



PHÂN TÍCH

**CÔNG TY CP THỦY ĐIỆN VĨNH SƠN-
SÔNG HÌNH**

MCP: VSH

Khuyến cáo: Bản tin này của ABS được thực hiện bởi Trung tâm Phân Tích và Dự Báo dựa trên những số liệu và các nguồn tin đáng tin cậy mà chúng tôi có được. Bản tin này chỉ được lưu hành nội bộ và cung cấp thông tin mang tính chất tham khảo. ABS không chịu bất kỳ trách nhiệm gì đối với mọi quyết định đầu tư của bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào có liên quan đến việc khai thác thông tin từ bản tin này.

*Hà Nội
Ngày 01-07/12/2008*

THÔNG TIN CHUNG

Giá (tại ngày 5/12/2008)	27.000
Số lượng CP đang lưu hành	137.494.258
Biến động giá trong 52 tuần	45,43%
Giá trị vốn hóa thị trường	3.712.344.966.000

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: Triệu đồng

	2006	2007	9T/2008
Tổng tài sản	1.882.746	2.459.449	2.551.550
Vốn chủ sở hữu	1.336.121	2.020.949	2.184.624
Doanh thu thuần	409.274	370.162	351.296
LN trước thuế	270.246	254.379	276.110
LN sau thuế	270.246	251.917	276.110

	2006	2007	9T/2008
Cơ cấu tài sản			
TSCĐ/Tổng TS	0,91	0,66	0,59
Cơ cấu nguồn vốn			
Nợ phải trả/Tổng NV	0,29	0,18	0,14
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,43	0,33	0,17
Hiệu quả sử dụng tài sản			
Vòng quay hàng tồn kho	6,59	7,19	5,17
Vòng quay các khoản phải thu	17,65	5,94	13,42
Vòng quay tổng vốn	0,22	0,15	0,16
Khả năng thanh toán			
Thanh toán nợ ngắn hạn	1,29	6,77	19,88
Thanh toán nhanh	1,08	6,58	19,41
Thanh toán tức thời	0,419	1,858	0,410
Khả năng sinh lời			
ROA	14,98%	12,43%	13,13%
ROE	20,78%	15,01%	16,88%
Tỷ suất LN sau thuế/DT	66,03%	68,06%	78,60%
EBIT/DT thuần	70,75%	72,88%	81,18%
EPS	2162	1832	2008
PE		14,7	13,4

(Nguồn: Báo cáo tài chính VSH)



Tên công ty: **Công ty Cổ phần Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh**

Mã chứng khoán: VSH

Vốn điều lệ: 1.374.942.580.000

Ngày niêm yết: 18/7/2006

Sàn giao dịch: HOSE

Lĩnh vực chính: Sản xuất và kinh doanh điện năng

Cổ đông lớn: Tập đoàn Điện lực Việt nam (54,55% vốn điều lệ)

ĐÁNH GIÁ TỔNG QUÁT

Công ty cổ phần Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh (VSH) tiền thân là Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn trực thuộc CT Điện Lực III. Khởi công xây dựng ngày 15/9/1991, đưa vào sản xuất và hoà lưới điện quốc gia ngày 04/12/1994. Từ tháng 7 năm 2000, Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn được đổi tên thành Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh với bốn tổ máy hoạt động cung cấp sản lượng điện hơn 600 triệu KWh vào lưới điện quốc gia hàng năm. Ngày 04/05/2005, chính thức chuyển sang hoạt động dưới hình thức Công ty cổ phần với tên mới Công ty Cổ phần Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh.

Quy mô sản xuất của VSH cao so với các công ty thủy điện hiện đang niêm yết trên sàn nhưng khá nhỏ so với các doanh nghiệp thuộc thủy điện thuộc EVN. VSH là một nhà máy thủy điện lớn đầu tiên tại khu vực Miền Trung và Tây Nguyên. Hiện tại tổng công suất của 2 nhà máy Vĩnh Sơn và Sông Hinh là 136 MW, chiếm 1,1% công suất phát điện quốc gia.

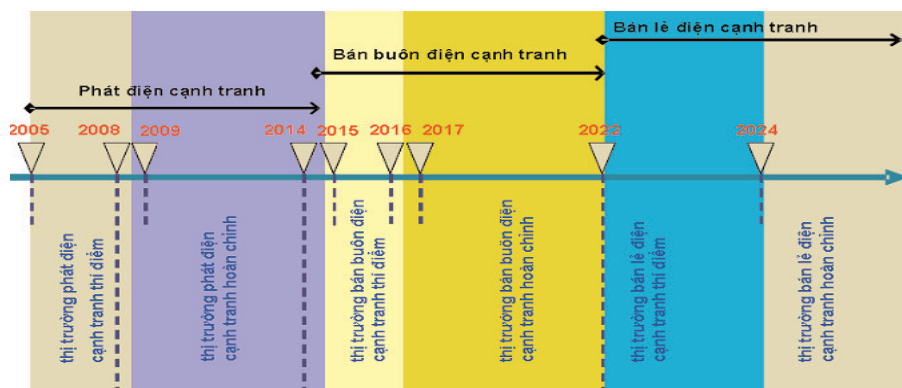
Trong ngắn hạn lợi nhuận từ hoạt động sẽ không có đột biến lớn. Lợi nhuận của công ty phụ thuộc vào sản lượng điện sản xuất ra (điều này phụ thuộc trực tiếp bởi điều kiện thời tiết) và giá bán điện cho EVN. Hiện tại, công ty đang bán điện cho EVN với mức giá cố định và thời gian dài, tuy nhiên hợp đồng của VSH với EVN sắp kết thúc vào 31/12/2008 và doanh nghiệp sẽ tiến hành đàm phán lại giá điện. Tuy nhiên, cho đến khi có thị trường phát điện cạnh tranh, khả năng tăng giá điện là khó thực hiện do khi lập phương án cổ phần hóa các doanh nghiệp đầu tiên của EVN như PPC, VSH, TBC... EVN đã tính toán giá mua điện sao cho đảm bảo mức chi trả cổ tức "hợp lý" là khoảng 12% và các đơn vị cổ phần hóa sau như thủy điện Thác Mơ, Nhiệt điện Bà Rịa chỉ là 5%.

NGÀNH SẢN XUẤT VÀ KINH DOANH ĐIỆN

Thị trường điện Việt Nam vẫn mang đặc thù là một thị trường cạnh tranh không hoàn hảo với sự độc quyền của EVN ở hầu hết các khâu của quá trình sản xuất kinh doanh điện. Mức tăng trưởng tiêu thụ điện năng tăng nhanh 15-17%/năm, cao hơn nhiều so với mức tăng trung bình trên thế giới 2,3%/năm. Tuy mức tăng trưởng nhanh như vậy nhưng sản lượng điện hàng năm trong nước sản xuất vẫn chưa đáp ứng được nhu cầu. Nguồn điện năng trên thị trường hiện nay được hình thành từ rất nhiều nguồn: nhiệt điện, thủy điện, diesel, tua bin, khí... Nhiệt điện với ưu thế về độ ổn định là nguồn cung chủ yếu và sẽ phát triển mạnh trong tương lai.

Do sản lượng điện sản xuất ra không đáp ứng đủ nhu cầu, cùng với việc gia tăng các chi phí đầu vào khác, giá điện sau một thời gian được giữ giá, nhiều khả năng sẽ tăng. Tuy nhiên hiện tại sự thiếu hụt điện năng chưa dẫn đến các thay đổi lớn về thu nhập trong năm nay của các doanh nghiệp ngành điện. Nguyên nhân là do toàn bộ lượng điện do các nhà máy sản xuất được bán cho EVN với vai trò là người mua duy nhất trên thị trường. Giá bán điện từ các nhà máy cho EVN được quy định trong hợp đồng mua bán điện với từng công ty.

Theo định hướng của chính phủ Việt Nam sẽ hướng tới thị trường phát điện cạnh tranh theo lộ trình sau:



Hiện tại thị trường điện đang trong giai đoạn thị trường phát điện cạnh tranh thí điểm. Các nhà máy điện tham gia thị trường điện chào giá 100% sản lượng nhưng chỉ được thanh toán 5% sản lượng theo giá chào bán còn lại 95% thanh toán theo giá trên hợp đồng.

Việc Việt Nam có phát triển thành công thị trường điện cạnh tranh theo đúng định hướng và lộ trình hay không còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác nhau và tiềm ẩn các rủi ro chính sách. Tuy nhiên, nếu Việt Nam phát triển thành công thị trường điện cạnh tranh, hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp điện sẽ có sự thay đổi lớn. Với tốc độ phát triển kinh tế nhanh, nhu cầu tiêu thụ điện năng lớn, các doanh nghiệp điện có rất nhiều tiềm năng tăng trưởng nếu Việt Nam phát triển thành công thị trường điện cạnh tranh, đặc biệt là các doanh nghiệp có quy mô lớn và chi phí sản xuất thấp.

CHIẾN LƯỢC PHÁT TRIỂN

Tập trung cao độ vào đầu tư phát triển ngành nghề kinh doanh truyền thống của công ty là đầu tư và khai thác các dự án thủy điện.

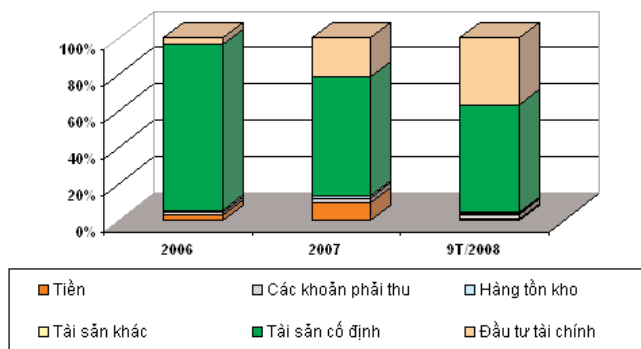
Hai dự án thủy điện Thượng Kontum và Vĩnh Sơn 2-3 đã được chính phủ phê duyệt tại quyết định số 110/2007/QĐ/TTg ngày 18 tháng 7 năm 2007 của Thủ tướng Chính phủ về việc phê duyệt Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia giai đoạn 2006-2015, có xét đến năm 2025.

Công ty có tiềm lực tài chính khá mạnh từ nguồn trích khấu hao, về giá trị tài sản và vốn chủ sở hữu; có đội ngũ cán bộ quản lý kỹ thuật trình độ cao và giàu kinh nghiệm, mối quan hệ truyền thống trong ngành. Với các yếu tố trên, chúng tôi đánh giá rằng VSH có đủ khả năng đầu tư xây dựng và vận hành một số nhà máy thủy điện có công suất lớn theo kế hoạch đã định, để tạo thành một cụm quản lý liên hoàn theo các hình thức tự đầu tư, liên doanh.

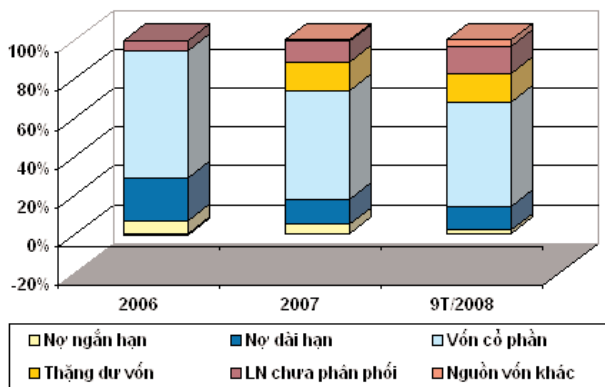
PHÂN TÍCH SWOT

<p>ĐIỂM MẠNH</p> <ul style="list-style-type: none"> - Với tiềm lực tài chính khá mạnh (phần lớn từ nguồn trích khấu hao), mối quan hệ rộng rãi và chặt chẽ trong ngành phát điện và EVN, VSH có đủ khả năng tham gia vào đầu tư xây dựng và vận hành một số nhà máy thủy điện có công suất lớn. - Hoạt động của nhà máy thủy điện cũng phụ thuộc nhiều vào độ ổn định của các thiết bị cũng như quá trình sản xuất vận hành nhà máy. VSH sở hữu thiết bị công nghệ khá hiện đại đều được nhập từ nước ngoài (Pháp, Thụy Điển...), với chất lượng thiết bị bảo đảm, công trình thủy công đã hoạt động ổn định cùng với kinh nghiệm vận hành nhà máy thủy điện đúng tiêu chuẩn kỹ thuật, số lượng sự cố đã được quản lý trong mức cho phép đảm bảo năng lực sản xuất điện của Công ty. - Đội ngũ cán bộ quản lý và kỹ thuật với trình độ cao và giàu kinh nghiệm thực tế. Hơn nữa, công ty còn có sẵn một bộ phận đào tạo cán bộ và công nhân có thâm niên hơn 10 năm. Đây chính là thế mạnh của Công ty để triển khai thêm một kênh kinh doanh mới là cung cấp dịch vụ quản lý cho các nhà máy thủy điện mới đầu tư. - Hiện tại VSH đang triển khai đầu tư vào các dự án nhà máy thủy điện mới nâng cao năng lực sản xuất kinh doanh. - Công ty đang trong thời gian được miễn giảm thuế TNDN. VSH thành lập năm 2005, được hưởng thuế suất thuế TNDN ưu đãi 10% trong 10 năm đến 2019, miễn thuế 6 năm đầu tiên kinh doanh có lãi và giảm 50% trong 6 năm tiếp theo. Như vậy trong giai đoạn 2005-2010 VSH sẽ được miễn thuế TNDN, giai đoạn 2011-2016 được giảm 50% thuế suất thuế TNDN, xuống còn 5%, giai đoạn 2017-2019 VSH chịu thuế suất là 10% và từ năm 2020 trở đi chịu thuế suất là 25%. 	<p>CƠ HỘI</p> <ul style="list-style-type: none"> - Nhu cầu điện: mỗi năm tăng 15-17%, cung vẫn chưa đáp ứng đủ cầu - Ngành thủy điện đang nằm trong ưu tiên phát triển của ngành điện: dự kiến đến năm 2010, tổng công suất NM thủy điện là 9,000-10,000 MW và đến năm 2010 khai thác triệt để nguồn thủy năng (18,000-20,000MW công suất); - Khả năng thu hút đầu tư của các dự án thủy điện trong khu vực còn rất lớn, vừa đáp ứng yêu cầu phát triển của doanh nghiệp theo mục tiêu đổi mới, vừa đáp ứng kỳ vọng của các nhà đầu tư. - Các dự án đầu tư NM thủy điện mới của VSH nằm trong chiến lược phát triển của ngành điện => nhận được hỗ trợ của tập đoàn - EVN chỉ đầu tư các dự án thủy điện công suất trên 100MW=> NM thủy điện thượng Kontum (công suất 250MW) và Đồng Cam (130MW) của VSH sẽ nhận được nhiều hỗ trợ từ EVN (chẳng hạn vốn ODA và nguồn vốn rẻ khác) - Sau năm 2010: Các hộ tiêu thụ điện lớn có thể mua trực tiếp điện từ nhà sản xuất không thông qua EVN => cơ hội tăng giá điện vì hiện nay có chênh lệch lớn giữa giá điện nhà sản xuất bán cho EVN (max: 0.045USD/kWh) và giá bán điện sản xuất (khoảng 0.062USD/kWh); cơ hội có được giá bán cạnh tranh do lợi thế từ việc có nguồn vốn vay rẻ và thu hồi vốn nhanh (Chi phí khấu hao và lãi vay là 2 nguồn chi phí chính của DN thủy điện);
<p>ĐIỂM YẾU</p> <ul style="list-style-type: none"> - Hiện tại, khả năng chủ động, điều chỉnh trong kinh doanh hầu như không có vì tính chất công ty đơn ngành. - Việc chuyển thành Công ty cổ phần dẫn tới sự thay đổi lớn về quy chế hoạt động, cơ cấu tổ chức, tâm lý nhận thức của cán bộ công nhân viên, cần có thời gian để ổn định và xây dựng phương thức làm việc hiệu quả theo mô hình tổ chức mới. - Công ty chịu rủi ro lãi suất từ các khoản vay dài hạn bằng USD. Các khoản vay với các tổ chức SIDA, NDF, NIB qua Ngân hàng phát triển Phú Yên đều được thực hiện với đồng USD, như vậy VSH sẽ phải chịu các rủi ro về tỷ giá giữa VND và USD 	<p>THÁCH THỨC</p> <ul style="list-style-type: none"> - Lĩnh vực kinh doanh chính của VSH là thủy điện nên kết quả hoạt động kinh doanh phụ thuộc chủ yếu vào điều kiện thời tiết. Đó sẽ là thách thức không nhỏ đối với công ty. - Theo xu hướng phát triển chung của ngành, bước đầu hình thành một thị trường phát điện cạnh tranh, là tiền đề cho khả năng cạnh tranh về giá bán điện của các nhà sản xuất điện cho EVN và điều này sẽ ảnh hưởng tới doanh thu và lợi nhuận của công ty. - Giá bán điện đầu ra khá ổn định và do EVN quyết định, công suất thường xuyên đạt tối đa => ít có khả năng tạo đột biến trong kết quả kinh doanh

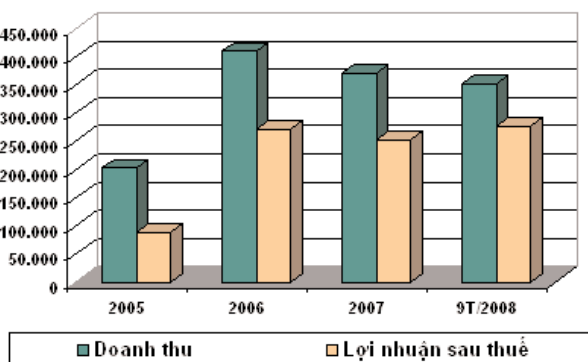
Cơ cấu tài sản



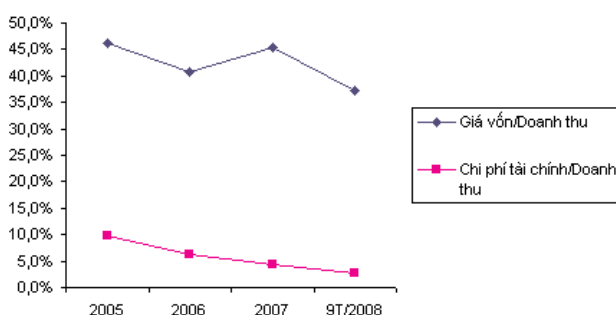
Cơ cấu nguồn vốn



Biểu đồ tăng trưởng doanh thu - lợi nhuận



Biểu đồ tỷ trọng chi phí trên doanh thu



PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Năm 2008, hoạt động của công ty tăng trưởng mạnh do thời tiết thuận lợi.

Đặc thù hoạt động của nhà máy thủy điện là phụ thuộc chính vào nguồn nguyên liệu thiên nhiên là sức nước. Mặt khác, do đặc điểm của các nhà máy thủy điện là chi phí đầu vào chủ yếu là các khoản định phí (khấu hao, lãi vay, nhân công), không phụ thuộc vào sản lượng nên hiệu quả kinh doanh của VSH sẽ tăng theo sản lượng điện sản xuất.

Do thời tiết năm 2008 khá thuận lợi cho các doanh nghiệp ngành thủy điện nên công ty đã cho chạy tối đa công suất nhằm tăng sản lượng và tiết kiệm chi phí. Nhờ vậy, lũy kế 9 tháng đầu năm doanh thu của công ty tăng 152%, lợi nhuận tăng 226% so với cùng kỳ năm 2007. So với kế hoạch năm 2008, lợi nhuận 9 tháng đầu năm đạt 98% so với cả năm.

Theo Ông Võ Thành Trung, Tổng giám đốc công ty, Dự kiến, trong quý IV (mùa mưa), Công ty sẽ vận hành hết công suất hoạt động của 2 nhà máy Vĩnh Sơn (Bình Định) và Sông Hình (Phú Yên). Hơn nữa, Công ty đã dự trữ được một lượng nước đủ lớn để phát điện hết công suất. Mặt khác, một số nguyên liệu đầu vào của Công ty được ký hợp đồng mua với giá cố định, chỉ tăng khi giá điện thành phẩm tăng. Do vậy, quý IV là thời điểm tốt để Công ty nâng cao sản lượng, tương ứng sẽ tăng doanh thu và lợi nhuận.

Công ty có nguồn vốn nhân rồi dồi dào, hiện tại đang sử dụng để đầu tư tài chính.

VSH có một nguồn tiền lớn từ khấu hao, mỗi năm khoảng hơn 140 tỷ VND. Trong thời gian chưa đầu tư vào các nhà máy thủy điện mới, công ty sử dụng khoản tiền nhân rồi để đầu tư tài chính ngắn hạn. Tại thời điểm 30/9/2008, các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn của công ty cụ thể như sau: Đầu tư vào cổ phiếu của Công ty CP Nhiệt điện Phả Lại: Đến nay VSH còn nắm giữ 3.011.866 cổ phiếu. Với giá mua sát với mệnh giá, khoản đầu tư này sẽ còn mang lại lợi nhuận cho doanh nghiệp trong tương lai (giá PPC tại ngày 5/12/2008 là 17.000 đồng/cổ phiếu). Tiền gửi ngân hàng có kỳ hạn là 895.000.000.000 đồng chiếm 35% tổng tài sản của công ty

Khoản đầu tư vào công ty liên kết. Hiện công ty nắm 49,72% cổ phần của CTCP du lịch Bình Định. Năm 2007 phần lợi nhuận của công ty liên kết được ghi nhận vào báo cáo hợp nhất của VSH là 1.902.200.959 đồng, chiếm 0,78% tổng lợi nhuận.

Khi các dự án mới do VSH đầu tư đi vào giai đoạn phải giải ngân, nhiều khả năng VSH sẽ huy động các nguồn tiền từ khoản đầu tư vào cổ phiếu PPC và các khoản tiền nhân rồi gửi tại ngân hàng và trong tương lai công ty sẽ không có nguồn thu từ hoạt động tài chính như lãi vay như hiện nay

Một số chỉ tiêu so sánh 9T/08

	VSH	SJD	TBC
Tổng tài sản	2.551.550	1.175.085	789.457
Vốn điều lệ	1.374.943	298.996	635.000
Hệ số nợ	0,14	0,67	0,01
Nợ/VCSH	0,17	2,04	0,01
Doanh thu thuần	351.296	208.007	159.222
LN sau thuế	276.110	51.088	112.835
ROA	13,1%	11,17%	14,6%
ROE	16,9%	13,82%	15,1%
Tỷ suất LNST/ DT	78,6%	24,56%	70,9%
EPS (9T/08)	2.008	1.709	1.777
P tại 5/12/2008	27.000	13.700	12.900
P/E	13,4	8	7

(Nguồn: Báo cáo tài chính công ty)

Tình hình tài chính an toàn.

VSH có tỷ lệ nợ thấp, khả năng tự chủ tài chính cao hơn so với một số doanh nghiệp đang niêm yết cùng ngành. Do đặc điểm các doanh nghiệp thủy điện phải đầu tư lớn, tỷ lệ nợ của các doanh nghiệp thủy điện ở mức cao. Ngoại trừ TBC và VSH, các doanh nghiệp thủy điện còn lại trên sàn đều có hệ số nợ/tổng vốn trên 50%. Các chỉ tiêu về khả năng thanh toán của VSH đều ở mức cao. Khả năng thanh toán nhanh của VSH tại thời điểm 30/9/08 lên đến 19,41 lần

Được vay vốn ưu đãi phát triển.

VSH được vay nợ các tổ chức phát triển quốc tế qua các ngân hàng phát triển với lãi suất ưu đãi. Tuy nhiên các khoản vay với các tổ chức SIDA, NDF, NIB qua Ngân hàng phát triển Phú Yên đều được thực hiện với đồng USD, như vậy VSH sẽ phải chịu các rủi ro về tỷ giá giữa VND và USD.

Kế hoạch đầu tư vào nhiều dự án thủy điện mới.

Trong thời gian tới, VSH có kế hoạch tiến hành các dự án với tổng công suất 500 MW, bao gồm Dự án Thượng KonTum (250MW), Dự án Vĩnh Sơn 2&3 (130MW), Dự án Đồng Cam (120MW). Thời gian thực hiện các dự án tập trung vào giai đoạn 2008- 2012, với quy mô gấp 3,7 lần công suất hiện tại. Trong điều kiện kinh tế vĩ mô đang gặp nhiều khó khăn như hiện nay, nhiều khả năng các dự án này sẽ chịu tác động tương đối mạnh về suất đầu tư cũng như tiến độ triển khai. Nếu thực hiện theo đúng tiến độ thì năm 2012, 2013 các dự án sẽ được đưa vào hoạt động. Việc nâng cao công suất này sẽ đem lại lợi thế lớn cho VSH khi Việt Nam thực hiện thị trường điện cạnh tranh. Tuy nhiên, rủi ro về chính sách tương đối cao khi lộ trình tiến tới thị trường điện cạnh tranh không được thực hiện theo đúng kế hoạch

KẾT LUẬN

VSH hoạt động trong lĩnh vực năng lượng nên hoạt động kinh doanh của công ty ít chịu ảnh hưởng bởi các biến động kinh tế, do đó cổ phiếu VSH là cổ phiếu có tính phòng vệ cao. So sánh với các công ty cùng ngành trên sàn, VSH đang đứng đầu về tốc độ tăng trưởng. Xét về ngắn hạn, do giá bán điện cho EVN là cố định nên công ty khó có khả năng tăng trưởng đột biến về lợi nhuận. Tuy nhiên, VSH vẫn đang trong quá trình đẩy mạnh đầu tư, tăng năng lực sản xuất điện để nắm bắt tốt nhất các cơ hội mà thị trường điện cạnh tranh trong tương lai sẽ mang tới. Vì vậy, với các nhà đầu tư dài hạn thì cổ phiếu VSH vẫn rất đáng được quan tâm khi lựa chọn vào giỏ cổ phiếu của mình.