

CÔNG TY CỔ PHẦN THỦY ĐIỆN VĨNH SƠN SÔNG HÌNH (VSH)

Nguyễn Mạnh Tú

Email: Tu.NguyenManh@tls.vn

Ticker: **VSH** - Exchange: **HSX**

Ý kiến phân tích: **MUA**

Giá mục tiêu: 12.837 VND

Chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý của cổ phiếu VSH cho năm 2011 nên ở mức 12.837 đồng/cổ phiếu, cao hơn 42.6 % so với mức giá 9.000 đồng ngày 23/08/2011 dựa trên : (1) EPS ước tính cho năm 2011 là 1,568 đồng và P/E kì vọng là 8x (2) BVPS cuối năm 2011 là 12,626 đồng/ cổ phiếu và P/B kì vọng là 1.04x. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu này.

DIỄN BIẾN MỚI

- Theo báo cáo tài chính công ty mẹ của VSH, Doanh thu thuần quý II 2011 đạt 141,81 tỷ đồng tăng 7.17% so với cùng kỳ năm 2010. Lợi nhuận gộp đạt 101.86 tỷ tăng 18.8%. Lợi nhuận sau thuế đạt 98.24 tỷ đồng, tương đương bằng cùng kỳ năm trước. Như vậy lũy kế 6 tháng công ty đạt 269.8 tỷ doanh thu thuần tăng 16.8%, Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hình đạt 231.79 tỷ đồng tăng 31.1%.
- Trong tháng 7 năm 2011, công ty sản xuất được hơn 72 triệu Kwh, sản lượng bình quân ngày trong quý này cao hơn gần 30% so với cùng kỳ 2010. Doanh thu điện tháng 7 đạt 30 tỷ đồng (Doanh thu này tạm tính bằng 90% giá của hợp đồng cũ). Đến thời điểm hiện tại, VSH vẫn chưa đàm phán xong bán điện với EVN.
- Mức nước tại các hồ chứa của VSH đang có cải thiện so với cùng kỳ. Tại thời điểm 21/08/2011 mức nước tại các hồ như sau: Hồ A Vĩnh Sơn: 766.24m – Hồ B Vĩnh Sơn: 813.75m – Hồ C Vĩnh Sơn: 971.82m – Hồ Sông Hình: 201.49m

ĐỊNH GIÁ

Thay đổi trong mô hình thu nhập:

Dự báo về sản lượng

Năm 2011, tình hình nước tại các hồ chứa của VSH đã được cải thiện hơn so với 2010. Quan sát mức nước tại các hồ chứa của VSH trong thời gian gần đây, chúng tôi thấy rằng lượng nước trong các hồ đang cao hơn so với mức bình quân của năm 2010 tuy vẫn ở dưới mức nước hoạt động bình thường theo thiết kế.

Mức nước	Hồ A	Hồ B	Hồ C	Hồ Sông Hình	Ngày Update
Mức nước hoạt động bình thường theo thiết kế(m)	775	826	981	209	
	772.76	819.5	974.69	199.59	01/10/2010
	774.04	820.30	975.35	207.77	01/11/2010
Mức nước thực tế (m)	774.08	825.60	975.64	208.53	01/03/2011
	769.72	817.05	971.83	204.2	01/07/2011
	766.24	813.75	971.82	201.49	21/08/2011

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 Q1-2011 đạt mức 247.13 triệu Kwh tương ứng với mức bình quân tháng là 82.37 triệu Kwh/tháng bằng với mức bình quân tháng của Q1-2009 và tăng 28% so với Q1-2010

Trong quý 2, VSH tiếp tục ổn định sản xuất. sản lượng điện trong quý đạt 264.7 triệu kwh, tăng 3.3% so với sản lượng cùng kỳ năm 2010.

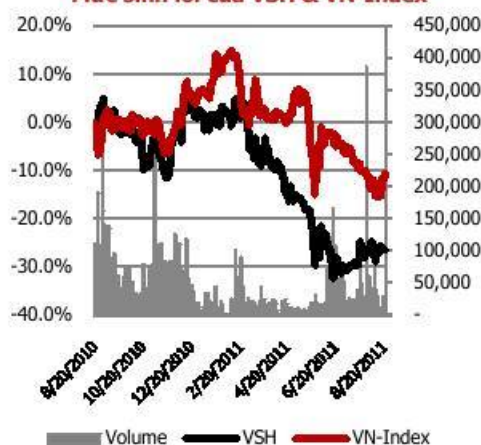
Mặc dù 6 tháng đầu năm VSH có sản lượng tăng mạnh so với năm ngoái tuy nhiên với mức nước tại các hồ chứa vẫn chưa cao hơn mức nước hoạt động bình thường theo thiết kế, chúng tôi dự báo sản lượng điện của VSH các quý sau sẽ chỉ đạt mức thấp tương đương 2010.

THÔNG KÊ CỔ PHIẾU

Giá ngày 23/08/2011:	9,000VND
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:	201,529,493
Số cổ phiếu thực tế giao dịch:	131,238,129
Vốn hóa (tỷ VND):	1,820
Giá cao 52 tuần (VND):	13,100
Giá thấp 52 tuần (VND):	9,000
KLGD trung bình 10 ngày:	193,770
% Thay đổi giá 1 tháng:	7.45%
% Thay đổi giá 3 tháng:	12.9%
% Thay đổi giá 6 tháng:	N/A
% Thay đổi giá 12 tháng:	N/A
% Sở hữu nước ngoài:	16.8%
% Giới hạn sở hữu nước ngoài:	49%

Nguồn: TLS

Mức sinh lời của VSH & VN-Index



Nguồn: TLS

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH (tỷ đồng)

	2010	2011E	2012F
Tài sản	3,029	3,042	3,397
Vốn sở hữu	2,430	2,545	2,701
Doanh thu	424.5	456.2	484.0
EBIT	229.5	275.9	308.8
LNST	302.4	316.1	357.9
EPS	1.784	1.568	1.776
Cổ tức (VND)	1.500	1.000	1.000
PE (x)	5.09	N/A	0
PB (x)	0.66	N/A	0
%Tăng doanh thu	-18%	7%	6%
% Tăng EPS	-34%	-12%	13%
% Lãi biên gộp	56.7%	62.8%	66.1%
% Lãi biên ròng	71.2%	69.3%	73.9%
ROA	10%	10%	11%
ROE	12%	12%	13%

Nguồn: VSH & TLS

Như vậy, sản lượng điện sản xuất năm 2011 của VSH dự báo sẽ đạt 912 triệu Kwh, tăng 7.61% so với năm 2010

Sản lượng (triệu Kwh)	Q1	Q2	Q3E	Q4E	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	237.34	847.49	-8.5%
Sản lượng điện 2011F	247.13	264.70	162.83	237.34	912.00	7.61%

Nguồn: VSH & TLS dự báo

Giá bán điện mới cho EVN

VSH vẫn 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. EVN đã tăng giá bán lẻ điện sinh hoạt thêm 15.32% từ ngày 1/3/2011. Theo đó, giá bán điện bình quân mới là 1242 đồng/Kwh (chưa bao gồm thuế giá trị gia tăng) tăng 165 đồng/Kwh. 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, khả năng tăng giá là không cao, chúng tôi giả định thận trọng giá mới sẽ bằng 90% giá cũ (đây cũng là cách hạch toán của VSH đang áp dụng)

Dự báo doanh thu

Như vậy với sản lượng điện sản xuất 2011 được dự báo ở mức 912 triệu Kwh và giá bán điện cho EVN bằng 90% so với giá cũ (428.4 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 456.21 tỷ đồng 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	2011E
Sản lượng điện sản xuất	247.13	264.70	162.83	237.34	912.00
Sản lượng điện thương phẩm (99%)	244.66	262.05	161.20	234.97	902.88
Giá bán điện 2011 (đ/Kwh)	522	522	428.4	522	
Doanh thu điện (tỷ đồng)	127.71	136.79	69.06	122.65	456.21

Nguồn: TLS dự báo

Dự báo chi phí sản xuất

Trong cơ cấu chi phí sản xuất chính, chi phí khấu hao chiếm phần lớn. Trong năm 2010, chi phí khấu hao ở mức 143 tỷ và Tổng chi phí sản xuất đạt mức 195 tỷ. Năm 2011, chi phí khấu hao sẽ giảm bớt 15,5 tỷ do phân máy móc thiết bị đã khấu hao xong. Vì vậy Tổng chi phí 2011 dự báo còn 180,43 tỷ

Chi phí sản xuất chính (tỷ đồng)	2010	2011E
Chi phí khấu hao	143.27	127.77
Chi phí thuế tài nguyên	14	14
Chi phí nhân công	15.79	15.79
Chi phí nguyên vật liệu	2.22	2.22
Chi phí dịch vụ mua ngoài	4.1	4.1
Chi phí quản lý	10.55	10.55
Chi phí khác	6	6
Tổng chi phí sản xuất	195.93	180.43

Nguồn: TLS dự báo

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 2011, công ty vẫn duy trì các khoản đầu tư ngắn hạn lớn có giá trị 550 tỷ và khoản tiền mặt và tương đương tiền có giá trị 671 tỷ. Những khoản tiền gửi này sẽ đem lại khoản lãi tiền gửi khoảng 95 tỷ cho VSH trong năm 2011.

Năm	2007	2008	2009	2010	2011E
Doanh thu tài chính (tỷ đồng)	75.8	100.5	82.1	105.1	95

Nguồn: TLS dự báo

Chi phí tài chính

Chi phí tài chính của VSH 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 Q1-2011, NHNN điều chỉnh tỷ giá mạnh 9.2% từ mức 18.932 lên 20.683, chúng tôi giả định tỷ giá VND/USD liên ngân hàng vào cuối năm 2011 vẫn được giữ ở mức 20.683 đ. Như vậy khoản lỗ tỷ giá của VSH cuối năm 2011 sẽ là 27,2 tỷ đóng góp chủ yếu vào khoản chi phí tài chính năm 2010 là 31,7 tỷ

Chi phí tài chính (tỷ đồng)	2007	2008	2009	2010	2011E
Lãi vay	15.39	10.62	6.52	3.94	4.5
Lỗ tỷ giá	0.59	15.13	12.76	11.94	27.2
Tổng	15.98	26.55	19.28	15.88	31.7

Nguồn: VSH & TLS dự báo

Với hệ thống những giả định được mô tả ở trên, chúng tôi có bảng tổng kết dự báo hoạt động kinh doanh năm 2011 của VSH như sau: Lợi nhuận trước thuế đạt 383,4 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 364,2 tỷ đồng. EPS đạt 1532 đ/cp

Kết quả sản xuất kinh doanh	2007	2008	2009	2010	2011E
Doanh thu điện	370.16	483.68	517.56	424.508	456.2
Giá vốn	(168.04)	(177.68)	(184.90)	(183.82)	(169.9)
Lợi nhuận gộp	202.12	306.00	332.66	240.688	286.3
Chi phí bán hàng	-	-	-	-	-
Chi phí quản lý	(7.61)	(10.17)	(14.92)	(10.55)	(10.6)
Doanh thu tài chính	75.84	100.55	82.11	113	95.0
Chi phí tài chính	(15.98)	(26.55)	(19.28)	(15.88)	(31.7)
Lợi nhuận trước thuế	254.38	369.88	380.67	327.3	339.1
Thuế	(0.56)	(0.74)	12.62	22.28	23.1
Lợi nhuận sau thuế	254.94	370.62	374.52	305.0	316.0
EPS	1,950	2,696	2,179	1,478	1,568

(*) Doanh thu điện 2010, 2011 tính trên giá bằng 90% hợp đồng cũ

Nguồn: VSH & TLS dự báo

TỔNG HỢP TÀI CHÍNH

Tỷ đồng

Mô hình lợi nhuận	2010	2011E	2012F	2013F
Doanh thu thuần	424.5	456.2	484.0	602.6
Giá vốn hàng bán	-183.8	-169.9	-164.1	-260.3
Lợi nhuận gộp	240.7	286.3	320.0	342.3
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>56.70%</i>	<i>62.75%</i>	<i>66.10%</i>	<i>56.80%</i>
Thu nhập hoạt động khác	0.2	0.3	0.0	0.0
Chi phí bán hàng	0.0	0.0	0.0	0.0
Chi phí QLDN	-11.3	-10.7	-11.1	-15.1
Chi phí hoạt động khác	0.0	0.0	0.0	0.0
Lợi nhuận trước thuế & lãi	229.5	275.9	308.8	327.2
Thu nhập từ đầu tư	110.0	95.0	95.0	100.0
Lãi vay ròng	-16.3	-31.7	-27.1	-46.1
Thu nhập ròng từ tài chính	93.7	63.3	67.9	53.9
Lợi nhuận trước thuế	323.2	339.2	376.7	381.1
Thuế thu nhập	22.3	23.1	18.8	19.1
%Thuế	<i>6.89%</i>	<i>6.82%</i>	<i>5.00%</i>	<i>5.00%</i>
Lợi nhuận sau thuế	302.4	316.1	357.9	362.1
Lợi ích cổ đông thiểu số				
Cổ tức trả (VND/cổ phiếu)	1,500	1,000	1,000	1,000
Lợi nhuận giữ lại	0.1	114.5	156.4	160.5
Số cổ phiếu bình quân (m)	169.5	201.5	201.5	201.5
Số cổ phiếu cuối năm (m)	201.5	201.5	201.5	201.5
Thu nhập/cổ phiếu (VND)	1.501	1.568	1.776	1.797
Cổ tức cổ phiếu thường (VND)	1.500	1.000	1.000	1.000
%Cổ tức/Thu nhập	84%	64%	56%	56%

Báo cáo dòng tiền	2010	2011E	2012F	2013F
Lợi nhuận ròng	302.4	316.1	357.9	362.1
Điều chỉnh tăng giảm:				
Khấu hao	143.8	127.8	136.5	149.7
Thay đổi hàng tồn kho	-21.6	4.9	6.6	-24.5
Thay đổi khoản phải thu	-231.8	213.4	-83.4	-109.8
Thay đổi khoản phải trả	41.8	-21.1	-2.0	38.2
Thay đổi khác				
Dòng tiền từ hoạt động KD	234.5	641.0	415.8	415.7

Thay đổi TSCĐ hữu hình	-93.9	0.0	-200.0	-300.0
Thay đổi đầu tư ngắn hạn	235.0	0.0	0.0	0.0
Thay đổi đầu tư dài hạn	1.8	-50.0	-21.5	-200.0
Dòng tiền từ hoạt động	143.0	-50.0	-221.5	-500.0

Cổ phần phát hành	-34.6	0.0	0.0	0.0
Thay đổi các quỹ khác	0.7	0.0	0.0	0.0
Thay đổi các khoản nợ vay	152.8	-100.0	0.0	0.0
Thay đổi nợ dài hạn	85.8	20.0	200.0	200.0
Chia cổ tức cho cổ đông	-101.0	-201.5	-201.5	-201.5
Dòng tiền hoạt động	103.7	-281.5	-1.5	-1.5

Dòng tiền thuần	481.1	309.5	192.7	-85.8
Tiền mặt đầu kỳ	196.3	677.4	986.9	1179.6
Tiền mặt cuối kỳ	677.4	986.9	1179.6	1093.9
Dòng tiền thuần dự phóng				

Lợi nhuận ròng	302.4	316.1	357.9	362.1
Cộng thêm chi phí khấu hao	143.8	127.8	136.5	149.7
(-) tăng TSLĐ, không kể tiền	-310.4	218.3	-76.7	-134.3
(+) tăng VNNH	148.0	-121.1	-2.0	38.2
(-) tăng nguyên giá TSMNTB	-14.4	0.0	-200.0	-300.0
Dòng tiền thuần (FCFE)	269.4	541.0	215.8	115.7

Bảng Cân Đối	2010	2011E	2012F	2013F
Tài sản ngắn hạn	1,658.8	1,749.9	2,019.	2,067.8
Tiền & tương đương tiền	677.4	986.9	1,179.6	1,093.9
Đầu tư tài chính	550.7	550.7	550.7	550.7
Khoản phải thu	388.4	175.0	258.3	368.0
Hàng tồn kho	42.2	37.2	30.6	55.1
Chi phí trả trước, TSNH khác	0.1	0.1	0.1	0.1

Tài sản máy móc thiết bị				
Nguyên giá	2,911.6	2,911.6	3,111.6	3,411.6
Trừ khấu hao lũy kế	-1,770.0	-1,897.8	-	-2,184.0
Tài sản máy móc thiết bị ròng	1,141.6	1,013.8	1,077.2	1,227.5
Tài sản dài hạn khác	228.5	278.5	300.0	500.0

Tổng Tài Sản	3,028.8	3,042.2	3,396.	3,795.4
---------------------	----------------	----------------	---------------	----------------

Vay nợ ngắn hạn				
Vay ngắn hạn	183.7	83.7	83.7	83.7
Khoản phải trả	51.9	46.6	39.5	69.2

Nợ khác	28.2	12.4	17.5	26.0
---------	------	------	------	------

Vay nợ dài hạn	263.8	142.7	140.7	178.9
-----------------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Tổng nợ	335.0	355.0	555.0	755.0
----------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Vốn chủ sở hữu	2,430.0	2,544.5	2,700.	2,861.4
-----------------------	----------------	----------------	---------------	----------------

Cổ phiếu thường	2,062.4	2,062.4	2,062.4	2,062.4
-----------------	---------	---------	---------	---------

Quỹ đầu tư phát triển	21.5	21.5	21.5	21.5
-----------------------	------	------	------	------

Lợi nhuận giữ lại	364.2	478.8	635.1	795.7
-------------------	-------	-------	-------	-------

Thặng dư vốn cổ phần				
----------------------	--	--	--	--

Cổ phiếu Quỹ				
--------------	--	--	--	--

Nguồn ngân sách & quỹ khác	-18.1	-18.1	-18.1	-18.1
----------------------------	-------	-------	-------	-------

Lợi ích thiểu số	0.0	0.0	0.0	0.0
------------------	-----	-----	-----	-----

Tổng vay nợ & VCSH	3,028.8	3,042.2	3,396.	3,795.4
-------------------------------	----------------	----------------	---------------	----------------

Tăng trưởng & tỷ suất (%)	2010	2011E	2012F	2013F
---------------------------	------	-------	-------	-------

Tăng trưởng Doanh thu	-18.0%	7.5%	6.1%	24.5%
------------------------------	---------------	-------------	-------------	--------------

Tăng trưởng EBITDA				
---------------------------	--	--	--	--

Tăng trưởng EBIT	-22.4%	20.2%	11.9%	6.0%
-------------------------	---------------	--------------	--------------	-------------

Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-18.4%	4.5%	13.2%	1.2%
-----------------------------------	---------------	-------------	--------------	-------------

Tăng trưởng EPS	-33.8%	-12.1%	13.2%	1.2%
------------------------	---------------	---------------	--------------	-------------

Tỷ suất LN gộp	56.7%	62.8%	66.1%	56.8%
-----------------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Tỷ suất EBITDA				
-----------------------	--	--	--	--

Tỷ suất EBIT	-52.5%	-35.0%	-32.3%	-32.4%
---------------------	---------------	---------------	---------------	---------------

Các chỉ số	2010	2011E	2012F	2013F
------------	------	-------	-------	-------

ROE	12.4%	12.4%	13.3%	12.7%
------------	--------------	--------------	--------------	--------------

ROA	10.0%	10.4%	10.5%	9.5%
------------	--------------	--------------	--------------	-------------

Số ngày hàng tồn kho	83.7	80.0	68.1	77.3
-----------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Số ngày khoản phải thu	51.2	138.1	192.1	219.9
-------------------------------	-------------	--------------	--------------	--------------

Số ngày khoản phải trả				
-------------------------------	--	--	--	--

Vay nợ ròng/VCSH	24.6%	19.6%	25.8%	32.6%
-------------------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Độ che phủ lãi vay - EBIT(x)	12.4%	12.4%	13.3%	12.7%
-------------------------------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Định giá so sánh	2010	2011E	2012F	2013F
------------------	------	-------	-------	-------

PE	5.09	N/A	N/A	N/A
-----------	-------------	------------	------------	------------

PB	0.66	N/A	N/A	N/A
-----------	-------------	------------	------------	------------

Lợi suất cổ tức	15%	10%	10%	10%
------------------------	------------	------------	------------	------------

Nguồn: VSH & TLS dự báo

ANALYST DECLARATION

Conflicts of interest might exist as ThangLong Securities ("TLS") and its clients might have stakes in the target firm through investments and/or advisory services in the past, at present or in the future.

PRODUCT

This product covers the latest developments on the target firm. Details on the firm can be obtained by contacting our analyst(s) or the sales persons named above. We thank clients for comments and feedbacks on our product. TLS publishes this product, but all errors if any are the authors'.

Analyst's opinion: BUY – expected to gain more than 15% compared to the price on report issue date; SELL – expected to drop more than 15% compared to the price on report issue date; HOLD – expected to change between -15% to 15% compared to the price on report issue date.

TLS RESEARCH TEAM

We offer economic and equity research. The Economic Research Team offers periodic reports on macroeconomics, monetary policies and fixed income markets. The Equity Research Team offers reports on listed firms, private equities and sector reviews. TLS Research Team also offers regular market commentaries - The Investor Daily.

THANGLONG SECURITIES (TLS)



Established in 2000, TLS was one of the first securities firms operating in Vietnam. TLS provides a full range of services including brokerage, research and investment advisory, investment banking and capital markets underwriting. With 500 employees located throughout an expansive network of offices in Hanoi, Ho Chi Minh City, Hai Phong, Da Nang and other strategic locations, TLS is one of the best known securities firms in Vietnam. Our client base consists of retail and institutional investors, financial institutions and corporations. As a member of the MB Group, including MB Bank, MB Land, MB Asset Management and MB Capital, TLS is able to leverage substantial human, financial and technological resources to provide its clients with tailored products and services that few securities firms in Vietnam can match. Since its establishment, TLS has become widely regarded throughout Vietnam as:

- A leading brokerage firm – ranked No.1 in terms of brokerage market share since 2009;
- A renowned research firm with a team of experienced analysts that provides market-leading research products and commentaries on equity markets and the economy; and
- A trusted provider of investment banking services for corporate clients.

OFFICES

Headquarter: Level 6, Toserco Tower, 273 Kim Ma, Ba Dinh District, Hanoi. Phone: +84 4 37262600.

HCMC Office: Level 2, Petro Vietnam Tower, 1-5 Le Duan, District 1, Ho Chi Minh City. Phone: +84 8 39106411.

Research Office: Level 4, Vinaconex Tower, 34 Lang Ha, Dong Da District, Hanoi. Phone: +84 4 44568668. E: research@tls.vn