



## CTCP THỦY ĐIỆN VĨNH SƠN—SÔNG HÌNH

Đ/c: Số 21, Nguyễn Huệ, Tp.  
Quy Nhơn, tỉnh Bình Định

Website: [www.vshpc.evn.com.vn](http://www.vshpc.evn.com.vn)

Mã chứng khoán: VSH

Sàn giao dịch: HoSE

Ngành: Điện năng

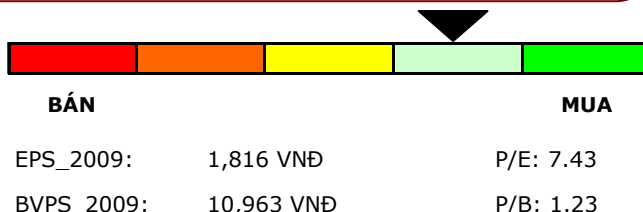
Lĩnh vực: SXKD nhiệt điện, cung cấp  
lưới điện cho quốc gia

### Khuyến nghị: MUA VÀO

Giá mục tiêu: 15,585 VNĐ

Giá hiện tại: 12,600 VNĐ

VnIndex(29/07/2010): 491.11 điểm (+0.11)



EPS\_2009: 1,816 VNĐ

P/E: 7.43

BVPS\_2009: 10,963 VNĐ

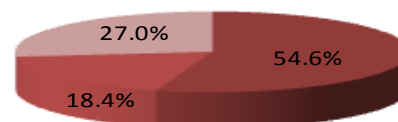
P/B: 1.23

### THÔNG TIN CƠ BẢN VỀ CÔNG TY

#### Lĩnh vực hoạt động chính

- Sản xuất và kinh doanh điện năng.
- Quản lý, vận hành và bảo dưỡng các nhà máy thủy điện
- Tư vấn, quản lý dự án và giám sát thi công các dự án xây dựng nhà máy thủy điện.
- Kinh doanh vật tư thiết bị trong lĩnh vực điện

#### Cơ cấu cổ đông tại 13/07/2010



- Sở hữu nhà nước
- Sở hữu nước ngoài
- Sở hữu khác

#### Chỉ tiêu tài chính

Đơn vị: Triệu đồng

Chỉ tiêu tài chính	2008	2009	2010Q1
Doanh thu thuần	483,680	517,563	98,753
Lợi nhuận gộp	305,995	332,663	54,036
Lợi nhuận SXKD	369,831	380,567	78,344
LNST	370,945	374,523	78,377
Tổng tài sản	2,483,250	2,580,949	2,631,527
Vốn chủ sở hữu	2,141,120	2,261,116	2,335,845
ROA	14.94%	14.51%	2.98%
ROE	17.31%	16.54%	3.35%
EPS (VNĐ)	2,698	1,816	380
Book value (VNĐ)	15,572	10,963	11,330

#### Những nét nổi bật

- Tình hình thủy văn không thuận lợi, hạn hán kéo dài trong những tháng đầu năm 2010 đã gây sụt giảm sản lượng điện của công ty, doanh thu giảm so với cùng kỳ những năm trước.
- Lãi suất có xu hướng giảm trong những tháng cuối năm sẽ làm giảm doanh thu tài chính của VSH.
- Nguồn đầu tư tài chính ngắn hạn lớn có thể gây rủi ro về hiệu quả sử dụng vốn cho một công ty chuyên sản xuất điện như VSH.
- Mùa mưa đã bắt đầu, sản lượng và doanh thu có khả năng tăng cao trong 2 quý cuối năm, dự báo giá VSH sẽ đạt 15,585 VNĐ.

#### Thông tin chính liên quan

Ngày	Tin tức	Nguồn
13/07/2010	VSH: Tổ chức ĐHĐCĐ thường niên 2010	<a href="http://www.cafef.vn">www.cafef.vn</a>
02/06/2010	VSH: 5 tháng doanh thu từ điện đạt 193.5 tỷ đồng	<a href="http://www.tvsi.com.vn">www.tvsi.com.vn</a>
13/05/2010	VSH: Tạm hoãn tổ chức ĐHĐCĐ thường niên 2010	<a href="http://www.cafef.vn">www.cafef.vn</a>

Hệ thống số liệu của TVSI được áp dụng theo tiêu chuẩn của quốc tế

## TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

### Thông tin mực nước tại các hồ của VSH tính đến ngày 14/7/2010

Hồ A Vĩnh Sơn	765.06 m
Hồ B Vĩnh Sơn	814.18 m
Hồ C Vĩnh Sơn	972.14 m
Hồ Sông Hình	196.7 m

**CTCP thủy điện Vĩnh Sơn—Sông Hình (VSH) là một trong những công ty có năng lực hoạt động lớn nhất miền Trung.** Vì hoạt động trong ngành điện lực, không chịu tác động lớn từ các biến động của nền kinh tế nên hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty năm 2009 vẫn tương đối ổn định. Sản lượng điện sản xuất ra đạt hơn 473.08 triệu kWh tính từ đầu năm, doanh thu từ việc bán điện đạt 241.99 tỷ đồng- chiếm hơn 99% trong cơ cấu doanh thu. Cuối tháng 5 vừa qua, VSH và EVN đã có một cuộc thương thảo về hợp đồng giá bán điện mới từ 2008-2012 nhưng vẫn chưa có kết quả cuối cùng, doanh thu vẫn được tạm tính bằng 90% giá bán điện

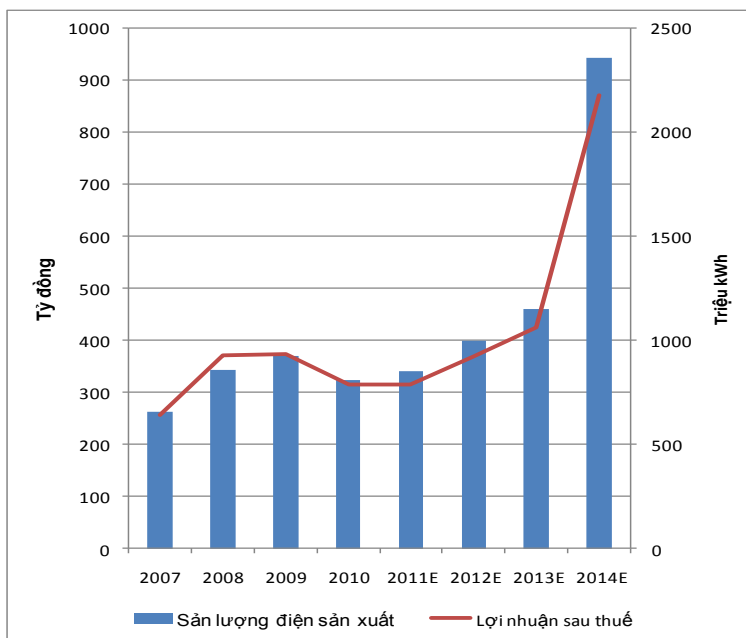
của hợp đồng cũ. Nếu việc thương thảo thành công, và giá bán điện tăng lên thì doanh thu và lợi nhuận nửa đầu năm 2010 sẽ tăng lên khi được hạch toán luôn vào kết quả kinh doanh.

**Bảng: Sản lượng và LNST hàng năm của VSH, dự báo tới năm 2014**

Hiện nay VSH đang tập trung thực hiện các dự án đầu tư lớn như dự án thủy điện Thượng Kon Tum, dự án Vĩnh Sơn 2,3 với số vốn đầu tư lớn, chỉ tính riêng cho dự án Thượng Kon Tum đã lên tới 5,740 tỷ đồng. Do đó, để huy động vốn cho các dự án này công ty đã tiến hành vay nợ của các tổ chức tài chính quốc tế lên tới hơn 34.65 triệu USD. Tuy các khoản vay này không tính lãi song hàng năm vẫn phải trả nợ gốc bằng USD. Do vậy, chính sách tỷ giá sẽ ảnh hưởng không nhỏ tới kết quả kinh doanh của VSH. Đồng thời để tiếp tục hỗ trợ cho dự án Thượng Kon Tum, công ty cũng đưa ra phương án phát hành trái phiếu doanh nghiệp kỳ hạn 5 năm với giá trị phát hành 1,000 tỷ đồng. Đối với các khoản nợ dài hạn bằng ngoại tệ tại chi nhánh ngân hàng phát triển Phú Yên, công ty sẽ phải gánh chịu rủi ro tiềm ẩn do tác động của tỷ giá.

Sản lượng của VSH phụ thuộc khá nhiều vào tình hình thủy văn mà vị trí địa lý của VSH đã tạo nên 1 đặc điểm khá khác biệt so với các công ty cùng ngành. Đó là VSH có 3 năm tình hình thủy văn thuận lợi hơn, và 3 năm sau không tốt bằng. Hiện tại, chu kỳ 3 năm thuận lợi của VSH đã kết thúc và năm 2010 là năm đầu tiên bước vào chu kỳ khó khăn. Điều này cũng được thể hiện qua kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm, hạn hán xảy ra khiến sản lượng điện sản xuất sụt giảm, doanh thu sản xuất điện từ đầu năm đến nay đạt 488.64 tỷ đồng. Bên cạnh đó, mùa mưa của VSH lệch so với mùa mưa của các tỉnh miền Bắc (vào những tháng cuối năm), lượng mưa dồi dào sẽ góp phần tăng sản lượng cho VSH trong 2 quý cuối năm. Chính vì thế mà chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận năm 2010 giảm so với năm 2009 nhưng không nhiều. Hai năm tiếp theo sản lượng không đạt cao như những năm thuận lợi về thời tiết của VSH, song nếu dự án Vĩnh Sơn 3 đi vào hoạt động sẽ bổ sung cho công ty thêm 100 triệu kWh điện. Do đó, sản lượng điện năm 2012 dự báo vào khoảng 1 tỷ kWh điện. Từ năm 2013 trở đi, VSH lại bắt đầu chu kỳ thủy văn thuận lợi, chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng sản lượng thấp hơn so với tốc độ tăng trưởng trung bình của ngành, ở mức 15% so với 2012 nên sản lượng năm 2013 đạt 1.15 tỷ kWh. Năm 2014 đánh dấu mốc quan trọng khi 3 dự án Thượng Kon Tum, Đồng Cam và Vĩnh Sơn 2 hoàn thành, sản lượng điện tăng đột biến lên 2.36 tỷ kWh.

Cuối năm 2009 công ty cũng đã thành lập và đi vào hoạt động công ty tư vấn và dịch vụ kỹ thuật VSH với vốn điều lệ 5 tỷ đồng do VSH nắm giữ 100% vốn. Hoạt động kinh doanh chính của công ty mới này là tư vấn khảo sát thiết kế nhà máy điện có công suất nhỏ hơn 110 MW và đường dây tải điện, trạm biến áp 110V; tư vấn giám sát công trình điện và nhà máy điện có công suất nhỏ hơn 300 MW...



## TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

### So sánh với DN cùng ngành trong Q1/2010

Khả năng thanh toán	VSH	TBC	SJD
KN thanh toán hiện hành	27.73	10.99	0.21
KN thanh toán nhanh	27.29	10.42	0.16
KN thanh toán bằng tiền	23.30	8.62	0.00
Hiệu suất sử dụng tài sản			
Vòng quay hàng tồn kho	2.26	0.98	1.40
Vòng quay TSCĐ	0.07	0.03	0.05
Vòng quay tổng tài sản	0.04	0.02	0.04
Cơ cấu vốn			
Nợ phải trả/NVCSH	12.58%	7.21%	126.11%
Nợ phải trả/Tổng Tài sản	11.17%	6.72%	55.77%
Khả năng sinh lời			
Lợi nhuận biên gộp	54.72%	6.89%	65.00%
LN biên trước thuế	79.37%	3.42%	38.41%
Lợi nhuận biên sau thuế	79.37%	3.42%	34.57%
ROA	2.98%	0.06%	1.46%
ROE	3.35%	0.06%	3.29%
Lợi ích cổ đông			
Bookvalue	11.33	12.35	15.75
EPS trailing	1.64	1.51	3.93
P/E trailing (20/07/2010)	8.35	10.60	4.27
P/BV	1.21	1.29	1.07

### Chính sách trả cổ tức

Năm	Tỷ lệ trả cổ tức	Hình thức
2005	6.8%	Tiền mặt
2006	14%	Tiền mặt
2007	14%	Tiền mặt
2008	18%	Tiền mặt
2009	10%	Tiền mặt (VĐL 1,375 tỷ đồng)
	4%	Tiền mặt (VĐL 2,062 tỷ đồng)

Nguồn: BCTC công ty, TVSI tổng hợp

Hiện tại, **HDQT công ty vẫn tiếp tục đàm phán về hợp đồng giá bán điện mới trong những năm 2009-2014 với EVN khi phân lớn các cổ đông không thông qua giá bán điện 4 năm (2010-2013) do công ty đề xuất với EVN**, nên công ty đang duy trì mức giá bán điện năm 2009 bằng 90% giá bán điện trung bình của hợp đồng cũ. Ngành điện là 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**.

Với độ rủi ro không cao, tình hình hoạt động ổn định VSH thích hợp cho các NĐT dài hạn đầu tư. Còn đối với các NĐT ngắn hạn có thể xét tới tình mùa vụ, tình hình thời tiết cũng như giá bán điện có sự điều chỉnh để nắm bắt thời cơ đầu tư trong ngắn hạn một cách hiệu quả.

Trong quý I/2010, khả năng thanh toán của VSH khá cao (22.73 lần) phản ánh năng lực trả nợ ngắn hạn của công ty rất tốt.

Tuy nhiên khoản đầu tư tài chính ngắn hạn lớn trên 805.68 tỷ đồng sẽ tiềm ẩn rủi ro về việc sử dụng đồng vốn không hiệu quả đối với công ty chuyên sản xuất điện như VSH. Hiện công ty đang nắm giữ hơn 3 triệu cổ phiếu PPC, nhưng so với thời điểm nắm giữ ban đầu, giá cổ phiếu PPC đã giảm đáng kể. Nguồn thu từ 3 triệu cổ phiếu PPC này chủ yếu là cổ tức do PPC trả, song chính sách trả cổ tức của PPC thường không cao, có thời điểm không trả được cổ tức như năm 2008.

So với TBC và SJD, hàng tồn kho của VSH vẫn được tiêu thụ nhanh, chủ yếu là các nguyên vật liệu. Tuy nhiên, do tình hình sản xuất vẫn chưa có nhiều thuận lợi, công ty vẫn dành gần 8 tỷ đồng dự phòng giảm giá hàng tồn kho trong quý I/2010.

VSH quản lý khá tốt chi phí sản xuất nhằm tối đa hóa lợi nhuận. Trong khi chi phí giá vốn của TBC khá cao khiến khả năng sinh lời rất thấp hơn thì VSH sử dụng khá hợp lý các chi phí sản xuất của mình, đặc biệt chi phí giá vốn chỉ chiếm 45.28% doanh thu, còn TBC là 93.11%. Sở dĩ lợi nhuận biên sau thuế đạt cao 79.37% trong khi ROA và ROE quý I/2010 lần lượt là 2.98% và 3.35% - thấp là do tỷ trọng TSCĐ/TTS lớn (52.33%) trong khi hiệu suất sử dụng TSCĐ ở mức thấp 0.07% khi hiệu suất của các tổ máy không cao.

**Năm 2009, công ty đã trả cổ tức bằng tiền mặt và phát hành cổ phiếu thưởng** tăng vốn điều lệ lên hơn 206 tỷ đồng. Hơn 68.7 triệu cổ phiếu thưởng đã được niêm yết trên sàn Hồ Chí Minh (HSX) vào ngày 30/12/2009. Do tình hình thời tiết 2010 không thuận lợi, nên công ty đã hoãn họp ĐHCĐ 2010 tới ngày 23/7 và hiện đã có kế hoạch kinh doanh cụ thể cho năm 2010.

### Định giá cổ phiếu

<i>ĐVT: tỷ đồng</i>	<b>VSH</b>	<b>TBC</b>	<b>SJD</b>	<b>KHP</b>	<b>NLC</b>	<b>RHC</b>
<i>GTVH</i>	<b>2,804.88</b>	1,047.75	599.18	494.46	114.50	80.00
<i>Tỷ trọng GTVH</i>	<b>54.56%</b>	20.38%	11.66%	9.62%	2.23%	1.56%
<i>Giá (14/07/2010)</i>	<b>13.6</b>	16.5	16.7	11.9	22.9	25.0
<i>P/E điều chỉnh</i>	<b>7.49</b>	8.08	5.37	9.82	4.33	5.98
<i>P/E thành phần</i>	<b>4.09</b>	1.65	0.63	0.94	0.10	0.09
<i>P/B</i>	<b>1.24</b>	1.34	1.32	1.93	1.17	1.11
<i>P/B thành phần</i>	<b>0.68</b>	0.27	0.15	0.19	0.03	0.02

**Nguồn: BCTC Q1/2010 các công ty, TVSI tổng hợp**

Dưới đây chúng tôi tiến hành định giá cho cổ phiếu VSH theo hai phương pháp là P/E và P/BV.

#### Phương pháp P/E:

Như đã phân tích ở trên, chúng tôi không kỳ vọng cao vào kết quả kinh doanh của VSH trong năm nay khi hạn hán kéo dài gây ảnh hưởng trực tiếp đến sản lượng và doanh thu của công ty. Thời điểm hiện tại đã bắt đầu vào mùa mưa, dự kiến sản lượng điện và doanh thu những tháng cuối năm sẽ khả quan hơn, song không cao như những năm trước. Chúng tôi dự báo doanh thu từ điện cả năm 2010 của VSH đạt 456.59 tỷ đồng, sản lượng điện cả năm ước đạt 810 triệu kWh.

Tỷ giá năm nay khá ổn định cùng mục tiêu tăng trưởng tín dụng đạt 25% nên lãi suất cơ bản những tháng cuối năm có xu hướng giảm cùng với mức lãi suất trước đó vẫn duy trì ở mức thấp hơn năm 2009. Do đó, doanh thu từ hoạt động tài chính của VSH năm 2010 cũng giảm, ước khoảng 62.29 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế cả năm 2010 của VSH là 314.28 tỷ đồng với giá định giá bán điện vẫn đang ở mức 90%. EPS dự báo đạt 1,524 VNĐ (với số lượng cổ phiếu lưu hành hơn 206 triệu CP), P/E điều chỉnh hiện tại là 10.x, giá cổ phiếu VSH sẽ là 15,240 VNĐ.

#### Phương pháp P/B:

P/B trung bình của các cổ phiếu trên là 1.33, giá trị sổ sách kỳ vọng của VSH là 11,980 VNĐ, thì mức giá mong đợi của cổ phiếu VSH sẽ vào khoảng 15,930 VNĐ

#### Kết luận

Tổng hợp các phương pháp trên theo tỷ lệ P/E:P/B=50:50, chúng tôi ước lượng được giá trung bình của cổ phiếu VSH vào khoảng **15,585 VNĐ**.

**Giá cổ phiếu hiện tại của VSH đang ở mức 12,600 VNĐ, và theo nhận định của chúng tôi thì NĐT nên cân nhắc nắm giữ hoặc mua vào cổ phiếu VSH.**

## **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 Nghiên cứu và Tư vấn Đầu tư**

Th.s Hoàng Thị Thanh Thùy

### **Chuyên viên phân tích:**

Phan Hoàng Diêu

Email: [dieuph@tvsi.com.vn](mailto:dieuph@tvsi.com.vn)

## **Sản phẩm phòng Nghiên cứu và Tư vấn đầu tư**

### **• Báo cáo thường xuyên**

Thông tin cập nhật 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