

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

Thông tin cơ bản



Công ty CP Thủy điện Vĩnh Sơn– Sông Hình
Thành lập năm 1994 và CPH năm 2005
21, Nguyễn Huệ, Quy Nhơn, Bình Định
Tel: 056.3892792

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

Ngành

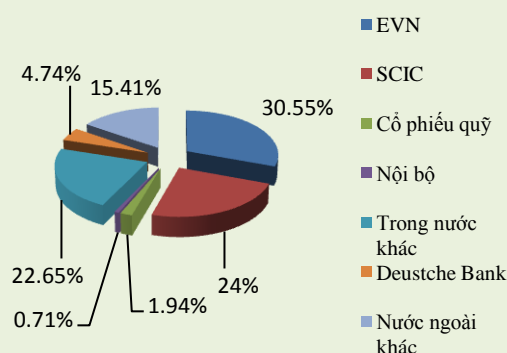
Sản xuất và phân phối điện

Ngày chào sàn: 18/07/2006

Thông tin giao dịch

Giá hiện tại (đ)	10,000
SLCP lưu hành (cp)	202,241,246
Giá trị vốn hóa (tỷ đ)	2,022.4
P/E 9T	7.7
P/B	0.75
KLGD 1 tháng (cp)	176,891
GTGD 3 tháng (tỷ đ)	1.8
Sở hữu nước ngoài	20.15%
Beta	0.67

Cơ cấu cổ đông (%)



Ngày cập nhật: 04/11/2011

TỔNG KẾT

Ngành điện có nhiều tiềm năng phát triển do cung không đủ đáp ứng trong khi nhu cầu điện cho sinh hoạt và công nghiệp đang tăng nhanh và năm 2020 được dự báo sẽ gấp 3.5 lần hiện tại.

VSH là doanh nghiệp có **quy mô hàng đầu** trong số các mã cổ phiếu thủy điện trên sàn chứng khoán.

Hoạt động khá **ổn định**, tình hình **tài chính tốt**, tiền mặt nhiều

ĐHCD tổ chức ngày 02/12 có nội dung chia cổ tức 2010, nếu vẫn duy trì ở mức 15% như năm 2009, tỷ suất lợi nhuận trên giá hiện ở mức cao 15%.

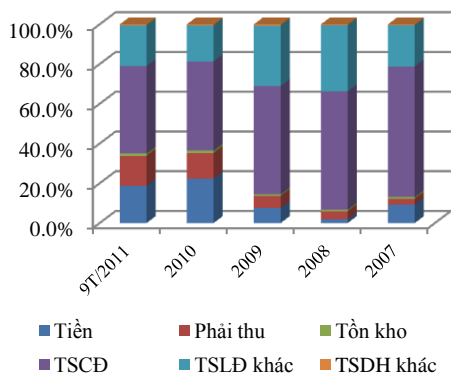
Thanh khoản tốt nhất trong số các cổ phiếu thủy điện, định giá thấp với P/E forward từ 4.6 – 5.7, P/B là 0.75

Thông tin Tài chính cơ bản

Năm	2007	2008	2009	2010	9T/11
VĐL	1,374.9	1,374.9	2,062.4	2,062.4	2,062.4
Tổng TS	2,459.4	2,483.3	2,580.9	3,028.8	3,234.3
VCSH	2,020.9	2,141.1	2,261.1	2,427.9	2,680.3
Doanh thu	370.2	483.7	517.6	424.5	341.9
LNTT	256.3	370.2	387.1	324.7	285.4
LNST	256.8	370.9	374.5	302.4	263.0
EPS	1,868	2,698	1,816	1,466	1,300
BV	14,699	15,573	10,963	11,772	13,252
LNST/DT	69.23%	76.54%	74.79%	76.49%	83.46%
ROAE	12.34%	16.85%	15.97%	11.84%	9.81%
ROAA	10.39%	14.65%	13.35%	9.66%	8.13%
Nợ/VCSH	21.63%	15.92%	13.99%	24.66%	20.60%
TSLĐ/Nợ	6.76	8.58	17.28	6.29	15.83

(Nguồn: ABS tổng hợp từ BCTC VSH)

Cơ cấu tài sản



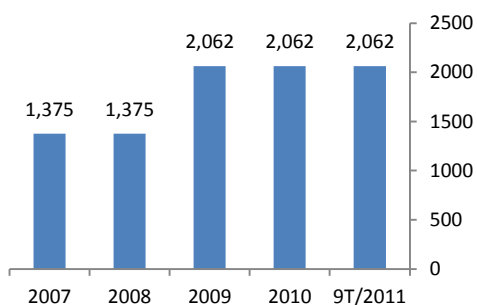
(Nguồn: BCTC VSH, ABS tổng hợp)

Công ty con, liên kết

	% sở hữu
CTCP CNG Việt Nam	60.35%
CTCP Du lịch Bình Định	49.72%

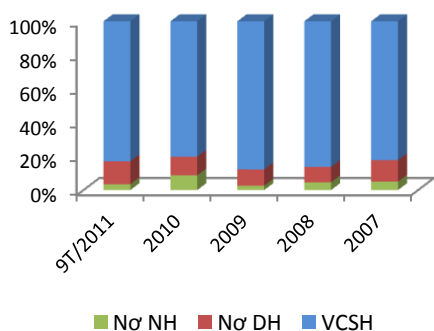
(Nguồn: BCTC VSH, ABS tổng hợp)

Vốn điều lệ (tỷ đ)



(Nguồn: BCTC VSH)

Cơ cấu nguồn vốn



(Nguồn: BCTC VSH, ABS tổng hợp)

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Cơ cấu tài sản

Giá trị TSCĐ chiếm tỷ trọng lớn nhất (44%) tương đương 1.420 tỷ đồng. Hiện tại VSH đang vận hành 2 nhà máy điện là Vĩnh Sơn (66MW – hoạt động năm 1994) và Sông Hình (70MW- hoạt động từ 1999) đã khấu hao được trên 60% giá trị. Ngoài ra, công ty cũng đang triển khai 2 dự án nhằm nâng tổng công suất phát điện lên 386MW vào năm 2014 bao gồm:

- Dự án Thượng Kontum, công suất 220MW, vốn đầu tư 5.700 tỷ đồng. Hiện VSH đang thực hiện thi công các gói thầu chính với số tiền đã giải ngân là 253 tỷ đồng
- Dự án Vĩnh Sơn 3, công suất 30MW, vốn đầu tư 777 tỷ đồng. VSH đã giải ngân 55 tỷ đồng và đang thi công các công trình phụ trợ.

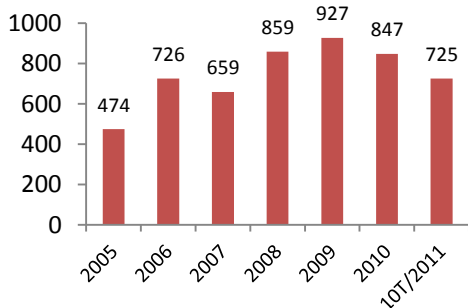
Từ 2010 trở lại đây, giá trị các khoản phải thu của VSH tăng nhanh hiện chiếm khoảng 10% tài sản (328.5 tỷ đồng). Tuy nhiên trong số này có tới 209 tỷ đồng là tiền VSH tạm ứng cho các nhà thầu thi công dự án Thượng Kontum, tiền bán điện phải thu từ EVN giảm 55% so đầu năm xuống còn 75 tỷ.

Đầu tư tài chính chiếm 21% tài sản, tương đương 673 tỷ đồng bao gồm 500 tỷ cho EVN vay 12 tháng với lãi suất từ 11.2% - 11.4%, trên 3 triệu cổ phiếu PPC (đã trích lập dự phòng về giá 6.900) và các khoản tiền gửi ngắn hạn khác.

Cơ cấu nguồn vốn

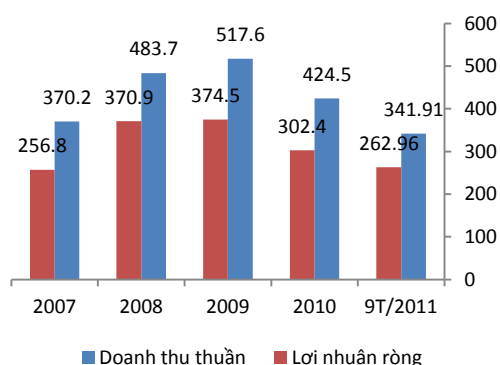
VSH hoạt động chủ yếu bằng nguồn vốn tự có, vốn bên ngoài chiếm tỷ trọng thấp 17% tổng nguồn vốn và chủ yếu là các khoản nợ dài hạn. Tính đến thời điểm 30/6/2011, dư nợ vay của VSH là 440 tỷ tương đương 16.7% vốn chủ sở hữu. Trong số này đáng chú ý có 2 khoản vay dài hạn bằng USD bao gồm 8,4 triệu USD vay của Quỹ phát triển Bắc Âu không chịu lãi chỉ mất chi phí quản lý và dịch vụ 0.95%/năm và 10.7 triệu USD vay của ngân hàng Đầu tư Bắc Âu với lãi suất Libor + margin và phí quản lý 0.2%/năm. Các khoản vay này được thanh toán tiền gốc mỗi năm 2 kỳ và quy đổi tương đương 211.7 tỷ đồng. Các khoản vay khác chủ yếu được vay tín chấp hoặc thế chấp bằng tài khoản tiền gửi của VSH tại các tổ chức tín dụng. Như vậy có thể thấy việc tiếp cận được với nguồn vốn giá rẻ đang là lợi thế khá lớn của VSH.

Sản lượng điện sản xuất (triệu Kwh)



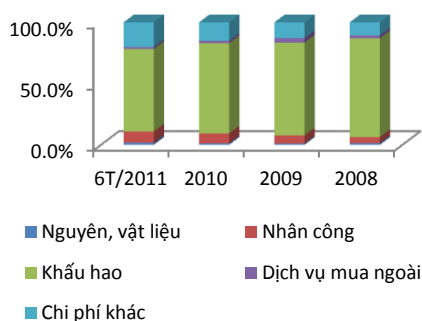
(Nguồn: VSH)

Doanh thu, lợi nhuận (tỷ đồng)



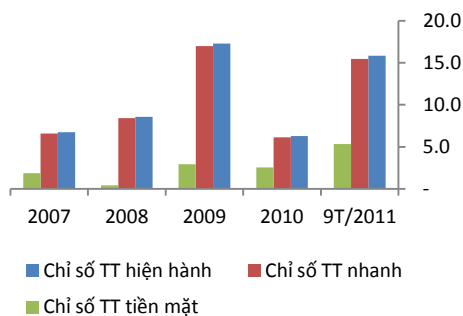
(Nguồn: BCTC VSH, ABS tổng hợp)

Chi phí sản xuất kinh doanh



(Nguồn: BCTC VSH, ABS tổng hợp)

Khả năng thanh toán



(Nguồn: BCTC VSH, ABS tổng hợp)

Sau khi tăng 1.5 lần năm 2009, cho đến nay vốn điều lệ của VSH là 2.062 tỷ đồng. Ngoài các quỹ, trong VCSH của công ty hiện có 4 triệu cổ phiếu quỹ với giá vốn 11.780 đồng mua năm 2010, 567.8 tỷ lãi chưa phân phối (năm 2010 VSH chưa chia cổ tức) và 3.7 tỷ đồng trích lập dự phòng tỷ giá các khoản vay ngoại tệ.

Hoạt động kinh doanh

Sản lượng điện năng sản xuất trong những năm gần đây tăng trưởng đều nhờ thủy văn thuận lợi. Năm 2010 do thời tiết khô hạn trong các tháng đầu năm làm giảm sản lượng điện của VSH cộng với việc chưa đàm phán xong giá bán điện với EVN khiến cho doanh thu giảm 18% so với 2009. Sang năm 2011, lượng nước về hồ nhiều nên 6 tháng đầu năm 2011, sản lượng điện tăng 14% so cùng kỳ và mặc dù giảm trong quý 3 nhưng tính lũy kế 10 tháng vẫn tăng 8%. Nhờ vậy nên doanh thu 9T đạt 342 tỷ đồng, tăng 14% so cùng kỳ. Hiện VSH vẫn đang sử dụng 90% giá bán điện của năm 2009 (bình quân 563đ/Kwh) để hạch toán doanh thu.

Lợi nhuận sau thuế 9 tháng đạt 263 tỷ đồng, tăng tới 30% so cùng kỳ do chi phí giá vốn giảm và lãi từ tiền gửi ngân hàng tăng mạnh, EPS 9 tháng đạt 1.275 đồng.

Kiểm soát chi phí

Do là DN thủy điện nên chi phí của VSH thấp, chiếm bình quân khoảng 47% doanh thu hàng năm và chủ yếu là chi phí khấu hao (77%) tiếp đó là nhân công, chi phí sửa chữa lớn...Hiện tại VSH đang trích khấu hao theo phương pháp đường thẳng và bình quân hàng năm tỷ lệ khấu hao khoảng 5%.

Theo định mức, tỷ lệ điện tự dùng hàng năm là 1.3%, tuy nhiên trên thực tế nhờ kiểm soát tốt nên tỷ lệ này thường ở mức thấp chỉ khoảng 0.7%, qua đó tăng lượng điện thương phẩm của VSH.

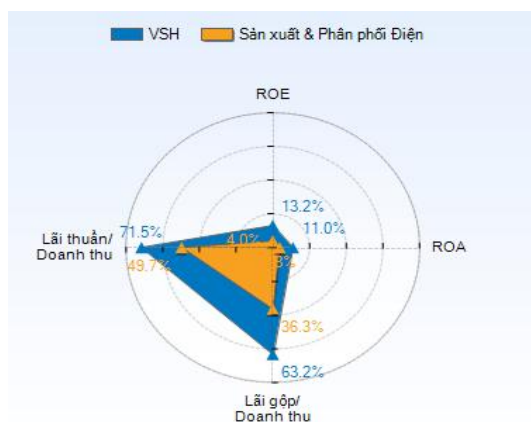
Chi phí tài chính của VSH chủ yếu là chi phí trích lập dự phòng tỷ giá cho các khoản vay bằng USD, chi phí lãi vay chiếm phần nhỏ. Đầu năm 2011, do tỷ giá được điều chỉnh mạnh nên VSH phải trích lập trên 19 tỷ đồng trong khi cả năm 2010 chỉ trích lập 12 tỷ đồng.

Khả năng thanh toán

Khả năng thanh toán của VSH được đảm bảo do nợ đặc biệt là nợ ngắn hạn rất thấp trong khi doanh nghiệp luôn duy trì lượng lớn

tiền mặt và tương đương thể hiện ở chỉ số tiền/nợ ngắn hạn luôn ở mức trên 2 lần trong những năm gần đây, thậm chí theo BCTC 9 tháng lên đến trên 5 lần.

VỊ THẾ TRONG NGÀNH



Đơn vị tính: tỷ đồng

Chỉ tiêu	VSH	TBC	SJD	SBA
Công suất (Mw)	136	120	77.6	73
Vốn ĐL (tỷ)	2,062.4	635	358.8	500
DT 9T (tỷ)	341.91	79.7	189.8	102.1
LNST 9T (tỷ)	262.96	24.2	72.3	6.5
ROE (%)	14.1	4.8	17.83	7.35
ROA (%)	11.6	4.46	8.86	2.54
LN/DT (%)	76.9	29.74	35.44	20.84
EBITDA/DT (%)	111.7	76.26	79.64	79.36
Nợ/VCSH	0.21	0.1	1	1.93
EPS (đồng)	1,300	582	2,573	776
BVPS (đồng)	13,252	11,920	14,906	10,427
Giá	10,000	11,000	9,800	4,900
P/E	7.7	18.9	3.8	6.3
P/B	0.8	0.9	0.7	0.5

(Nguồn: BCTC 9 tháng 2011 các công ty)

Năm 2010 VSH đóng góp khoảng 0.87% tổng sản lượng điện của cả nước và 0.98% lượng điện của các doanh nghiệp trực thuộc EVN sản xuất ra. Tính đến hết tháng 10/2011, các tỷ lệ này lần lượt là 0.8% và 1.75%.

Hiện đang có 8 công ty sản xuất thủy điện niêm yết trên sàn chứng khoán và tính cả VSH là lớn nhất về mặt quy mô. Trong số này 1/2 công ty trực thuộc EVN còn lại là thuộc Tập đoàn Sông Đà. Nếu tính chung cả các DN nhiệt điện thì các chỉ số về lợi nhuận, hiệu quả hoạt động (ROE, ROA) của VSH đều cao hơn bình quân của ngành (xem biểu đồ).

Trong khi giá bán điện của các nhà máy thuộc Tập đoàn Sông Đà cho EVN đều đã được cố định trong vòng từ 20-25 năm thì với các nhà máy của EVN giá được điều chỉnh theo từng năm, đây cũng là một ưu thế của các DN này. Hiện chỉ có VSH và TMP là chưa đàm phán xong hợp đồng mới với EVN nên vẫn tạm thời hạch toán với giá thấp (VSH là 90% giá năm 2009, TMP là 90% giá năm 2010). Tuy vậy cũng có thể thấy hiệu quả của VSH là tốt khi chỉ số ROE, EPS tính 4 quý gần nhất chỉ thấp hơn so với SJD một phần do khấu hao của SJD thấp hơn và không phải trích lập tỷ giá. Tuy vậy tài chính của VSH lại tốt hơn nhiều so với SJD khi nợ vay chỉ chiếm 16% nguồn vốn trong khi tỷ lệ này tại SJD lên tới 41%.

PHÂN TÍCH SWOT

Thách thức

- Đặc thù hoạt động phụ thuộc nhiều vào điều kiện thời tiết, trong khi lượng mưa được dự báo sẽ ít hơn do hiện tượng El Nino
- Nhu cầu vốn lớn cho các dự án trong khi nguồn huy động hiện rất khó khăn làm ảnh hưởng tới tiến độ và khả năng phát triển trong tương lai

Khó khăn

- Do có khoản vay bằng ngoại tệ nên DN phải đối mặt với rủi ro tỷ giá
- Việc đàm phán giá với EVN kéo dài mỗi khi kết thúc hợp đồng làm cho VSH không chủ động trong hoạt động sản xuất kinh doanh và ảnh hưởng tới việc trả cổ tức cho cổ đông.

Cơ hội

- Hiện tại sản xuất điện trong nước vẫn chưa đủ đáp ứng nhu cầu
- Việc đưa thị trường phát điện cạnh tranh vào hoạt động và khuyến khích các nhà đầu tư bên ngoài tham gia sẽ góp phần nâng giá bán điện.

Lợi thế

- Là doanh nghiệp trực thuộc EVN nên có lợi thế trong việc đàm phán giá điện và nhận được nhiều hỗ trợ trong việc vay vốn cho đầu tư.
- Vay nợ ít nên không bị tác động nhiều bởi chi phí lãi vay.

TRIỂN VỌNG

Thông thường quý 3 là quý thấp điểm nhất trong năm do vào mùa mưa nên DN tranh thủ tích nước, hơn nữa giá bán điện trong quý này cũng thấp hơn so với mùa khô. Với điều kiện thuận lợi trong năm 2011, chúng tôi ước tính sản lượng điện cả năm của VSH có thể đạt mức 900 triệu Kwh và doanh thu khoảng 470 tỷ, lợi nhuận 340 tỷ đồng.

Việc đàm phán giá của VSH với EVN đã diễn ra từ năm 2010 và mới đây VSH đã có thông báo chốt danh sách đề tổ chức ĐHCĐ năm 2011 vào ngày 02/12, do vậy nhiều khả năng công ty đã đàm phán xong giá điện với EVN. Mặc dù giá bán lẻ điện đã tăng bình quân trên 15% và giá điện của VSH hiện thấp hơn của một số doanh nghiệp khác nhưng với việc EVN đang bị lỗ 31.500 tỷ đồng (tính đến hết tháng 8/2011) thì kỳ vọng giá tăng nhiều đối với VSH là khó khả thi.

Trong trường hợp xấu nhất giá điện vẫn được giữ như năm 2009 (bình quân 563 đồng/kwh), lợi nhuận của VSH sẽ tăng thêm khoảng 93 tỷ đồng đạt 433 tỷ đồng, tương đương mức EPS 2.140 đồng.

ĐỊNH GIÁ

Sử dụng các chỉ số định giá P/E và P/B của các doanh nghiệp thủy điện hiện đang niêm yết trên sàn với tỷ trọng 50%: 50% và dự báo lợi nhuận năm 2011 của VSH, kết quả như sau:

Nếu vẫn lấy 90% giá điện của năm 2009

Phương pháp	Bình quân ngành	EPS / BVPS của VSH	Giá (đ)	Tỷ trọng (%)
P/E f	8.3	1.680	13,944	50
P/B	0.7	13.252	9,276	50
Giá			11,600	

Nếu giá điện mới không thay đổi

Phương pháp	Bình quân ngành	EPS / BVPS của VSH	Giá (đ)	Tỷ trọng (%)
P/E f	8.3	2.140	17,762	50
P/B	0.7	13.252	9,276	50
Giá			13,500	

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH

Báo cáo phân tích công ty nhằm mục đích đánh giá và đưa ra những khuyến nghị mang tính tham khảo, nhằm hỗ trợ khách hàng.

Các thông tin mà Báo cáo sử dụng được thu thập và xem xét với mức độ cẩn trọng tối đa có thể và dựa trên những nguồn mà ABS cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ABS không chịu trách nhiệm về độ chính xác và đầy đủ của các thông tin trong Báo cáo này. Các ý kiến, nhận định, khuyến nghị chỉ thể hiện quan điểm chủ quan của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của ABS và có thể thay đổi mà không cần thông báo.

Báo cáo này chủ yếu cung cấp những thông tin, nhận định, khuyến nghị mang tính tổng hợp. Nhà đầu tư cần tự ra quyết định dựa trên tình hình tài chính, các mục tiêu đầu tư cụ thể và các điều kiện riêng của cá nhân.

ABS không chịu trách nhiệm về bất cứ thiệt hại nào liên quan đến việc khai thác và sử dụng các thông tin từ Báo cáo này.

Ban Đầu tư và Phân tích
Công ty CP Chứng khoán An Bình
Tầng 4, Hà Thành Plaza
102 Thái Thịnh, Đống Đa, Hà Nội
Tel: 043 5624626 ext: 155
Fax: 043 5624628
Email: hien.ngothe@abs.vn / tuan.tranquoc@abs.vn