

Ngành: Điện
06/08/2013
CÔNG TY CỔ PHẦN THỦY ĐIỆN VĨNH SƠN SÔNG HÌNH (HSX : VSH)
Họ tên Cao Thị Tinh

Chuyên viên phân tích

Email: Tinhct@fpts.com.vn

Điện thoại : (84) – 4 3773 7070 – Ext : 4385

Giá hiện tại : 13.500
Giá mục tiêu : 12.265
Tăng/giảm: - 1.235
Tỷ suất cổ tức: 7,3%
THEO DÕI
Diễn biến giá cổ phiếu VSH

Tóm tắt nội dung

- Sản lượng 6 tháng đầu năm giảm mạnh so với cùng kỳ do điều kiện thời tiết hạn hán tại khu vực miền Trung – Tây Nguyên. Doanh thu và lợi nhuận từ hoạt động sản xuất giảm mạnh do mực nước thấp trong Q2' 13. Tuy nhiên, doanh thu tài chính tăng cao từ việc bán cổ phiếu trong danh mục đầu tư tài chính, giúp cải thiện phần nào lợi nhuận trong quý.
- Giá bán điện vẫn chưa được thống nhất với EVN, khả năng khó hoàn thành ký kết trong năm nay. Giá tạm tính bằng 62,3% giá bán hợp đồng năm 2009.
- Tạm hoãn hai dự án đầu tư Vĩnh Sơn 2 và Vĩnh Sơn 3, nhằm tập trung vốn và nguồn lực cho dự án Thượng Kon Tum. Doanh nghiệp dự kiến phát hành trái phiếu chuyển đổi với tổng giá trị 505 tỷ đồng, để huy động vốn đầu tư cho dự án.
- Dự phóng kết quả kinh doanh:** Theo chúng tôi ước tính, sản lượng tối đa của năm đạt khoảng 650 triệu kWh, doanh thu đạt 228 tỷ đồng, giảm 31% so với cùng kỳ, đạt 48% kế hoạch, LNST đạt khoảng 136 tỷ đồng, giảm 42% và hoàn thành 60,7% kế hoạch đề ra. EPS ước đạt 662 đồng/cổ phiếu.

Khuyến nghị:

So với mức PE bình quân ngành 9,24 lần, EPS kỳ vọng đạt 662 đồng, giá bán kỳ vọng theo phương pháp P/E là 6.114 đồng, thấp hơn nhiều so với mức giá hiện tại. Nguyên nhân là do dự phóng sản lượng trong năm 2013 giảm xuống thấp nhất trong 5 năm trở lại đây trong khi đó giá điện vẫn chưa được thống nhất nên giá bán vẫn ở mức thấp. Do vậy, cổ phiếu VSH không có nhiều hấp dẫn trong ngắn hạn. Tuy nhiên, VSH vẫn có tiềm năng tăng trưởng khi hợp đồng mua bán điện với EVN được ký kết. Với giá định mức giá điện bằng với giá hợp đồng năm 2009, EPS kỳ vọng đạt 1.330 đồng, khi đó giá kỳ vọng theo phương pháp P/E ước đạt 12.265 đồng. Khi đó, doanh thu và lợi nhuận từ 2010-2013 sẽ được hồi tố về từng năm một tương ứng. Riêng ước tính doanh thu và lợi nhuận năm 2013 tăng lên khoảng 138 tỷ đồng. Như vậy, dòng tiền VSH được tăng lên và đáp ứng 1 phần nhu cầu vốn đầu tư nhà máy. Vì vậy, chúng tôi đưa ra khuyến nghị THEO DÕI đối với mã cổ phiếu này.

Thông tin giao dịch 06/08/2013

Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)	15.500
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP)	10.000
Số lượng CP niêm yết (CP)	206.241.246
Số lượng CP lưu hành (CP)	206.241.246
KLGD ngày BQ 3 tháng (CP/ngày)	968.993
% sở hữu nước ngoài	23,94%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	2.062
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	2.784

Chỉ tiêu	2011	2012	KH2013
Sản lượng điện thương phẩm (tr kWh)	903,2	847,6	750
Doanh thu thuần (tỷ)	459	332	472
Lợi nhuận gộp	274	178	
LNTT	364	265	301
LNST	329	234	225
Tỷ lệ lãi gộp(%)	59,6	53,4	
Tỷ lệ lãi sau thuế(%)	71,6	70,4	47,7
EPS (đồng/cp)	1.626	1.157	
ROE(%)	13,33	9,76	
Cổ tức	10%	10%	10%

Danh sách cổ đông Tỷ lệ

EVN	30,55%
SCIC	24%
VIAC Limited Partnership	6,95%
Deutsche Bank London	4,99%

Cập nhật kết quả kinh doanh mới nhất

Sản lượng điện sụt giảm: Do điều kiện hạn hán kéo dài trong nửa đầu năm ở các tỉnh miền Trung Tây Nguyên, lượng nước dự trữ tại các hồ thủy điện thấp, hai nhà máy chạy dưới công suất thiết kế. Ngoài ra, hai nhà máy này phải chịu trách nhiệm điều tiết tưới tiêu cho mùa vụ tại khu vực này nên khó vận hành để tối ưu hóa sản lượng. Sản lượng điện thương phẩm trong Q2'13 đạt 127 triệu kWh, giảm hơn 50% so với cùng kỳ năm 2012. Lũy kế 6 tháng đạt khoảng hơn 300 triệu kWh, giảm hơn 40% so với cùng kỳ và chỉ hoàn thành 40% kế hoạch đề ra (750 triệu kWh).

Giá bán điện cho EVN vẫn chưa được thống nhất: EVN là nhà phân phối độc quyền trong ngành điện. Các nhà sản xuất điện phải đàm phán trực tiếp với EVN để thống nhất giá bán buôn cho EVN trong hợp đồng. Tùy thuộc vào giá thành sản xuất điện của từng nhà máy, giá đàm phán có thể rất khác nhau. Mặc dù VSH hiện đã gia nhập thị trường điện cạnh tranh, nhưng 90% năng suất khả dụng của VSH được bán theo giá hợp đồng và 10% sản lượng còn lại VSH có cơ hội chào bán với giá cạnh tranh trên thị trường.

Tính tới thời điểm này, hợp đồng mua bán điện giữa EVN và VSH vẫn chưa được thực hiện từ khi hết hợp đồng năm 2009. Khả năng ký kết được hợp đồng giá trong năm nay vẫn chưa có dấu hiệu khả quan, ước tính mức giá bán tính doanh thu của VSH vẫn bằng 62,3% giá hợp đồng năm 2009, tương đương 351 đồng/kWh.

Cập nhật kết quả kinh doanh Q2'13:

Doanh thu Q2'13 của VSH đạt 44,72 tỷ đồng, giảm 53% so với cùng kỳ năm trước. Với sản lượng giảm nhiều trong Q2, BLNG của VSH cũng giảm sâu, đạt mức thấp nhất trong 5 năm qua, khoảng 21,3%, tương đương với khoảng 9,5 tỷ đồng LN gộp, giảm 82% so với cùng kỳ.

Doanh thu tài chính giúp lợi nhuận cải thiện đáng kể: Doanh thu tài chính đạt 57,56 tỷ đồng, tăng 143,57% so với cùng kỳ. Mức tăng cao này là do trong quý VSH đã thực hiện bán 3 triệu cổ phiếu PPC đầu tư tài chính dài hạn.

LNST của doanh nghiệp trong quý II đạt gần 48,27 tỷ đồng, lũy kế 6 tháng ước đạt 83,6 tỷ đồng. EPS 6 tháng ước đạt khoảng 405.54 đồng/cổ phiếu.

Chỉ tiêu	Q2'13	Q2'12	% TT	6T2013	6T2012	%TT	Kế hoạch	% KH
Doanh thu (tỷ)	44,72	94,4	-52,6%	104,68	193,9	-46,01%	472	22,2%
LNTT (tỷ)	65,04	86,2	-24,5%	101,38	153,9	-34,14%	301	33,7%
LNST (tỷ)	48,27	74,3	-35,0%	83,61	140	-40,28%	225	37,2%

Dự báo kết quả 2013 và khả năng hoàn thành kế hoạch

Điều kiện thời tiết không thuận lợi khiến kế hoạch năm không khả thi:
 Tính tới đầu tháng 8, thời tiết tại khu vực Nam Trung Bộ - Tây Nguyên vẫn bị hạn hán, mực nước tại các hồ chứa ở mức thấp, nhiều hồ chứa đã gần mực nước chết. Với mực nước hiện tại tại các hồ chứa của VSH, nhà máy chỉ duy trì phát điện trong vòng 1 tháng tới.

Hiện thời vẫn chưa có thông tin về thời điểm hợp đồng mua bán điện với EVN được ký kết, vì vậy chúng tôi giả định giá điện tính cho doanh thu trong năm 2013 bằng 62,3% giá hợp đồng năm 2009 (351 đồng/kWh). Sản lượng điện trong năm 2013 được ước tính đạt khoảng 650 triệu kWh, hoàn thành 86,7% kế hoạch đề ra. Doanh thu dự kiến năm 2013 ước đạt 228,15 tỷ đồng, giảm 31% so với năm trước, hoàn thành 48% kế hoạch đề ra. LNTT ước đạt 172 tỷ đồng, LNST đạt 136 tỷ đồng, giảm 41,7% so với cùng kỳ. EPS cả năm ước đạt 662 đồng/cổ phiếu.

Trong trường hợp VSH có khả năng ký kết hợp đồng với EVN trong năm nay, doanh thu và lợi nhuận của VSH tăng lên bằng với khoản chênh lệch giá bán giữa giá tạm tính và giá ký kết (giả định bằng với giá hợp đồng năm 2009) thì doanh thu cả năm ước đạt 364 tỷ đồng, cả doanh thu và lợi nhuận tăng khoảng 138 tỷ đồng. Trong trường hợp đó, LNST ước đạt 274 tỷ đồng, EPS ước đạt 1.330 đồng/cp

Thông tin mực nước tại các hồ chứa ngày 2/8/2013

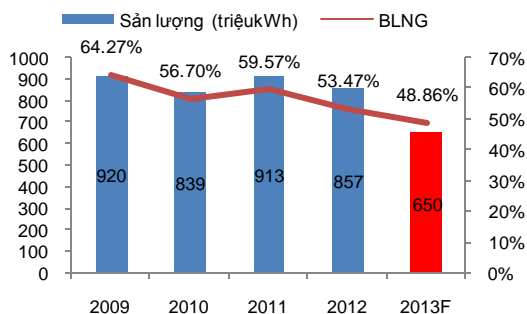
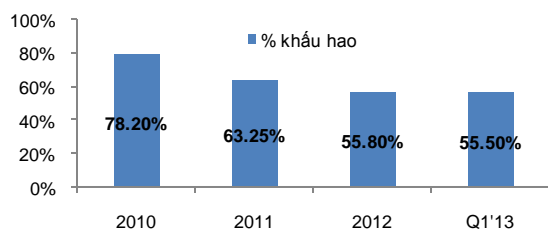
Tên hồ	Lượng nước (triệu m3)	Dung tích thiết kế (triệu m3)	Mực nước hiện tại (m)	Mực nước chết (m)
Hồ Vĩnh Sơn A	20	43	774	765
Hồ Vĩnh Sơn B	15	97	817	813
Hồ Vĩnh Sơn C	2	68,6	972	971
Hồ Sông Hình	35	357	199	196

Nguồn: VSH

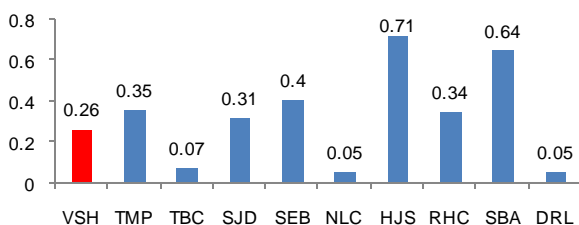
Thông tin các dự án đầu tư

Hai dự án thủy điện Vĩnh Sơn 2 và Vĩnh Sơn 3 bị dừng lại trong năm nay, dự kiến chưa đầu tư thêm do tình hình kinh tế khó khăn và công ty muốn tập trung vào dự án Thủy điện Kon Tum.

Đối với dự án Thủy điện Kon Tum: Công ty sẽ tập trung đầu tư vào dự án này và hoàn thiện vào năm 2015, với cơ cấu vốn 30% vốn tự có và 70% vốn huy động bên ngoài. ĐHCĐ thường niên năm 2013 đã thông qua phương án phát hành 505 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi, mệnh giá trái phiếu 1 triệu đồng/trái phiếu. Thời hạn chuyển đổi trái phiếu là 36 tháng, lãi suất trái phiếu là 13,5%/năm cho cổ đông hiện hữu. Tuy nhiên thời điểm phát hành chưa được xác định rõ một phần nguyên nhân là do doanh nghiệp vẫn chưa ký kết hợp đồng mua bán điện được với EVN.

Diễn biến sản lượng và BLNG của VSH (2009-13F)

Tỷ trọng chi phí KH trong COGS của VSH

Cơ cấu giá trị tài sản VSH ngày 31/3/13

Chỉ tiêu	Giá trị (tỷ)	% TTS
TS Ngắn hạn	1.325,43	39,72%
Tiền và tương đương tiền	519,86	15,38%
Các khoản phải thu	673,74	20,19%
TS Dài hạn	2.011,55	60,28%
Tài sản cố định	1.995,52	59,80%
Tổng TS	3.336,99	100%

Tỷ lệ nợ của TT của các DN thủy điện niêm yết

Phân tích tài chính
Hiệu quả kinh doanh

- ✓ **Biên lợi nhuận giảm do sản lượng điện giảm:** Do đặc thù của ngành thủy điện là không phải chịu chi phí nguyên vật liệu đầu vào nên chi phí chủ yếu đến từ chi phí khấu hao. Vì vậy, sản lượng thủy điện càng nhiều trong năm thì doanh nghiệp sẽ có biên lợi nhuận càng cao nhờ lợi ích từ hiệu quả quy mô. Biên lợi nhuận gộp của VSH trong quý I giảm xuống còn 47,7%, so với 53,28% của cùng kỳ do sản lượng điện trong Q1'13 giảm 40% so với cùng kỳ.
- ✓ **Chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng lớn trong giá vốn hàng bán (COGS) nhưng có xu hướng giảm dần:** Máy móc, thiết bị trong 2 nhà máy thủy điện đã khấu hao gần hết nên chi phí khấu hao hàng năm có xu hướng giảm dần, tuy nhiên vẫn chiếm tỷ trọng trên 55% giá vốn hàng bán của VSH.

Cơ cấu tài sản và nguồn vốn

- ✓ **Tài sản cố định chiếm gần 60% tổng tài sản VSH:** Trong đó, giá trị phần lớn thuộc về nhà xưởng, vật liệu kiến trúc và chi phí xây dựng dở dang (Dự án thủy điện Thượng Kon Tum – tổng giá trị tính đến ngày 31/3 đạt khoảng 900 tỷ đồng, chiếm 50% tài sản cố định). VSH hiện đang chạy hai nhà máy: Nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn và nhà máy thủy điện Sông Hinh. Nhà máy Sông Hinh được đi vào hoạt động từ năm 1994 và đã khấu hao hết, còn nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn (giá trị còn lại khoảng 320 tỷ đồng) được dùng để thế chấp khoản vay chi nhánh ngân hàng Phát triển Phú Yên.
- ✓ **Đòn bẩy tài chính thấp:** Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của VSH tương đối thấp so với mức bình quân ngành, thấp thứ 4 trong danh sách các doanh nghiệp thủy điện niêm yết. VSH hiện thời có khoản vay dài hạn bằng USD (tương đương 178 tỷ đồng) và 590 tỷ đồng khoản vay ngắn hạn nhằm phục vụ cho hoạt động đầu tư xây dựng cơ bản. VSH có kế hoạch phát hành 505 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi, nhưng chưa xác định thời gian cụ thể, nhằm phục vụ cho dự án thủy điện Thượng Kon Tum trong thời gian tới.

THÔNG TIN CHUNG

Mã CK	VSH
Tên công ty	Công ty CP thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh
Trụ sở chính	21 Nguyễn Huệ, Quy Nhơn, Bình Định
Điện thoại	(84.056) 892.792
Fax	(84.056) 891.975
Email	nmtdvs@dng.vnn.vn
Website	http://www.vshpc.evn.com.vn

LĨNH VỰC KINH DOANH CHÍNH

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

CHIẾN LƯỢC PHÁT TRIỂN

- Nâng cao năng lực hồ chứa Vĩnh Sơn và nâng cấp hồ Sông Hinh.
- Triển khai dự án Thượng Kon Tum theo đúng tiến độ, đảm bảo được phát điện vào cuối năm 2015;
- Chiến lược tài chính: Tiến hành tái cơ cấu về tài chính để đảm bảo đến năm 2015, tỷ lệ vốn vay trên vốn chủ sở hữu là 40/60. Việc huy động vốn cho các dự án mở rộng sản xuất (phát hành trái phiếu, cổ phiếu, vay vốn nước ngoài...) dựa trên cơ sở đảm bảo lợi ích của cổ đông và hiệu quả các dự án đầu tư.

BÁO CÁO KQKD

Chỉ tiêu (tr. đồng)	2011	2012	Q1'13
Doanh thu thuần	459.415	332.190	59.958
Lợi nhuận gộp	273.681	177.613	28.601
Thu nhập tài chính	138.204	97.758	12.906
Chi phí tài chính	36.386	-5.378	1.797
LNTT	363.691	265.533	36.339
LNST	329.035	233.998	35.339

BẢNG CÂN ĐỐI TS – NV

Chỉ tiêu (tr. đồng)	2011	2012	Q1'13
Tiền mặt	482.797	640.342	519.855
ĐTTT ngắn hạn	699.583	181.118	81.118
Phải thu ngắn hạn	603.245	598.779	673.736
Hàng tồn kho	25.420	30.927	32.951
TS ngắn hạn khác	86	16.349	17.773
Phải thu dài hạn	-	-	-
TSCĐ&XDCH	1.518.890	1.898.614	1.995.522
Đầu tư dài hạn	12.942	13.520	14.041
TS dài hạn khác	2.768	2.761	1.991
TỔNG TÀI SẢN	3.345.733	3.382.412	3.336.990
Nợ ngắn hạn	742.949	720.085	642.042
Nợ dài hạn	258.027	211.876	211.878
Vốn chủ sở hữu	2.343.097	2.449.203	2.481.927
Lợi ích CĐTS	-	-	-
TỔNG NGUỒN VỐN	3.345.733	3.382.412	3.336.990

CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2011	2012	Q1'13
Tỷ suất LN gộp(%)	59,57	53,47	47,70
Tỷ suất LNST	71,62	70,44	58,94
ROE%	13,33	9,76	1,42
ROA%	10,70	6,96	1,08
Vòng quay tồn kho	5,50	5,49	0,98
Vòng quay phải thu	0,93	0,55	0,09
Nợ phải trả/VCSH	0,43	0,38	0,34
Khả năng TT nhanh	2,40	2,00	2,01
Khả năng TT tiền mặt	0,65	0,89	0,81

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, chuyên viên phân tích và FPTTS không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.4) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh

29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 1,
Tp.Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 6 290 8686
Fax: (84.8) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

124 Nguyễn Thị Minh Khai, Quận Hải
Châu, Tp.Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553 666
Fax: (84.511) 3553 888