đập của nhà máy gây ra sự cố trong phát điện và tăng chi phí sửa chữa. Đặc biệt hiện nay, thời tiết biến đổi thất thường và khắc nghiệt hơn khiến rủi ro của công ty cũng tăng lên.

Tỷ giá

Giá bán điện của VSH cho EVN là giá cố định bằng VND. Trong khi các khoản nợ của công ty lại là ngoại tệ USD. Vì thế biến động tỷ giá gây ảnh hưởng tới lợi nhuận của nhà máy. Tuy nhiên hiện nay dư nợ của công ty cũng không lớn nên sẽ không gây ảnh hưởng lớn đến công ty.

Rủi ro lãi suất:

Vĩnh Sơn – Sông Hinh có nguồn vốn đầu tư ngắn hạn khá lớn. Tuy nhiên tình hình lãi suất và cung cầu tiền tệ đang căng thẳng gây nhiều rủi ro cho công ty.

Thị trường và giá bán

Điện lực vẫn là ngành kinh tế độc quyền ở nước ta. Tất cả các nhà máy sản xuất điện trên cả nước, bao gồm cả Vĩnh Sơn – Sông Hinh đều bắt buộc phải bán điện cho tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) với giá cố định theo hợp đồng ký trước dài hạn. Vì thế công ty hầu như không gặp rủi ro về thị trường và giá bán.

Tuy nhiên trong năm 2009, công ty đang đàm phán hợp đồng mới với EVN, có thể khiến giá bán điện của công ty biến động, ảnh hưởng tới doanh thu và lợi nhuận.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Trong bản báo cáo này chúng tôi định giá cổ phiếu VSH theo phương pháp P/E. Căn cứ vào mức trung bình ngành và đặc điểm của công ty và việc phát hành thêm cổ phiếu của công ty vào cuối năm, chúng tôi cho rằng tỷ lệ P/E của công ty cuối năm 2009 ở mức 6.8 là hợp lý. Với tỷ lệ trên và mức thu nhập là 2,509 đồng/cổ phiếu thì giá hợp lý của cổ phiếu VSH theo phương pháp này ở mức 17,000 đồng/cổ phiếu.

Khuyến nghị: Chúng tôi khuyến nghị bán mức 2 sao với cổ phiếu VSH do giá giao dịch trên thị trường hiện tại của công ty trên thị trường là 17,100 đồng/cổ phiếu, cao hơn so với mức 17,000 đồng/cổ phiếu theo phương pháp định giá P/E.



Khuyến cáo: Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của Phòng Phân Tích, Khối Phân Tích và Tư Vấn Đầu Tư, Công ty Chứng khoán Thăng Long. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những nhà đầu tư quan tâm tới dịch vụ hỗ trợ đầu tư tại Công ty Chứng khoán Thăng Long. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu tư nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© Bản quyền. Công ty Chứng khoán Thăng Long 2009, TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO. Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của Công ty Chứng khoán Thăng Long.

Mức Khuyến Nghị

Mua Mạnh (5 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể lớn hơn 25% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Mua (4 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ 10% - 25% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Giữ (3 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ 0% - 10% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Bán (2 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ (-15%) - 0% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Bán Mạnh (1 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể lớn hơn (-15%) so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Tác giả: Tổng Duy Sơn

Email: sontd@thanglongsc.com.vn

Tel: (844) 3726 2600 x 3410

Sản Phẩm

Báo cáo này được viết và phân phối bởi Phòng Phân tích, Khối Phân Tích và Tư Vấn Đầu Tư, Công ty Chứng khoán Thăng Long. Chúng tôi hiện đang cung cấp các sản phẩm sau đây:

Thang Long Express

- Technical View
- Overnight Update
- Company Reports
- Industry Reports

Thang Long Intel

- Economic Insight
- Portfolio Strategies
- Economic Outlook

Trụ sở chính: Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: +84 (4) 3726 2600 Fax: +84 (4) 3726 2601.

Chi nhánh: Tầng 2, Toà nhà PetroVietNam, 1-5 Lê Duẩn, Q1, HCM
Điện thoại: +84 (8) 3910 6411 Fax: +84 (8) 3910 6153

Phòng GD: - 14C Lý Nam Đế, Hoàn Kiếm, Hà nội
Điện thoại: +84 (4) 3733 7671 Fax: +84 (4) 3733 7670.
- 2 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: +84 (8) 3910 2215 Fax: +84 (8) 3910 2216.
- 126 Hoàng Quốc Việt, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Điện thoại: +84 (4) 3755 7668 Fax: +84 (4) 3755 7589

Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn Đầu Tư: TS. Nguyễn Trọng Nghĩa

Hà nội Office: Đỗ Hiệp Hòa, Chu Thế Huynh, Nguyễn Trà Lân, Lê Việt Dũng, Tổng Duy Sơn, Hoàng Công Tuấn, Nguyễn Quang Huy, Vũ Thị Diệu Linh, Phạm Tú Quỳnh.

Hồ Chí Minh Office: Phạm Đặng Mạnh Hồng Lân, Nguyễn Hoài An, Nguyễn Mạnh Tú.