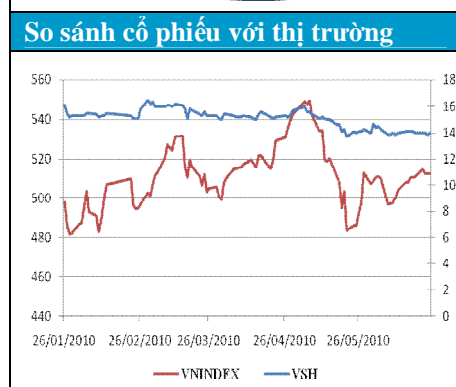
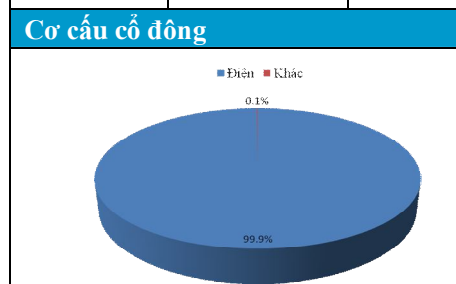


Ngày 23/06/2010	
Giá đóng cửa	14,000
P/E 2010	8.68x
Giá mục tiêu	17,500

Thông tin cơ bản	
Sản phẩm chính	Điện
Vốn điều lệ (tỷ VND)	2,062
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	2,887
Sở hữu nước ngoài	24.99%
Sở hữu nhà nước	54.55%
Tỷ lệ HĐQT và BKS	55.02%

Khuyến nghị gần nhất		
Ngày xuất bản	Giá đóng cửa	Khuyến nghị
22.02.2010	15,300	Quan sát



Tên công ty	CTCP THỦY ĐIỆN VĨNH SƠN – SÔNG HINH
Khuyến nghị	MUA

Khuyến nghị đầu tư

VSH hiện là một trong những công ty thủy điện lớn nhất khu vực Miền Trung – Tây Nguyên, vận hành 2 nhà máy với công suất thiết kế là 136 MW. Do đặc thù ngành, hoạt động kinh doanh của công ty phụ thuộc nhiều vào điều kiện thời tiết. Tuy nhiên việc nâng cấp các hồ chứa và đầu tư các dự án mới sẽ giúp công ty chủ động hơn trong việc điều tiết nguồn nước cũng như nguồn phát điện.

Tình hình tài chính lành mạnh và nguồn tiền dồi dào cộng với đội ngũ quản lý giàu kinh nghiệm trong lĩnh vực kinh doanh điện là lợi thế cũng như “tài sản đảm bảo” của VSH trong việc cạnh tranh đầu tư, xây dựng các nhà máy thủy điện mới trong khu vực, từ đó mở rộng hoạt động kinh doanh và nâng cao vị thế của công ty trong ngành.

Với tốc độ tăng trưởng tương đối ổn định qua các năm, chúng tôi cho rằng VSH là cổ phiếu an toàn và có tính phòng thủ cao. Do tác động của điều kiện thời tiết, kết quả kinh doanh quý 1 cho thấy sự giảm sút khá lớn trong doanh thu và lợi nhuận. Tuy nhiên, lượng mưa được cải thiện nhiều trong 2 quý cuối năm sẽ tác động tích cực đến hoạt động của công ty. EPS dự phóng 2010 vào khoảng 1,612 đồng. Với những tiềm năng trong dài hạn khi các dự án mới đi vào hoạt động, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư xem xét mua vào đối với cổ phiếu VSH với giá mục tiêu là 17,500 đồng.

Những điểm chú ý

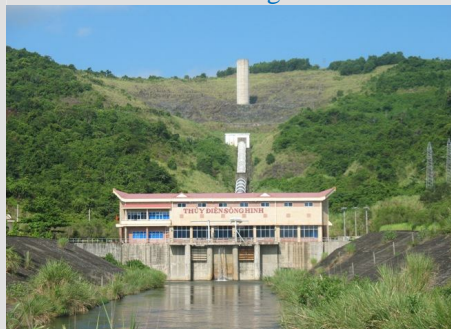
- VSH hiện là một trong những công ty thủy điện lớn nhất khu vực Miền Trung – Tây Nguyên, vận hành 2 nhà máy với công suất là 136 MW.
- Hoạt động kinh doanh của công ty phụ thuộc nhiều vào điều kiện thời tiết và giá mua điện của EVN.
- Kết thúc năm 2009, VSH đạt mức tăng trưởng nhẹ về các chỉ tiêu doanh thu cũng như lợi nhuận.
- Quý I 2010 ghi nhận sự giảm sút đáng kể trong sản lượng điện, doanh thu và lợi nhuận do điều kiện thời tiết không thuận lợi.
- Kết quả 2 quý cuối năm 2010 được dự báo tăng trưởng tốt. Xét về trung và dài hạn, VSH là cổ phiếu nhiều tiềm năng.

Chỉ tiêu	Q4-09	Q1-10	Q2-10F	Q3-10F	Q4-10F	2009	2010F
Doanh thu (triệu đồng)	126,257	98,753	120,698	84,197	174,409	517,563	507,426
Tăng trưởng yoy (%)	-4.63%	-28.68%	-8.06%	20.59%	38.14%	7.01%	-1.96%
Tỷ lệ lợi nhuận gộp trên doanh thu(%)	62.07%	54.72%	54.72%	34.74%	62.07%	64.27%	50.76%
Tỷ lệ lợi nhuận thuần trên doanh thu(%)	67.76%	79.33%	75.34%	52.17%	81.32%	74.78%	69.97%
Lợi nhuận trước thuế (triệu đồng)	85,602	78,377	90,965	43,951	141,879	387,144	355,171
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	81,905	78,377	83,535	38,768	131,738	374,523	332,418
Tăng trưởng yoy (%)	-13.54%	-35.26%	-27.55%	610.04%	60.84%	0.96%	-11.24%
EPS (Đồng)	397	380	406	188	639	1,816	1,612

GIỚI THIỆU CÔNG TY



VSH vận hành 2 nhà máy thủy điện với công suất 136 MW.



Hoạt động kinh doanh phụ thuộc nhiều vào điều kiện thời tiết.

Sản lượng bình quân 850 triệu kWh/năm, chiếm 1% công suất phát điện cả nước.

VSH có nhiều lợi thế so với các DN cùng ngành.

Tên công ty : **Công ty Cổ phần Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hình.**
Mã giao dịch : **VSH** Sàn giao dịch: **HOSE**
Địa chỉ : 21 Nguyễn Huệ, thành phố Quy Nhơn, tỉnh Bình Định.
Điện thoại : (84.056) 3892792
Website : www.vshpc.evn.com.vn

CTCP Thủy điện Vĩnh sơn – Sông Hình thành lập năm 1991, cổ phần hóa tháng 05/2005, chính thức giao dịch trên HOSE tháng 07/2006. Vốn điều lệ hiện tại của công ty là 2,062 tỷ với tỷ lệ sở hữu nhà nước trên 50% (EVN – 30.55% và SCIC 24%). VSH hiện là thành viên của tập đoàn điện lực (EVN), toàn bộ điện thương phẩm của công ty được bán cho EVN với mức giá cố định theo hợp đồng dài hạn.

Sản phẩm chính của công ty là điện thương phẩm từ 2 nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn (Công suất 66 MW, điện năng sản xuất trung bình 228.5 triệu kWh/năm, bắt đầu vận hành từ năm 1994 với 3 hồ chứa nước) và Nhà máy Thủy điện Sông Hình (Công suất 70MW, điện năng sản xuất trung bình 370 triệu kWh/năm, bắt đầu vận hành từ năm 1999 với 1 hồ chứa nước). Để nâng cao hiệu suất phát điện, hồ C thuộc nhà máy Vĩnh Sơn đã được nâng công suất tối đa, cung cấp thêm 78 triệu kWh trong tổng sản lượng.

Sau dự án nâng cấp Hồ C, công ty đã được phê duyệt 4 dự án thủy điện xây mới tại khu vực Tây Nguyên với điện lượng cung cấp thêm trung bình năm như sau: Thủy điện thượng Kon Tum: 1,494.2 triệu KWh, Dự án nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn 2: 365.6 triệu KWh, Dự án nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn 3: 102 triệu KWh, Thủy điện Đồng Cam: 430 triệu KWh. Sau khi tất cả các dự án hoàn tất theo đúng kế hoạch, VSH sẽ trở thành một trong những thủy điện lớn nhất của Việt Nam.

Do đặc thù hoạt động ngành thủy điện phụ thuộc vào lượng nước đầu vào nên kết quả kinh doanh của công ty phụ thuộc chủ yếu vào điều kiện thời tiết và mang tính mùa vụ. Mùa mưa tại khu vực đặt 2 nhà máy của VSH thường kéo dài từ tháng 7 đến hết tháng 9 hằng năm. Trong thời gian này, VSH thường chỉ đạt kế hoạch sản xuất 10% trong tổng sản lượng điện cả năm do nhu cầu điện vào mùa mưa giảm. Đồng thời tích cực trữ nước cho mùa khô để sản xuất phục vụ nhu cầu tiêu thụ tăng cao cũng như nhu cầu tưới tiêu cho hoạt động nông nghiệp. Tuy nhiên, năm 2010 với tình hình căng thẳng của thị trường phát điện, vào quý 3 và 4 khi lượng nước về hồ cao dần, các nhà máy của VSH sẽ tăng công suất để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ của cả nước.

Giá bán điện của VSH cho EVN vào mùa khô là 580 đồng/kWh và giá bán mùa mưa là 467 đồng/kWh. Đây là giá theo hợp đồng ký với EVN thời hạn 2005 – 2008. Hiện công ty đang tiến hành ghi nhận doanh thu theo giá của phụ lục hợp đồng (mức giá trung bình là 563 đồng/ kWh).

Với sản lượng bình quân mỗi năm khoảng 850 triệu kWh, VSH chiếm 1.3% tổng công suất phát điện của EVN và 1% công suất phát điện của cả nước. Trong năm 2009, sản lượng điện thương phẩm của VSH đạt 926.91 triệu kWh, chiếm 1.24% điện thương phẩm cả nước và chiếm 1.62% sản lượng điện sản xuất trong nước.

Dù được đánh giá vào loại trung bình thấp của ngành về sản lượng điện nhưng VSH có nhiều lợi thế về kinh nghiệm, uy tín cũng như tình hình tài chính lành mạnh, tạo nhiều điều kiện thuận lợi trong việc cạnh tranh giành quyền đầu tư vào các dự án thủy điện mới ở Miền Trung.

THÔNG TIN CẬP NHẬT

Sản lượng điện hàng năm tăng cao, luôn vượt kế hoạch.

Sản lượng điện sản xuất các năm tăng cao, luôn vượt kế hoạch, năm 2007 đạt 658.68 triệu kWh, năm 2008 điện sản xuất đạt 859.16 triệu kWh, năm 2009 đạt 930.81 triệu kWh. Đây là mức cao nhất trong các năm gần đây. Kết quả khả quan này đạt được nhờ tình hình thủy văn thuận lợi, do nằm trong chu kỳ 3 năm mùa mưa, lượng mưa tăng đủ cung cấp nước cho 2 nhà máy Vĩnh Sơn và Sông Hình hoạt động hết công suất. Tổng điện thương phẩm trong năm đạt 926 triệu kWh, bằng 125% kế hoạch năm và tăng 8.5% so với cùng kỳ.

Kết quả kinh doanh 2009 không có nhiều đột biến.

Kết quả kinh doanh năm 2009 vẫn tăng trưởng nhưng không có nhiều đột biến với 517 tỷ doanh thu, 374 tỷ lợi nhuận sau thuế, tăng tương ứng 7.01% và 0.96% so với thực hiện năm 2008, EPS đạt 1,816 đồng.

Mức nước tại các hồ đều thấp hơn mức trung bình.

Tình hình thủy văn năm 2010 không thuận lợi cho hoạt động của các nhà máy thủy điện. Hiện tại mức nước tại các hồ đều thấp hơn cuối năm 2009. Theo VSH, tại ngày 01/04/2010, mức nước hoạt động hiện tại/mức nước bình thường tại các hồ Vĩnh Sơn (A, B, C) và hồ Sông Hình lần lượt như sau: 774.43/775, 824.06/826, 976.29/981, 206.97/209.

Sản lượng điện quý I 2010 giảm sút nhiều so với cùng kỳ.

Do mức nước thấp hơn bình thường nên sản lượng điện Quý I chỉ đạt trên 170 triệu kWh, giảm 35% so với cùng kỳ năm trước. Doanh thu và lợi nhuận cũng ghi nhận mức giảm tương ứng là 29% và 35%.

Ước tính kết quả cuối năm không tạo được tăng trưởng.

Bước vào cuối quý 2, khu vực miền Trung – Tây Nguyên đã bắt đầu có những đợt mưa lớn, tuy mức nước tại các hồ chưa đạt trung bình các năm trước nhưng có thể sự phục hồi này sẽ giúp công ty tăng sản lượng sản xuất và tiêu thụ cho 2 quý cuối năm. Dù vậy, theo đánh giá của chúng tôi, kết quả kinh doanh của VSH sẽ không được duy trì như mức năm 2009. Dự tính sản lượng điện thương phẩm cả năm sẽ vào khoảng 874 triệu kWh, doanh thu và lợi nhuận tương ứng giảm sút 1.96% và 11.24% so với năm 2009. EPS cuối năm vào khoảng 1,612 đồng.

Các dự án thủy điện mới đều chỉ trong giai đoạn đầu.

Khi điều kiện thời tiết thuận lợi, các nhà máy của VSH hầu như đã hoạt động hết công suất trong khi tiêu thụ điện năng ngày càng tăng dần. Để đáp ứng nhu cầu nâng năng suất và sản lượng điện, công ty đang tiến hành nhiều dự án lớn nhằm đưa tổng công suất lên tới 606 MW. Hiện nay các Dự án Thủy điện thượng Kon Tum (220 MW), nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn 2 (100 MW), nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn 3 (30 MW), Thủy điện Đồng Cam (120 MW) đều trong giai đoạn chuẩn bị và thi công theo đúng kế hoạch của công ty.

Công ty có kế hoạch huy động vốn trung và dài hạn cho các dự án.

Kế hoạch huy động vốn cho các dự án thủy điện được HĐQT công ty cân nhắc trong năm 2009, nhưng tình hình tài chính thế giới và trong nước chưa ổn định, việc phát hành trái phiếu và cổ phiếu khó thực hiện nên việc huy động vốn cho dự án ngắn hạn và Vĩnh Sơn 3 chủ yếu thông qua vay vốn ngân hàng phát triển Bình Định. Dự kiến tình hình tài chính sẽ dần đi vào ổn định trong năm 2010, theo kế hoạch, công ty sẽ phát hành trái phiếu để huy động vốn cho nhu cầu đầu tư năm 2011. Năm 2012 và 2013, công ty sẽ phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu nhằm tăng vốn. Việc phát hành vốn vay sẽ được tính toán nhằm đảm bảo tỷ lệ vốn vay/vốn chủ sở hữu là 40/60 cho năm 2014.

Thừa hưởng một số lợi thế so với các DN trong ngành.

Những lợi thế lớn của VSH là giá bán điện được Bộ công thương đồng ý tăng lên 6.8% từ 01/03/2010 có thể sẽ thuận lợi cho công ty trong việc đàm phán mức giá trong hợp đồng mới. Hơn nữa, công ty sắp khấu hao xong toàn bộ máy móc thiết bị, do đó, từ năm 2011, giá vốn giảm đáng kể sẽ giúp cho tỷ lệ lợi nhuận biên tăng cao.

BÁO CÁO TÀI CHÍNH CTCP TĐ VĨNH SƠN - SÔNG HINH

Đơn vị tính: triệu đồng

Kết quả kinh doanh	2006	2007	2008	2009	2010F
Doanh thu thuần	409,274	370,162	483,680	517,563	507,426
Giá vốn hàng bán	166,348	168,040	177,685	184,900	220,480
Lợi nhuận gộp	242,926	202,122	305,995	332,663	257,578
Chi phí bán hàng	-	-	-	-	-
Chi phí quản lý	4,985	7,606	10,168	14,921	12,042
Lợi nhuận tài chính	32,296	61,756	74,329	69,302	109,492
Lợi nhuận thuần HĐKD	270,237	256,272	370,156	387,044	355,028
Lợi nhuận khác	9	9	50	100	143
Lợi nhuận trước thuế	270,246	256,281	370,206	387,144	355,171
Thuế thu nhập	-	-560	-739	12,621	22,754
Lợi nhuận sau thuế	270,246	256,841	370,945	374,523	332,418
EPS	2,179	1,868	2,698	1,816	1,612

Bảng cân đối kế toán	2006	2007	2008	2009	2010F
<u>Tổng tài sản</u>	1,884,042	2,459,449	2,483,250	2,580,950	2,607,741
Tài sản ngắn hạn	161,941	833,438	993,925	1,159,173	1,132,645
Tiền	52,759	228,784	47,989	196,281	203,642
Khoản phải thu	25,435	70,558	99,350	156,618	92,492
Hàng tồn kho	25,238	23,362	20,832	20,526	21,296
Đầu tư dài hạn	9,813	10,419	9,969	13,538	14,046
Tài sản cố định	1,711,905	1,614,584	1,478,057	1,406,167	1,458,901
<u>Tổng nợ</u>	546,436	437,163	340,832	316,335	328,198
Nợ ngắn hạn	125,871	123,156	115,838	67,077	69,593
khoản phải trả	125,871	21,877	11,616	36,159	37,515
Nợ dài hạn	420,566	314,007	224,994	249,258	258,606
Nợ khác	-	-	-	-	-
<u>Vốn chủ sở hữu</u>	1,337,605	2,022,286	2,142,418	2,264,615	2,349,543
Vốn điều lệ	1,250,000	1,374,943	1,374,943	2,062,412	2,062,412
Lợi nhuận giữ lại	96,470	260,966	309,637	162,824	247,752
<u>Nguồn vốn</u>	1,884,042	2,459,449	2,483,250	2,580,950	2,677,741

Lưu chuyển tiền tệ	2006	2007	2008	2009	2010F
<u>Dòng tiền từ HĐKD</u>	362,166	292,321	433,242	414,129	931,374
Lợi nhuận sau thuế	270,246	256,841	370,945	374,523	332,418
Khấu hao	146,974	147,477	151,292	151,512	128,013
Thay đổi về vốn kinh doanh	-53,426	-110,628	-85,820	-109,548	473,255
Tiền mặt kinh doanh khác	-1,628	-1,369	-3,175	-2,358	-2,312
<u>Dòng tiền đầu tư</u>	21,313	-423,448	-265,318	43,382	-120,532
Chi vốn đầu tư	-44,218	-41,337	-15,281	-98,566	-14,365
FCF	317,948	250,984	417,961	315,563	917,009
Đầu tư bằng nguồn tiền khác	65,531	-382,111	-250,037	141,948	-106,167
<u>Dòng tiền hoạt động tài chính</u>	-340,039	307,152	-348,719	-309,219	-803,481
Chi cổ tức	-236,177	-74,931	-247,440	247,487	-309,362
Chi quản lý tài chính khác	-103,862	382,083	-101,279	-556,706	-494,119
Phát sinh tiền mặt trong kỳ	43,440	176,025	-180,795	148,292	7,361
Tiền mặt đầu kỳ	9,319	52,759	228,784	47,989	196,281
Tiền mặt cuối kỳ	52,759	228,784	47,989	196,281	203,642

Phân tích tỷ lệ	2006	2007	2008	2009	2010F
Tăng trưởng					
Doanh thu	109.02%	-9.56%	30.67%	7.01%	-1.96%
Lợi nhuận gộp	123.55%	-16.80%	51.39%	8.72%	-22.57%
Lợi nhuận kinh doanh	206.66%	-5%	44.44%	4.56%	-8.27%
Lợi nhuận sau thuế	206.67%	-4.96%	44.43%	0.96%	-11.24%
Khả năng sinh lợi					
Tỷ lệ lợi nhuận gộp biên	59.36%	54.60%	63.26%	64.27%	50.76%
Tỷ lệ LN HĐKD/doanh thu	66.03%	69.23%	76.53%	74.78%	69.97%
Tỷ lệ lãi sau thuế/doanh thu	66.03%	69.39%	76.69%	72.36%	65.51%
ROA	14.34%	10.44%	14.94%	14.51%	12.75%
ROE	20.20%	12.70%	17.31%	16.54%	14.15%
Cơ cấu nguồn vốn					
Tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu	29.00%	17.77%	13.73%	12.26%	12.59%
Tỷ lệ Nợ/ Tổng tài sản	6.68%	5.01%	4.66%	2.60%	2.60%
Tỷ lệ Nợ NH/Tổng nợ	8.60%	33.89%	40.03%	44.91%	43.43%
Phân tích tỷ lệ khác					
Số ngày tồn kho	23	23	16	14	15
Số ngày phải thu	23	70	75	110	67
Số ngày phải trả	276	48	24	71	62

KHUYẾN CÁO

Nội dung bản tin này do Công ty Cổ phần Chứng khoán Miền Nam (MNSC) cung cấp chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin đều được thu thập từ các nguồn tin đáng tin cậy, nhưng MNSC không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác của thông tin và không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ vấn đề nào liên quan đến việc sử dụng bản tin này.

Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chứ không mang tính chất mời chào mua hay bán và nắm giữ bất cứ cổ phiếu nào.

Báo cáo này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Miền Nam (MNSC). Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích nào nếu không có sự đồng ý của MNSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích – Công ty cổ phần chứng khoán Miền Nam

Địa chỉ: 28 – 30 – 32 Nguyễn Thị Nghĩa, Q.1, Tp.HCM.

Tel: (848) 2556518 – Fax (848) 2556519

Email: info@miennamstocks.com.vn

Website : www.mnsc.vn