

Nguyễn Mạnh Tú
Chuyên viên phân tích
Email: Tu.NguyenManh@tls.vn

CTCP THỦY ĐIỆN VĨNH SƠN – SÔNG HÌNH

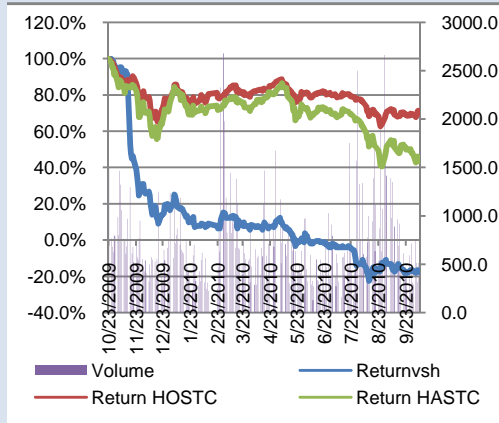
17/11/2010

Mã: **VSH- Sàn: HSX**
Ý kiến phân tích: **MUA**
Giá mục tiêu: **13,966 VND**

THỐNG KÊ CỔ PHIẾU

Giá ngày 17/11/2010	10,800 VND
Ngành: Điện – Năng lượng	
Mô hình kinh doanh: Đầu tư – xây dựng – khai thác	
Thủy điện	
Niêm yết từ	07/18/2005
Số cổ phiếu lưu hành	206,241,387
Số cổ phiếu thực tế giao dịch	131,238,129
Vốn hóa (tỷ VND)	2,413
Giá cao 52 tuần (VND)	44,900
Giá thấp 52 tuần (VND)	11,000
KLGD trung bình 10 ngày	870,220
% Thay đổi giá 1 tháng	7.14%
% Thay đổi giá 3 tháng	12.9%
% Thay đổi giá 6 tháng	145.16%
% Thay đổi giá 12 tháng	87.74%
% Sở hữu nước ngoài	16.8%
% Giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Beta 52 tuần	0.84
Nguồn: TLS	

Đồ thị : so sánh mức sinh lời của VSH với HSX và HNX

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH (Tỷ VND)**

	2008	2009	2010E
Tài sản	2,483	2,524	2,689
Vốn sở hữu	2,142	2,213	2,325
Doanh thu	483.7	517.56	450.2
EBIT	295.87	317.84	248.1
LNST	370.6	374.5	317.4
EPS	2,696	2,179	1,539
Cổ tức (VND)	600	2,400	1,000
PE (x)	10.3	9.68	6.7
PB (x)	1.8	1.42	1.17
%Tăng doanh thu	30.7%	-3.7%	-13%
% Tăng EPS	38.2%	-30%	-29%
% Lãi biên gộp	63.6%	64.3%	58.2%
% Lãi biên ròng	76.5%	72.4%	70.5%
ROA	14.9%	14.8%	11.8%
ROE	17.3%	16.9%	13.7%
Lãi cổ tức	2.14%	14.11%	7.16%

Nguồn : VSH, TLS

Chúng tôi định giá VSH ở mức 13,966 đồng/cp, cao hơn 29.3% so với giá đóng cửa ngày 17/11. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu này với hai điểm nhấn quan trọng là (i) ngành điện có tiềm năng phát triển lớn và (ii) tăng trưởng lợi nhuận do nâng sản lượng và công suất và giảm chi phí khấu hao.

GIỚI THIỆU CÔNG TY

Công ty cổ phần Thủy Điện Vĩnh Sơn – Sông Hình là tên gọi được đổi từ tháng 7/2000 của Nhà máy Thủy Điện Vĩnh Sơn trực thuộc Công Ty Điện lực III. Công ty có 4 tổ máy hoạt động, cung cấp sản lượng điện hơn 600 triệu KWh vào lưới điện quốc gia hằng năm. Tính ở thời điểm hiện tại, công ty cung cấp khoảng 0.9% công suất phát điện và 1.1% sản lượng điện thương phẩm quốc gia.

Trong lĩnh vực chính là sản xuất và kinh doanh điện, sản lượng điện năm 2009 đạt 923.81 triệu KWh, với doanh thu năm 2009 là 606.25 tỷ đồng tăng 118.63% so với kế hoạch đề ra.

Cuối năm 2009, công ty phát hành cổ phiếu thưởng tỷ lệ 2 : 1, tăng vốn điều lệ lên 2,062 tỷ đồng. Việc mở rộng hồ C của nhà máy Vĩnh Sơn góp phần nâng tổng sản lượng lên thêm 78 triệu KWh, ngoài ra công ty còn được chấp thuận chủ trương đầu tư một số dự án thủy điện khác.

DIỄN BIẾN MỚI

Kết quả sản xuất kinh doanh quý 3: sản lượng điện sản xuất quý 3 đạt 162,83 triệu KWh, lũy kế 9 tháng đạt 610,15 triệu KWh giảm 10,7% so với cùng kỳ 2009. Doanh thu điện tính đến hết tháng 9 đạt 300,04 tỷ giảm 11,37% so với 9 tháng 2009, trong đó quý đạt 68,96 tỷ đồng, nhưng chỉ tính tạm thời bằng 90% hợp đồng cũ.

Mức nước tại các hồ chứa trong năm 2010 đều thấp hơn mức nước hoạt động bình thường: Theo quan sát của chúng tôi, mức nước của cả 3 hồ của Vĩnh Sơn (A,B,C) và 1 hồ của Sông Hình trong năm 2010 đều ở dưới mức nước hoạt động bình thường. Cụ thể mức nước hiện tại/mức nước hoạt động bình thường của 4 hồ lần lượt là: 774.04/775, 820.3/826, 975.35/981, 207.77/209 (1/11/2010). Mức nước năm nay thấp hơn so với năm 2009, dẫn tới sản lượng điện trong kỳ cũng kém hơn năm trước.

Hợp đồng bán điện mới với EVN: Quá trình đàm phán với EVN vẫn chưa ngã ngũ. Hiện VSH vẫn tạm tính doanh thu với giá bán bằng 90% so với giá hợp đồng cũ

Tình hình đầu tư: Dự án thủy điện Thượng Kon Tum (220MW), dự án thủy điện Vĩnh Sơn 2 và 3 (96MW) hiện đang thi công phần hạ tầng đường lộ. Dự kiến dự án Vĩnh Sơn 3 sẽ hoàn thành và đi vào vận hành vào quý 4/2011. Dự án Thượng Kon Tum sẽ hoàn thành năm 2014

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Là một đơn vị lớn trong ngành điện với tổng sản lượng điện lên đến hơn 900 triệu KWh/năm 2009, tương đương 2.4% công suất quốc gia. Trong khi đó, nhu cầu điện năng phục vụ cho hoạt động sản xuất và tiêu dùng tăng nhanh với tốc độ 16-17%/năm. Năm 2010, dự báo nhu cầu điện có thể tăng 17.5%. Đây là cơ sở tạo tiền đề cho doanh thu bán điện của công ty tăng trưởng ổn định và có thể đột biến.

Một điểm nhấn quan trọng là công ty sắp khấu hao xong toàn bộ thiết bị máy móc của nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hình. Theo ước tính của chúng tôi, bắt đầu năm 2011 VSH có thể có lợi nhuận hoạt động cao hơn do giảm 34 tỷ đồng tiền khấu hao.

Việc đang đàm phán ký lại hợp đồng mua bán điện mới với EVN mở ra khả năng tăng doanh thu và lợi nhuận nếu giá bán mới được tăng lên. Chúng tôi kỳ vọng VSH có thể tăng được 5% giá bán cho EVN năm 2010 vì cung không đủ cầu.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh PE và PB để định giá cổ phiếu VSH và sử dụng mô hình 3 kịch bản để tính thu nhập trên 1 cổ phiếu của doanh nghiệp. Chúng tôi định giá cổ phiếu VSH là 13.966 đ/cp dựa trên giả định PE và PB cho năm 2010 là 8 và 1.4 lần. Chúng tôi cũng lưu ý rằng đây là đánh giá thận trọng bởi VSH là một cổ phiếu ưa thích của khối nhà đầu tư nước ngoài. PE của nhóm cổ phiếu ngành sản xuất điện tại thị trường thế giới hiện ở mức 12.4 (Yahoo Finance).

RỦI RO CHÍNH

Những rủi ro chính với công ty là điều kiện tự nhiên, thỏa thuận mua bán điện với EVN và tỷ giá hối đoái.

TỔNG HỢP TÀI CHÍNH

Đơn vị: Tỷ đồng

Mô hình lợi nhuận	2009	2010E	2011E	2012E
Doanh thu thuần	517.6	450.3	472.8	588.6
Giá vốn hàng bán	-184.9	-188.1	-197.5	-245.9
Lợi nhuận gộp	332.7	262.2	275.3	342.8
Biên lợi nhuận gộp	64.3%	58.2%	58.2%	58.2%
Thu nhập hoạt động khác	0.1	0.0	0.0	0.0
Chi phí bán hàng	0.0	0.0	0.0	0.0
Chi phí QLDN	-14.9	-14.0	-14.8	-18.4
Chi phí hoạt động khác	0.0	0.0	0.0	0.0
Lợi nhuận trước thuế&lãi vay	317.8	248.1	260.6	324.4
Thu nhập từ đầu tư	82.1	98.7	50.0	10.0
Lãi vay ròng	-19.3	-18.7	-66.0	-64.4
Thu nhập ròng từ tài chính	62.8	80.0	-16.0	-54.4
Lợi nhuận trước thuế	380.7	328.2	244.6	270.0
Thuế thu nhập	12.6	10.7	12.2	13.5
%Thuế	3.3%	3.3%	5.0%	5.0%
Lợi nhuận sau thuế	374.5	317.5	232.4	256.5
Cổ tức trả (VND/cổ phiếu)	0.0	0.0	0.0	0.0
Lợi nhuận giữ lại	65.2	111.2	67.4	91.5
Số cổ phiếu bình quân (m)	171.9	206.2	206.2	206.2
Số cổ phiếu cuối năm (m)	206.2	206.2	206.2	206.2
Thu nhập/cổ phiếu (VND)	2.179	1.539	1.127	1.244
Cổ tức cổ phiếu thường (VND)	1.500	1.000	0.800	0.800
%Cổ tức/Thu nhập	68.8%	65.0%	71.0%	64.3%
Báo cáo dòng tiền	2009	2010E	2011E	2012E
Lợi nhuận ròng	374.5	317.5	232.4	256.5
Điều chỉnh tăng giảm:	0.0	0.0	0.0	0.0
Khấu hao	151.0	151.7	151.7	190.8
Thay đổi hàng tồn kho	0.3	-2.5	-0.1	-5.6
Thay đổi khoản phải thu	-0.4	11.4	-5.3	-21.5
Thay đổi khoản phải trả	18.4	-7.6	0.4	9.7
Dòng tiền từ hoạt động KD	543.9	470.4	379.1	429.9
Thay đổi TSCĐ hữu hình	-79.9	-5.0	0.0	-750.0
Thay đổi đầu tư ngắn hạn	40.0	0.0	0.0	0.0
Thay đổi đầu tư dài hạn	-3.6	-57.6	-350.0	50.0
Dòng tiền từ hoạt động Đ.Tư	-43.5	-62.6	-350.0	-700.0
Cổ phần phát hành	266.8	0.0	0.0	0.0
Thay đổi các quỹ khác	2.2	0.0	0.0	0.0
Thay đổi các khoản nợ vay	-73.3	0.0	0.0	0.0
Thay đổi nợ dài hạn	24.3	62.0	946.0	-31.5
Chia cổ tức cho cổ đông	-572.1	-206.2	-165.0	-165.0
Dòng tiền hoạt động T.chính	-352.1	-144.2	781.0	-196.5
Dòng tiền thuần	148.3	263.6	810.1	-466.6
Tiền mặt đầu kỳ	48.0	196.3	459.9	1270.0
Tiền mặt cuối kỳ	196.3	459.9	1270.0	803.4
Dòng tiền thuần dự phóng				
Lợi nhuận ròng	374.5	317.5	232.4	256.5
Cộng thêm chi phí khấu hao (-) tăng TSLĐ, không kể tiền mặt	-0.1	8.9	-5.4	-27.2
(+) tăng VNNH	-54.9	-7.6	0.4	9.7
(-) tăng nguyên giá TSMMTB	-8.4	-5.0	0.0	-750.0
Dòng tiền thuần cho cổ đông (FCFE)	462.2	465.4	379.1	-320.1

Bảng Cân Đối	2009	2010E	2011E	2012E
Tài sản ngắn hạn				
Tiền & tương đương tiền	196.3	459.9	1270.0	803.4
Đầu tư tài chính	785.7	785.7	785.7	785.7
Khoản phải thu	99.7	88.4	93.7	115.2
Hàng tồn kho	20.5	23.0	23.1	28.7
Chi phí trả trước, TSNH khác	0.1	0.1	0.1	0.1
Tổng tài sản ngắn hạn	1102.3	1357.0	2172.5	1733.1
Tài sản máy móc thiết bị				
Nguyên giá	2905.6	2910.6	2910.6	3660.6
Trừ khấu hao lũy kế	-1626.3	-1778.0	-1929.7	-2120.5
Tài sản máy móc thiết bị ròng	1279.3	1132.6	980.9	1540.1
Tài sản dài hạn khác	142.4	200.0	550.0	500.0
Tổng Tài Sản	2524.0	2689.7	3703.5	3773.2
Vay nợ ngắn hạn				
Vay ngắn hạn	30.9	30.9	30.9	30.9
Khoản phải trả	29.7	22.3	22.6	32.3
Nợ khác	0.3	0.2	0.2	0.3
Tổng vay nợ ngắn hạn	61.0	53.3	53.7	63.5
Vay nợ dài hạn	249.3	311.3	1257.3	1225.8
Vốn chủ sở hữu	2213.8	2325.1	2392.5	2484.0
Cổ phiếu thường	2062.4	2062.4	2062.4	2062.4
Quỹ đầu tư phát triển	21.5	21.5	21.5	21.5
Lợi nhuận giữ lại	112.0	223.3	290.7	382.2
Cổ phiếu Quỹ	17.9	17.9	17.9	17.9
Nguồn ngân sách & quỹ khác				
Tổng vay nợ & VCSH	2524.0	2689.7	3703.5	3773.2
Tăng trưởng & tỷ suất (%)				
Tăng trưởng Doanh thu	7.0%	-13.0%	5.0%	24.5%
Tăng trưởng EBITDA	7.4%	-21.9%	5.0%	24.5%
Tăng trưởng EBIT	1.1%	-15.2%	-26.8%	10.4%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng				
Tăng trưởng EPS	-19.2%	-29.4%	-26.8%	10.4%
Tỷ suất LN gộp	64.3%	58.2%	58.2%	58.2%
Tỷ suất EBITDA	38.6%	44.9%	44.9%	44.9%
Tỷ suất EBIT				
Các chỉ số				
ROE	16.9%	13.7%	9.7%	10.3%
ROA	14.8%	11.8%	6.3%	6.8%
Số ngày hàng tồn kho	41	45	43	43
Số ngày khoản phải thu	42	71	71	70
Số ngày khoản phải trả				
Vay nợ ròng/VCSH	14.0%	15.7%	54.8%	51.9%
Độ che phủ lãi vay - EBIT(x)				
Định giá so sánh				
PE	9.68	6.7		
PB	1.42	1.17		
Lợi suất cổ tức	15%	8.5%		

Lưu ý: TSLĐ = tài sản lưu động; VNNH = vay nợ ngắn hạn; TSMMTB = Tài sản máy móc thiết bị; TSNH: Tài Sản Ngắn Hạn; VCSH: vốn chủ sở hữu; EBIT: lợi nhuận trước thuế và lãi vay; EBITDA: Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao

Nguồn: Chứng Khoán Thăng Long

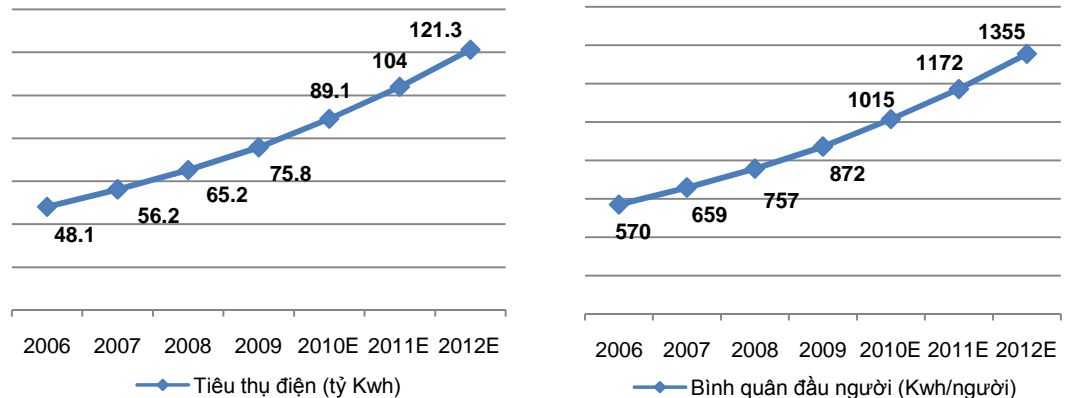
ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Nhu cầu lớn, nguồn cung chưa đáp ứng đủ, Việt Nam vẫn đang thiếu điện.

Hiện nay nhu cầu điện năng phục vụ cho hoạt động sản xuất và tiêu dùng tăng nhanh với tốc độ 16-17%/năm. Năm 2010, dự báo nhu cầu điện có thể tăng 17.5% gây thiếu hụt điện vào mùa khô.

Trong khi đó, Sản lượng điện sản xuất tăng với tốc độ giảm dần, giai đoạn 2004 – 2008 tăng với tốc độ 17%/năm, năm 2010 dự báo ở mức 11%/năm tới năm 2020 khoảng 9,5%/năm

Nhu cầu tiêu thụ điện cả nước và tiêu thụ điện bình quân đầu người giai đoạn 2006 – 2012:



Nguồn: EIU

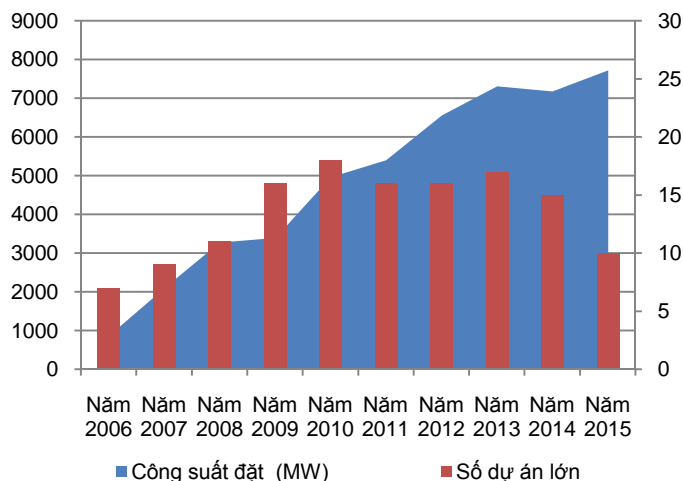
Kế hoạch sản lượng điện cả nước giai đoạn 2007 – 2020

Chi tiêu	Đơn vị	Năm 2007	Năm 2010	Năm 2020
Sản lượng	Tỷ Kwh	57.5	88.5 - 93	210 - 250
Tốc độ tăng trưởng	%	16	11	9.5

Nguồn: Tổng cục thống kê

Chủ trương của Chính phủ đẩy mạnh đầu tư các dự án điện để cung ứng đủ nhu cầu.

Theo quy hoạch phát triển điện lực quốc gia giai đoạn 2006 – 2015 được Thủ tướng chính phủ phê duyệt (gọi tắt là quy hoạch điện VI), trong giai đoạn 2006-2010, chủ trương của Chính phủ là gấp rút đầu tư và đưa vào vận hành 61 dự án nguồn điện với tổng công suất dự kiến là 14.581 MW. Hiện nay cả nước có trên 30 nhà máy điện lớn và hàng chục nhà máy điện nhỏ đang tham gia phát điện với tổng công suất toàn hệ thống là 12.000 MW. Như vậy tổng công suất hiện nay vẫn chưa đạt kế hoạch đề ra. Đây là tiềm năng phát triển của các Công ty trong ngành điện nói chung và VSH nói riêng.

Hình: Kế hoạch công suất và dự án đưa vào vận hành giai đoạn 2006 – 2015

Nguồn: Quy hoạch điện VI

Cũng theo quy hoạch, giai đoạn 2011 – 2015 sẽ có 74 dự án đưa vào hoạt động với tổng công suất lên đến 34.163 MW, trong đó dự án thủy điện Thượng Kon Tum của VSH là 1 trong những dự án nằm trong quy hoạch đưa vào sử dụng năm 2014

Tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận từ việc giảm chi phí.

Công ty có ưu thế là sắp khấu hao xong toàn bộ phần thiết bị máy móc của nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh. Theo tính toán, mỗi năm chi phí khấu hao của VSH khoảng 152 tỷ đồng, và phần này sẽ giảm đi khoảng 34 tỷ từ năm 2011.

Khoản mục TSCDHH	Nhà cửa	Máy móc thiết bị	Phương tiện vận tải, truyền dẫn	Dụng cụ quản lý	Tổng
Nguyên giá tại 30/9/2010	2,048,486	827,854	23,342	7,093	2,906,775
Giá trị hao mòn lũy kế 2010E	68,188	82,947	1,229	236	152,600
Giá trị còn lại 2010E	1,069,381	48,012	4,142	5,566	1,127,101
Khấu hao 2011E	68,188	48,012	1,229	236	117,666
Tăng/Giảm		(34,934)			(34,934)

Nguồn: BCTC 3Q2010 VSH & TLS dự báo

Hợp đồng mua bán điện mới với EVN (PPA)

Việc đang đàm phán ký lại hợp đồng mua bán điện mới với EVN mở ra khả năng tăng doanh thu và lợi nhuận nếu giá bán mới được tăng lên trong điều kiện EVN vừa chính thức tăng giá điện bán lẻ sinh hoạt lên 6,8% bắt đầu từ 1/3/2010. Theo khung giá mua bán điện các dự án nguồn điện đang được áp dụng và tỷ giá liên ngân hàng hiện tại thì giá bán điện của VSH hiện nay đang ở gần cận dưới của khung giá. Cùng với hiện trạng cung chưa đủ cầu, chúng tôi tin rằng có nhiều lợi thế cho VSH trong việc đàm phán tăng giá trong hợp đồng mới

Khung giá điện trong tính toán kinh tế tài chính các nhà máy điện (VND/USD = 18.932)

Giá điện thanh cái của các nhà máy thủy điện có công suất > 30MW

	USD	VND	Giá VSH
Mùa khô	2.50 - 5.00 US cent/Kwh	473 – 947 VND/Kwh	580
Mùa mưa	2.00 - 4.70 US cent/Kwh	379 – 890 VND/Kwh	476

Giá điện thanh cái của các nhà máy thủy điện có công suất < 30MW

Mùa khô	2.70 - 5.20 US cent/Kwh	511 – 984 VND/Kwh
Mùa mưa	2.50 - 5.00 US cent/Kwh	473 – 947 VND/Kwh

Nguồn: QĐ 2014/QĐ-BCN & VSH

Tăng trưởng công suất và sản lượng từ các dự án mới:

Do nhà máy Vĩnh Sơn – Sông Hinh đã hoạt động hết công suất vì vậy công ty đang đẩy mạnh đầu tư vào các dự án mới để nâng công suất và sản lượng điện sản xuất. Tuy nhiên theo kế hoạch các dự án mới của VSH chỉ có thể đi vào hoạt động nhanh nhất từ cuối năm 2011, nâng tổng công suất của Công ty lên tới 606 MW. Cụ thể dự án Vĩnh Sơn 3 với công suất 30 MW dự kiến đi vào hoạt động quý 4/2011, dự án Vĩnh Sơn 2 với công suất 66 MW dự kiến hoàn thành vào năm 2013 và dự án thủy điện THượng Kon Tum với công suất thiết kế 220 MW sẽ đi vào hoạt động năm 2014, nâng tổng sản lượng điện toàn hệ thống lên trên 2 tỷ Kwh.

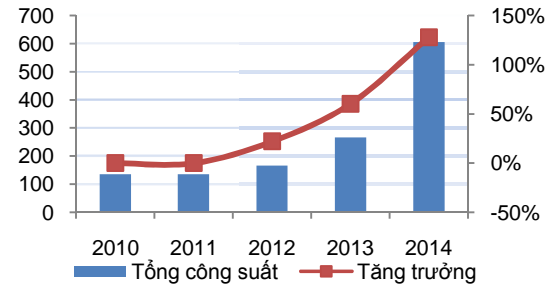
Các dự án của VSH:

	Thượng Kon Tum	Vĩnh Sơn 2	Vĩnh Sơn 3	Đồng Cam
Công suất lắp máy	220MW	100MW	30MW	120MW
Sản lượng dự báo	963.6	438.0	131.4	525.6
Tổng mức đầu tư	5,744 tỷ	2,300 tỷ	660 tỷ	2,118 tỷ
Tiến độ thực hiện	2009 - 2014	2009 - 2012	2009 - 2011	2009 - 2013

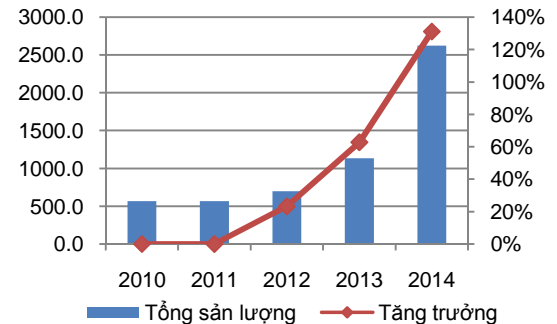
Nguồn: VSH

Bảng dự báo và đô thị tăng trưởng công suất và sản lượng của VSH 2010 - 2015

Công suất (MW)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nhà máy hiện tại	136	136	136	136	136	136
Vĩnh Sơn 3			30	30	30	30
Vĩnh Sơn 2				100	100	100
Thượng Kon Tum					220	220
Đồng Cam					120	120
Tổng công suất	136	136	166	266	606	606
Tăng trưởng		0%	22%	60%	128%	0%



Sản lượng (triệu Kwh)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nhà máy hiện tại	565.7	565.7	565.7	565.7	565.7	565.7
Vĩnh Sơn 3			131.4	131.4	131.4	131.4
Vĩnh Sơn 2				438.0	438.0	438.0
Thượng Kon Tum					963.6	963.6
Đồng Cam					525.6	525.6
Tổng sản lượng	565.7	565.7	697.1	1135.1	2624.3	2624.3
Tăng trưởng		0%	23%	63%	131%	0%



Nguồn: VSH & TLS dự báo

ĐỊNH GIÁ**Phương pháp định giá**

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá theo thị trường để định giá VSH, trong đó sử dụng các chỉ số PE, PB như chỉ số chính về giá (key value indicator). Chúng tôi tin rằng phương pháp này phù hợp với thị trường mới nổi như Việt Nam với thời gian đầu tư trong vòng 1 năm do đặc điểm thói quen định giá theo PE, PB của phần lớn nhà đầu tư nội địa chiếm tới trên 90% giá trị giao dịch thị trường. Chúng tôi tiến hành hai bước: (1) dựa trên nền tảng của doanh nghiệp chúng tôi dự báo thu nhập và giá trị sổ sách trên một cổ phiếu của VSH đến cuối năm 2010, (2) sử dụng chỉ số PE, PB trung bình ngành hiện tại (hoặc trung vị trong trường hợp có sự chênh lệch lớn giữa giá trị lớn nhất và giá trị nhỏ nhất) làm hệ số nhân mục tiêu để tính giá.

Do các yếu tố chính tác động tới thu nhập của công ty là những yếu tố mang tính khách quan như tình hình thời tiết và thỏa thuận giá mua điện từ EVN vì vậy chúng tôi sẽ tiến hành dự báo kết quả kinh doanh của VSH dựa trên mô hình 3 kịch bản bình thường, tốt nhất và xấu nhất với mong muốn vẽ được bức tranh bao quát nhất về hoạt động của doanh nghiệp. Chúng tôi tin rằng, giá trị cổ phiếu VSH sẽ nằm trong khoảng giá được xác định từ phương án xấu nhất đến phương án tốt nhất.

Kịch bản 1 – Kịch bản cơ sở

Với những hiểu biết có được về doanh nghiệp và tình hình hoạt động cho tới thời điểm này, chúng tôi tin rằng kịch bản này phản ánh bức tranh gần nhất với doanh nghiệp trong hiện tại và kịch bản này có xác suất xảy ra cao nhất là 70%

Các giả định của kịch bản cơ sở:**Giá định về sản lượng**

Theo VSH, sản lượng điện trong 9 tháng đầu năm 2010 đạt 610.15 triệu Kwh, giảm so với sản lượng điện cùng kỳ năm 2009 là 683.34 triệu Kwh. Sản lượng điện bình quân tháng trong 9 tháng đầu năm nay giảm khoảng 10,7% so với năm 2009. Điều này là do tình hình thời tiết khô hạn trong 6 tháng đầu năm khiến lượng nước về các hồ chứa luôn ở mức thấp. Trong năm 2009, thời tiết thuận lợi đã khiến mực nước trong các hồ luôn ở mức xả tràn tạo điều kiện cho VSH hoạt động tối đa công suất máy phát.

Quan sát mực nước tại các hồ chứa của VSH trong thời gian gần đây, chúng tôi thấy rằng lượng nước đang được cải thiện đáng kể tuy vẫn ở dưới mức nước hoạt động bình thường theo thiết kế. Mùa mưa trong quý 3 là thời điểm VSH hạn chế sản xuất và tích nước cho các hồ chứa.

Mức nước	Hồ Vĩnh Sơn			Hồ Sông Hình	Ngày Update
	Hồ A	Hồ B	Hồ C		
Mức nước hoạt động bình thường theo thiết kế(m)	775	826	981	209	
Mức nước thực tế (m)	774.43	824.08	976.29	206.97	1/4/2010
	772.84	821.58	972.96	203.56	1/5/2010
	772.76	819.5	974.69	199.59	1/10/2010
	774.04	820.3	975.35	207.77	1/11/2010

Nguồn: VSH & TLS tổng hợp

Với lượng nước tại các hồ chứa được cải thiện, tạo điều kiện cho VSH ổn định sản xuất, sản lượng điện trong quý 4 được dự báo sẽ đạt mức 203,38 triệu Kwh tương ứng với mức bình quân tháng là 67,79 triệu Kwh/tháng bằng với mức bình quân tháng của 9 tháng đầu năm

Sản lượng (triệu Kwh)	Q1	Q2	Q3	Q4	Tổng	Tăng/Giảm
Sản lượng điện 2009	244.69	274.61	164.04	243.57	926.91	
Sản lượng điện 2010	191.17	256.15	162.83	203.38	813.53	-12.2%

Nguồn: VSH & TLS dự báo

Như vậy, sản lượng điện sản xuất năm 2010 của VSH dự báo sẽ đạt **813,53 triệu Kwh**, giảm 12,2% so với năm 2009

Giá định về giá bán điện mới cho EVN

Hiện nay, VSH đang tiến hành đàm phán với EVN về hợp đồng mua bán điện mới (PPA). Hợp đồng cũ có giá bán là 476 đ/Kwh vào mùa mưa (tháng 7 – tháng 9) và 580 đ/Kwh vào mùa khô (các tháng còn lại) đã hết hiệu lực từ năm 2009. Một mức giá thấp hơn sẽ khó được các cổ đông VSH chấp nhận trong lúc EVN vừa tăng giá bán lẻ điện sinh hoạt thêm 6,8% từ ngày 1/3/2010. Tuy nhiên, quan sát thời gian đàm phán kéo dài trong thời gian qua và lợi thế độc quyền trong phân phối điện của EVN, chúng tôi dự báo khả năng tăng giá bán điện cho EVN trong hợp đồng mới là không cao. Chúng tôi giả định giá mới sẽ không thay đổi so với giá cũ

Giá định doanh thu

Như vậy với sản lượng điện sản xuất 2010 được dự báo ở mức 813.53 triệu Kwh và giá bán điện cho EVN không thay đổi (476đ/Kwh cho các tháng 7,8,9 và 580đ/Kwh cho các tháng còn lại), doanh thu từ điện của VSH dự báo sẽ đạt mức 450.37 tỷ đồng, giảm 13% so với năm 2009 với giả định sản lượng điện thương phẩm chiếm 99% sản lượng điện sản xuất, điện tự dùng chiếm 1%

Sản lượng (triệu Kwh)	Q1	Q2	Q3	Q4	2010E
Sản lượng điện sản xuất	191.17	256.15	162.83	203.38	813.53
Sản lượng điện thương phẩm (99%)	189.26	253.59	161.20	201.35	805.40
Giá bán điện 2010 (đ/Kwh)	580	580	476	580	
Doanh thu điện (tỷ đồng)	109.77	147.08	76.73	116.78	450.37

Nguồn: TLS dự báo

Giá định về chi phí sản xuất

Trong cơ cấu chi phí sản xuất chính, chi phí khấu hao vẫn chiếm phần lớn. Trong năm 2010, chi phí khấu hao vẫn ổn định ở mức 152 tỷ và Tổng chi phí sản xuất sẽ đạt mức 202 tỷ

Chi phí sản xuất chính (tỷ đồng)	3Q2010	2010E
Chi phí khấu hao	114.22	152.00
Chi phí thuế tài nguyên	-	14.00
Chi phí nhân công	9.00	12.00
Chi phí nguyên vật liệu	1.67	2.00
Chi phí dịch vụ mua ngoài	1.67	2.00
Chi phí quản lý	7.40	14.00
Chi phí khác	10.92	6.00
Tổng chi phí sản xuất	144.88	202.00

Nguồn: TLS dự báo

Giả định doanh thu tài chính

Trong những năm gần đây, doanh thu tài chính cũng đóng góp đáng kể vào Tổng doanh thu của VSH (chiếm từ 16% - 20%). Doanh thu tài chính của VSH chủ yếu đến từ lãi vay với lợi thế đến từ dòng tiền khấu hao lớn hàng năm. Trong năm 2010, công ty vẫn duy trì các khoản đầu tư ngắn hạn lớn như: 200 tỷ tiền gửi kỳ hạn trên 3 tháng, 500 tỷ cho EVN vay với lãi suất 8%/năm kỳ hạn 12 tháng, và khoảng 300 tỷ tiền mặt và tiền gửi kỳ hạn dưới 3 tháng nhờ lợi nhuận hoạt động chưa phân phối mang lại

Năm	2007	2008	2009	3Q2010	2010E
Doanh thu tài chính (tỷ đồng)	75.8	100.5	82.1	73.8	98.6

Nguồn: TLS dự báo

Giả định chi phí tài chính

Chi phí tài chính của VSH trong năm 2010 gồm 2 khoản chính là chi phí lãi vay và lỗ chênh lệch tỷ giá. Khoản lỗ chênh lệch tỷ giá từ việc đánh giá lại các khoản vay bằng ngoại tệ. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định tỷ giá VND/USD liên ngân hàng vào cuối năm 2010 vẫn được giữ ở mức 18.932 đ. Như vậy khoản lỗ tỷ giá của VSH sẽ được giữ ở mức 11,9 tỷ đóng góp chủ yếu vào khoản chi phí tài chính năm 2010 là 18,7 tỷ

Chi phí tài chính (tỷ đồng)	2007	2008	2009	2010E
Lãi vay	15.39	10.62	6.52	6.8
Lỗ tỷ giá	0.59	15.13	12.76	11.94
Tổng	15.98	26.55	19.28	18.74

Nguồn: VSH & TLS dự báo

Với hệ thống những giả định được mô tả ở trên, chúng tôi có bảng tổng kết hoạt động kinh doanh năm 2010 của VSH như sau: Lợi nhuận trước thuế đạt 328,31 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 317,48 tỷ đồng

Kết quả sản xuất kinh doanh	2007	2008	2009	2010E
Doanh thu điện	370.16	483.68	517.56	450.28
Giá vốn	(168.04)	(177.68)	(184.90)	(188.08)
Lợi nhuận gộp	202.12	306.00	332.66	262.20
Chi phí bán hàng	-	-	-	-
Chi phí quản lý	(7.61)	(10.17)	(14.92)	(14.05)
Doanh thu tài chính	75.84	100.55	82.11	98.69
Chi phí tài chính	(15.98)	(26.55)	(19.28)	(18.65)
Lợi nhuận trước thuế	254.38	369.88	380.67	328.18
Thuế	(0.56)	(0.74)	12.62	10.70
Lợi nhuận sau thuế	254.94	370.62	374.52	317.48
EPS	1,950	2,696	2,179	1,539

Nguồn: VSH & TLS dự báo

Định giá theo kịch bản cơ sở

P/E, P/B trung bình các công ty trong ngành điện của Việt Nam lần lượt là 8 và 1.4 lần. Với lợi nhuận sau thuế năm 2010 đạt 317,48 tỷ đồng, thu nhập trên mỗi cổ phiếu đạt 1.539đ, giá trị sổ sách đạt 11.274 đ/cp, chúng tôi có kết quả định giá như sau:

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng
P/E	12.312	50%
P/B	15.783	50%
Giá cổ phiếu (VND/cp)	14.048	

Giá trị cổ phiếu VSH bình quân của kịch bản này là: 14.048 đ/cp.

Bảng so sánh các công ty sản xuất điện trong ngành điện

Mã CK	Vốn hoá (tỷ đồng)	ROA	ROE	EPS	P/E	BV	P/B	Giá TT ('000VND)
BTP	731.88	1.98%	5.12%	675	17.9	13,195	0.92	12.1
KHP	577.56	5.65%	18.59%	1,159	12.0	6,234	2.23	13.9
PPC	5709.11	7.60%	20.65%	2,734	6.4	13,241	1.32	17.5
SJD	627.89	10.48%	24.44%	3,733	5.6	15,276	1.37	21
TBC	1073.15	15.02%	16.52%	2,043	8.3	12,365	1.37	16.9
TMP	1176.00	11.57%	20.27%	2,461	6.8	12,141	1.38	16.8
VSH	3134.87	12.83%	14.62%	1,570	9.7	10,734	1.42	15.2
HJS	114.00	2.68%	13.64%	1,893	10.0	13,877	1.37	19
NBP	331.93	21.84%	29.97%	4,398	5.9	14,676	1.76	25.8
NLC	142.00	23.29%	28.58%	5,783	4.9	20,234	1.40	28.4
RHC	75.52	10.95%	18.54%	4,179	5.6	22,543	1.05	23.6
Trung bình					8.0		1.40	

Nguồn: TLS tổng hợp

Chúng tôi xin lưu ý thêm là cổ phiếu này được ưa thích bởi các nhà đầu tư nước ngoài và do vậy, có thể sử dụng PE của nhóm cổ phiếu cùng ngành tại thị trường nước ngoài để so sánh tham khảo

Description	Market Cap	Net Profit Margin	ROE %	Div. Yield %	P/E	P/B
Sector: Utilities	648.1B	8.36	11.85	4.09	12.5	1.82
Industry: Electric Utilities	342.6B	7.4	11	3.88	12.4	1.74
Companies						
Allegheny Energy Inc. (AYE)	4.1B	12.71	12.43	2.5	10.36	1.23
American Electric Power Co., I (AEP)	17.5B	4.05	8.93	4.7	15.04	1.32
Cleco Corporation (CNL)	1.8B	12.75	21.98	3.5	6.91	1.39
Companhia Paranaense de Energi (ELP)	6.1B	9.43	9.26	0.7	12.72	1.14
Dominion Resources, Inc. (D)	26.1B	52.84	22.98	4.2	10.47	2.15
DTE Energy Co. (DTE)	7.7B	4.8	9.23	4.9	12.99	1.18
Duke Energy Corporation (DUK)	23.7B	-6.9	3.15	5.5	34.73	1.12
El Paso Electric Co. (EE)	1.0B	10.17	10.18	0	13.9	1.38
Empire District Electric Co. (EDE)	823.7M	6.44	6.59	6.5	19.38	1.27
Entergy Corporation (ETR)	14.3B	11.01	14.8	4.3	11.31	1.63
FirstEnergy Corp. (FE)	11.1B	8.75	10.03	5.9	12.46	1.26
Great Plains Energy Incorporat (GXP)	2.6B	11.65	6.31	4.5	14.5	0.91
Hawaiian Electric Industries I (HE)	2.1B	4.46	7.22	5.5	20.2	1.44
Huaneng Power International In (HNP)	7.7B	4.38	13.11	4.3	10.17	1.3
IdaCorp, Inc. (IDA)	1.7B	16.22	9.67	3.5	12.42	1.17
NextEra Energy, Inc. (NEE)	22.7B	11.61	14.39	3.7	12.04	1.68
NRG Energy, Inc. (NRG)	5.3B	9.89	7.09	0	9.49	0.66
NSTAR (NST)	4.1B	26.08	13.27	4.2	11.41	2.14
OGE Energy Corp. (OGE)	3.9B	8.71	13.5	3.7	14.59	1.88

Nguồn: Yahoo Finance

Như vậy, P/E và P/B trung bình ngành điện của thế giới ở mức 12.4 và 1.74 lần, cao hơn của Việt Nam. Trên quan điểm thận trọng chúng tôi sẽ chỉ sử dụng P/E và P/B của Việt Nam để tiến hành định giá VSH

Kịch bản 2 – Bức tranh lạc quan cho kịch bản tốt nhất

Chúng tôi xây dựng kịch bản này dựa trên những giả định lạc quan về sản lượng và giá bán điện mới có thể giúp doanh thu của VSH tăng trưởng đột biến trong quý 4. Chúng tôi cho rằng xác suất xảy ra kịch bản này là không nhiều, khoảng 15%

Các giả định của kịch bản tốt nhất:

Giá định về sản lượng

Theo kịch bản này, sản lượng điện sản xuất trong quý 4 sẽ đạt 240 triệu Kwh tương đương với mức sản lượng trong quý 4 năm 2009

Sản lượng (triệu Kwh)	Q1	Q2	Q3	Q4	Tổng	Tăng/Giảm
Sản lượng điện 2009	244.69	274.61	164.04	243.57	926.91	
Sản lượng điện 2010	191.17	256.15	162.83	240	850.15	-12.2%

Nguồn: VSH & TLS dự báo

Như vậy, sản lượng điện sản xuất năm 2010 của VSH dự báo sẽ đạt **850,15 triệu Kwh**, giảm 8,3% so với năm 2009

Giá định về giá bán điện mới cho EVN

Trong trường hợp đàm phán hợp đồng mua bán điện mới với EVN gặp thuận lợi, chúng tôi giả định rằng giá bán điện mới có hiệu lực trong 4 năm (2010 – 2013) sẽ được tăng lên 5% so với giá cũ. Như vậy giá mới sẽ là 500 đ/Kwh vào mùa mưa và 609 đ/Kwh vào mùa khô

Giá định doanh thu

Như vậy với sản lượng điện sản xuất 2010 được dự báo ở mức 850,15 triệu Kwh và giá bán điện cho EVN tăng 5% (500 đ/Kwh cho các tháng 7,8,9 và 609 đ/Kwh cho các tháng còn lại), doanh thu từ điện của VSH dự báo sẽ đạt mức 494,96 tỷ đồng, giảm 4.4% so với năm 2009

Giá định sản lượng điện thương phẩm chiếm 99% sản lượng điện sản xuất, điện tự dùng chiếm 1%

	Q1	Q2	Q3	Q4	2010E
Sản lượng điện sản xuất	191.17	256.15	162.83	203.38	813.53
Sản lượng điện thương phẩm (99%)	189.26	253.59	161.20	240	850.15
Giá bán điện 2010 (đ/Kwh)	609	609	500	609	
Doanh thu điện (tỷ đồng)	115.26	154.44	80.57	144.70	494.96

Nguồn: VSH & TLS dự báo

Giá định về chi phí sản xuất

Không thay đổi so với kịch bản cơ sở

Chi phí sản xuất chính (tỷ đồng)	3Q2010	2010E
Chi phí khấu hao	114.22	152.00
Chi phí thuế tài nguyên	-	14.00
Chi phí nhân công	9.00	12.00
Chi phí nguyên vật liệu	1.67	2.00
Chi phí dịch vụ mua ngoài	1.67	2.00
Chi phí quản lý	7.40	14.00
Chi phí khác	10.92	6.00
Tổng chi phí sản xuất	144.88	202.00

Nguồn: VSH & TLS dự báo

Giá định doanh thu tài chính

Không thay đổi so với kịch bản cơ sở

Tỷ đồng	2007	2008	2009	3Q2010	2010E
Doanh thu tài chính	75.8	100.5	82.1	73.8	98.6

Nguồn: VSH & TLS dự báo

Giá định chi phí tài chính

Không thay đổi so với kịch bản cơ sở

Chi phí tài chính (tỷ đồng)	2007	2008	2009	2010E
Lãi vay	15.39	10.62	6.52	6.8
Lỗ tỷ giá	0.59	15.13	12.76	11.94
Tổng	(15.98)	(26.55)	(19.28)	18.74

Nguồn: VSH & TLS dự báo

Với hệ thống những giả định được mô tả ở trên, chúng tôi có bảng tổng kết hoạt động kinh doanh năm 2010 của VSH như sau: Lợi nhuận trước thuế đạt 328,31 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 317,48 tỷ đồng

Kết quả kinh doanh	2007	2008	2009	2010E
Doanh thu điện	370.16	483.68	517.56	494.96
Giá vốn	(168.04)	(177.68)	(184.90)	(188.08)
Lợi nhuận gộp	202.12	306.00	332.66	306.88
Chi phí bán hàng	-	-	-	-
Chi phí quản lý	(7.61)	(10.17)	(14.92)	(14.05)
Doanh thu tài chính	75.84	100.55	82.11	98.69
Chi phí tài chính	(15.98)	(26.55)	(19.28)	(18.65)
Lợi nhuận trước thuế	254.38	369.88	380.67	372.86
Thuế	(0.56)	(0.74)	12.62	10.70
Lợi nhuận sau thuế	254.94	370.62	374.52	362.16
EPS	1,950	2,696	2,179	1.756

Định giá theo kịch bản tốt nhất

P/E, P/B trung bình ngành điện lần lượt là 8 và 1.4 lần. Với lợi nhuận sau thuế năm 2010 đạt 362,16 tỷ đồng, thu nhập trên mỗi cổ phiếu đạt 1,756đ, giá trị sổ sách đạt 11,481 đ/cp, chúng tôi có kết quả định giá như sau:

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng
P/E	14.048	50%
P/B	16.073	50%
Giá cổ phiếu (VND/cp)	15,060	

Giá bình quân của kịch bản tốt nhất là 15,060 đ/cp

Kịch bản 3 – Bức tranh màu tối của Kịch bản xấu nhất

Trong phần này, chúng tôi đưa ra những dự báo bi quan nhất có thể ảnh hưởng tới hoạt động của VSH. Xác suất của kịch bản này là 15%

Các giả định của kịch bản xấu nhất:

Giả định về sản lượng

Theo kịch bản này, sản lượng điện sản xuất trong quý 4 sẽ chỉ đạt 180 triệu Kwh giảm 26,1% so với mức sản lượng trong quý 4 năm 2009

Sản lượng (triệu Kwh)	Q1	Q2	Q3	Q4	Tổng	Tăng trưởng
Sản lượng điện 2009	244.69	274.61	164.04	243.57	926.91	
Sản lượng điện 2010	191.17	256.15	162.83	180	790.15	14.8%

Nguồn: VSH & TLS dự báo

Như vậy, sản lượng điện sản xuất năm 2010 của VSH dự báo sẽ đạt 790,15 triệu Kwh, giảm 14,8% so với năm 2009

Giả định về giá bán điện mới cho EVN

Trong trường hợp đàm phán hợp đồng mua bán điện mới với EVN gặp bất lợi, chúng tôi giả định rằng giá bán điện mới có hiệu lực trong 4 năm (2010 – 2013) sẽ bằng 90% so với giá cũ. Như vậy giá mới sẽ là 428 đ/Kwh vào mùa mưa và 522 đ/Kwh vào mùa khô

Giả định doanh thu

Như vậy với sản lượng điện sản xuất 2010 được dự báo ở mức 790,15 triệu Kwh và giá bán điện cho EVN giảm 10% (428 đ/Kwh cho các tháng 7,8,9 và 522 đ/Kwh cho các tháng còn lại), doanh thu từ điện của VSH dự báo sẽ đạt mức 393.25 tỷ đồng, giảm 24% so với năm 2009

Giả định sản lượng điện thương phẩm chiếm 99% sản lượng điện sản xuất, điện tự dùng chiếm 1%

	Q1	Q2	Q3	Q4	2010E
Sản lượng điện sản xuất	191.17	256.15	162.83	203.38	813.53
Sản lượng điện thương phẩm (99%)	189.26	253.59	161.20	240	850.15
Giá bán điện 2010 (đ/Kwh)	522	522	428	522	
Doanh thu điện (tỷ đồng)	98.79	132.37	69.06	93.02	393.25

Nguồn: VSH & TLS dự báo

Giả định về chi phí sản xuất

Không thay đổi so với kịch bản cơ sở

Chi phí sản xuất chính (tỷ đồng)	3Q2010	2010E
Chi phí khấu hao	114.22	152.00
Chi phí thuế tài nguyên	-	14.00
Chi phí nhân công	9.00	12.00
Chi phí nguyên vật liệu	1.67	2.00
Chi phí dịch vụ mua ngoài	1.67	2.00
Chi phí quản lý	7.40	14.00
Chi phí khác	10.92	6.00
Tổng chi phí sản xuất	144.88	202.00

Nguồn: VSH & TLS dự báo

Giả định doanh thu tài chính

Không thay đổi so với kịch bản cơ sở

	2007	2008	2009	3Q2010	2010E
Doanh thu tài chính	75.8	100.5	82.1	73.8	98.6

Nguồn: VSH & TLS dự báo

Giả định chi phí tài chính

Trong kịch bản này, chúng tôi giả định trong 2 tháng cuối năm, NHNN sẽ điều chỉnh tỷ giá thêm 2% từ mức 18,932 lên 19,310, như vậy khoản lỗ tỷ giá của VSH tại thời điểm cuối năm sẽ là 16,5 tỷ đưa tổng chi phí tài chính lên mức 23,3 tỷ đồng

Chi phí tài chính	2007	2008	2009	2010E
Lãi vay	15.39	10.62	6.52	6.8
Lỗ tỷ giá	0.59	15.13	12.76	16,5
Tổng	15.98	26.55	19.28	23,3

Nguồn: VSH & TLS dự báo

Với hệ thống những giả định được mô tả ở trên, chúng tôi có bảng tổng kết hoạt động kinh doanh năm 2010 của VSH như sau: Lợi nhuận trước thuế đạt 328,31 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 317,48 tỷ đồng

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2007	2008	2009	2010E
Doanh thu điện	370.16	483.68	517.56	393.25
Giá vốn	(168.04)	(177.68)	(184.90)	(188.08)
Lợi nhuận gộp	202.12	306.00	332.66	205.16
Chi phí bán hàng	-	-	-	-
Chi phí quản lý	(7.61)	(10.17)	(14.92)	(14.05)
Doanh thu tài chính	75.84	100.55	82.11	98.69
Chi phí tài chính	(15.98)	(26.55)	(19.28)	(23.30)
Lợi nhuận trước thuế	254.38	369.88	380.67	266.50
Thuế	(0.56)	(0.74)	12.62	10.70
Lợi nhuận sau thuế	254.94	370.62	374.52	255.80
EPS	1,950	2,696	2,179	1.240

Nguồn: VSH & TLS dự báo

Định giá theo kịch bản xấu nhất

P/E, P/B trung bình ngành điện lần lượt là 8 và 1.4 lần. Với lợi nhuận sau thuế năm 2010 đạt 255.8 tỷ đồng, thu nhập trên mỗi cổ phiếu đạt 1,240 đ, giá trị sổ sách đạt 10,984 đ/cp, chúng tôi có kết quả định giá như sau:

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng
P/E	9,920	50%
P/B	15,377	50%
Giá cổ phiếu (VND/cp)	12,648	

Giá bình quân của kịch bản xấu nhất là 12.648 đ/cp

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ

Sau khi tính giá bình quân theo từng kịch bản, chúng tôi đi đến mức giá cuối cùng cho cổ phiếu VSH bằng cách tính tỷ trọng giá mỗi kịch bản là xác suất xảy ra kịch bản có mức giá tương ứng.

Kịch bản	Giá	Xác suất
Bình thường	14,048	70%
Tốt nhất	14,916	15%
Xấu nhất	12,648	15%
Giá tổng hợp	13,966	100%

Như vậy giá mục tiêu cho VSH vào cuối năm 2010 ở mức 13,966 đ/cp

RỦI RO CHÍNH

Rủi ro tự nhiên: Điều kiện thiên nhiên là nhân tố rủi ro lớn nhất với VSH. Sản lượng và hiệu quả của nhà máy thủy điện phụ thuộc chính vào nguồn nước. Theo trung tâm khí tượng thủy văn dự báo năm 2010, tình trạng khô hạn sẽ có thể kéo dài, mùa mưa đến muộn, điều này sẽ ảnh hưởng lớn đến việc tích nước của các nhà máy thủy điện, làm giảm sản lượng điện sản xuất. Trong 10 tháng năm 2010, mức nước thực tế tại các hồ chứa thấp hơn so với mức nước hoạt động bình thường làm giảm sản lượng sản xuất, ảnh hưởng đến kế hoạch của doanh nghiệp

Mức nước	Hồ Vĩnh Sơn			Hồ Sông Hình	Ngày Update
	Hồ A	Hồ B	Hồ C		
Mức nước hoạt động bình thường theo thiết kế(m)	775	826	981	209	
Mức nước thực tế (m)	774.43	824.08	976.29	206.97	1/4/2010
	772.84	821.58	972.96	203.56	1/5/2010
	772.76	819.5	974.69	199.59	1/10/2010
	774.04	820.3	975.35	207.77	1/11/2010

Nguồn: VSH, TLS tổng hợp

Rủi ro giá bán: Hiện tại VSH đang tiến hành đàm phán lại hợp đồng mua bán điện với EVN, nếu giá bán mới thấp hơn giá cũ thì doanh thu của VSH sẽ bị sụt giảm. Trong thời gian vừa qua các dự án điện BOT đầu tư bằng vốn nước ngoài chào giá tối thiểu 7,5 US cent/Kwh, và thực tế giá thành cũng lên tới 7 – 7,2 US cent/Kwh. Hầu hết các dự án đều rơi vào tình trạng kéo dài vì không thống nhất được giá.

Khung giá điện trong tính toán kinh tế tài chính các nhà máy điện (VND/USD = 18.932)**Giá điện thanh cái của các nhà máy thủy điện có công suất > 30MW**

	USD	VND	Giá VSH
Mùa khô	2.50 - 5.00 US cent/Kwh	473 – 947 VND/Kwh	580
Mùa mưa	2.00 - 4.70 US cent/Kwh	379 – 890 VND/Kwh	476

Giá điện thanh cái của các nhà máy thủy điện có công suất < 30MW

Mùa khô	2.70 - 5.20 US cent/Kwh	511 – 984 VND/Kwh
Mùa mưa	2.50 - 5.00 US cent/Kwh	473 – 947 VND/Kwh

Nguồn: QĐ 2014/QĐ-BCN & VSH

Rủi ro tỷ giá: VSH đang có 1 khoản vay nợ bằng USD từ việc đầu tư Nhà máy thủy điện Sông Hình. Nếu tỷ giá VND/USD tăng lên thì VSH sẽ phải tiến hành trích lập dự phòng cho khoản vay nợ này làm tăng chi phí tài chính và giảm lợi nhuận 1 khoản tương ứng. Cụ thể nếu trong 2 tháng cuối năm 2010, tỷ giá tăng thêm 1% so với tỷ giá hiện tại, tương ứng với tỷ giá VND/USD = 19.121 thì khoản chi phí lỗ tỷ giá cuối năm sẽ là 14,9 tỷ, nếu tăng thêm 2% (tương ứng với VND/USD = 19.310) sẽ là 17,3 tỷ

Doanh nghiệp	Khoản nợ (USD)	Giá trị Nợ đầu năm (VND)	Khoản Nợ 31/12/2010 (VND)		Khoản lỗ 30/6/2010	Khoản lỗ tỷ giá 31/12/2010	
			Tăng 1%	Tăng 2%		Tăng 1%	Tăng 2%
VSH	12,647,692	226,912,240,536	241,840,564,249	244,235,025,282	7,626,558,221	14,928,323,714	17,322,784,746

Nguồn: TLS dự báo

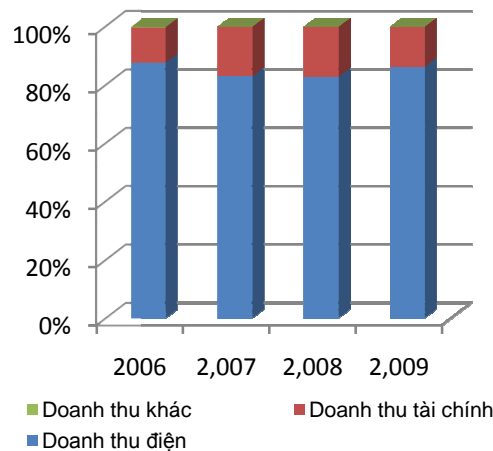
MÔ HÌNH KINH DOANH

Công ty CP Thủy điện Vĩnh Sơn- Sông Hinh (VSH) là đơn vị thành viên của EVN, nhà máy thủy điện có quy mô lớn đầu tiên ở miền Trung và Tây Nguyên, góp phần giải quyết nhu cầu về điện và ổn định chất lượng điện cho hệ thống điện quốc gia. Là một đơn vị thành viên của EVN, toàn bộ điện thương phẩm của công ty sản xuất ra đều được bán hết cho EVN với giá cố định theo hợp đồng ký kết.

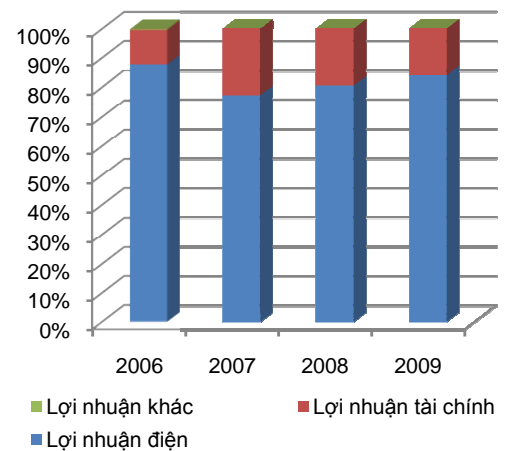
VSH hiện đang quản lý và vận hành 2 Nhà máy thủy điện bao gồm: Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn và Nhà máy thủy điện Sông Hinh với tổng công suất 136 MW. Điều kiện tự nhiên là nhân tố rủi ro lớn nhất ảnh hưởng tới hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty. Sản lượng và hiệu quả của nhà máy thủy điện phụ thuộc chính vào nguồn năng lượng nước.

Lĩnh vực kinh doanh của Công ty là sản xuất kinh doanh điện năng, quản lý, vận hành và bảo dưỡng các nhà máy 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 ngành điện. Trong đó, kinh doanh điện năng là lĩnh vực kinh doanh chính của công ty.

Cơ cấu doanh thu

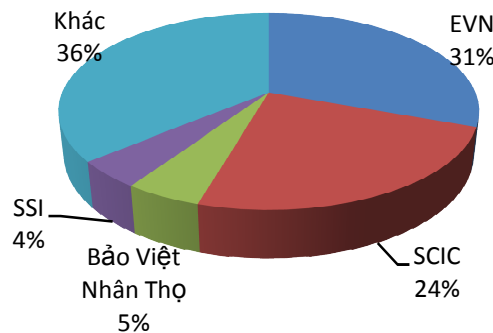


Cơ cấu lợi nhuận gộp



Nguồn: TLS tổng hợp

Cơ cấu cổ đông của VSH



Nguồn: TLS tổng hợp

LỊCH SỬ PHÂN TÍCH

Ngày phát hành	Loại báo cáo	Khuyến nghị	Giá tại ngày phát hành báo cáo (đồng)	Giá mục tiêu (đồng)
4/15/2010	Cập nhật	Giữ	15,000	15,059
5/15/2010	Cập nhật	GIỮ	15,000	15,059
17/11/2010	Đầy đủ	MUA	10,800	13,966

XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Có thể có xung đột lợi ích do Chứng khoán Thăng Long và các khách hàng có thể có quyền lợi tại công ty này thông qua việc đầu tư và/hoặc cùng cấp các dịch vụ tư vấn khác trong quá khứ, hiện tại hoặc tương lai.

SẢN PHẨM

Báo cáo này phân tích những diễn biến mới nhất tại doanh nghiệp. Vui lòng liên lạc với các chuyên viên phân tích hoặc cán bộ bán hàng có tên ở trên để biết thêm về doanh nghiệp này. Chúng tôi cảm ơn khách hàng về những phản hồi về sản phẩm. Chứng khoán Thăng Long phát hành báo cáo này nhưng những sai sót nếu có thuộc về các tác giả.

Ý kiến phân tích: MUA: giá mục tiêu cổ phiếu được kỳ vọng tăng hơn khoảng 15% so với giá ngày ra báo cáo. BÁN: cổ phiếu được kỳ vọng giảm hơn 15% so với giá ngày ra báo cáo. GIỮ: Cổ phiếu dao động trong khoảng -15% đến 15% so với giá ngày ra báo cáo.

KHOI NGHIÊN CỨU

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Nhóm nghiên cứu kinh tế được phụ trách bởi Phạm Thế Anh (Tiến sĩ kinh tế, Đại học Manchester, Anh) đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Nhóm nghiên cứu cổ phiếu do Đỗ Hiệp Hòa (MBA Hawaii; ứng viên CFA III) phụ trách đưa ra các báo cáo về công ty niêm yết, công ty tiềm năng và ngành. Khối Nghiên Cứu cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua bản tin là The Investor Daily.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THĂNG LONG (TLS)

Được thành lập vào năm 2000, TLS là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. TLS cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn. Với trên 600 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, TLS hiện là một trong những công ty chứng khoán được biết tới nhiều nhất tại Việt Nam. Khách hàng của chúng tôi bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp. Là thành viên của tập đoàn MB bao gồm Ngân hàng MB, Công ty địa ốc MB, Công ty quản lý tài sản MB và Công ty quản lý quỹ MB Capital. TLS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho các khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp. Từ khi được thành lập, TLS đã được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng thứ nhất về thị phần môi giới từ năm 2009;
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán;
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

VĂN PHÒNG

Trụ sở Công ty: Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội. Điện thoại: +84(4) 3726 2600. **Website:** www.tls.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh: Tầng 2, Tòa nhà Petro Việt Nam, 1-5 Lê Duẩn, Quận 1, Hồ Chí Minh. Điện thoại: +84(8) 3910 6411.

Trụ sở Phân tích: Tầng 4, Tòa nhà Vinaconex, 34 Láng Hạ, Ba Đình, Hà Nội. Điện thoại: +84(4) 4456 8668. E: research@tls.vn

QUYỀN TỬ CHỐI

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của TLS. 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 khách hàng hiện tại của TLS. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu giá nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần đủ 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.TLS 2000-2010**,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 TLS.