

CTCP THỦY ĐIỆN VĨNH SƠN- SÔNG HÌNH (BVSC 811009)

VSH - ỔN ĐỊNH và TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG

NỘI DUNG CHÍNH

Ngành điện có mức độ cạnh tranh thấp, tương lai có thể có sự thay đổi về chính sách. Ngành điện có mức độ cạnh tranh thấp do cung thấp hơn cầu và đây là ngành chịu sự điều tiết trực tiếp của Nhà nước. Hiện nay EVN đang xây dựng lộ trình phát triển thị trường điện cạnh tranh, có khả năng trong tương lai Việt Nam sẽ phát triển thị trường điện theo định hướng này.

Hoạt động sản xuất điện ổn định. Tuy kết quả kinh doanh phụ thuộc nhiều vào điều kiện thời tiết (nguồn nước) nhưng điện sản xuất ra luôn được tiêu thụ hết với mức giá cố định. Các chi phí phần lớn được thể hiện dưới dạng các khoản định phí (khấu hao, lãi vay, chi phí nhân công). Nhiều khả năng doanh thu và lợi nhuận của VSH sẽ giữ ổn định, không có sự đột biến đáng kể nào.

Có 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). 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.

KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ

THÔNG TIN ĐỊNH GIÁ

Giá kỳ vọng:	35.000
Giá thị trường	31.100
Cao nhất 52 tuần	61.000
Thấp nhất 52 tuần	22.200

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Mã chứng khoán	VSH
Sàn giao dịch	HOSE
Mệnh giá	10.000
Số lượng cổ phiếu	137.494.258
EPS 4 quý gần nhất	2.327
DT/CP 4 quý gần nhất	3.443
P/E 4 quý gần nhất	13,36
P/B 30/06/2008	2,01
P/S 4 quý gần nhất	9,03

THÔNG TIN SỞ HỮU

Room nhà ĐTNN	49,00%
Sở hữu ĐTNN	15,18%
Sở hữu nhà nước	60,00%
Cổ đông khác	24,82%

Đồ thị biến động giá của VSH



KẾT QUẢ DỰ BÁO CƠ BẢN

Tỷ đồng

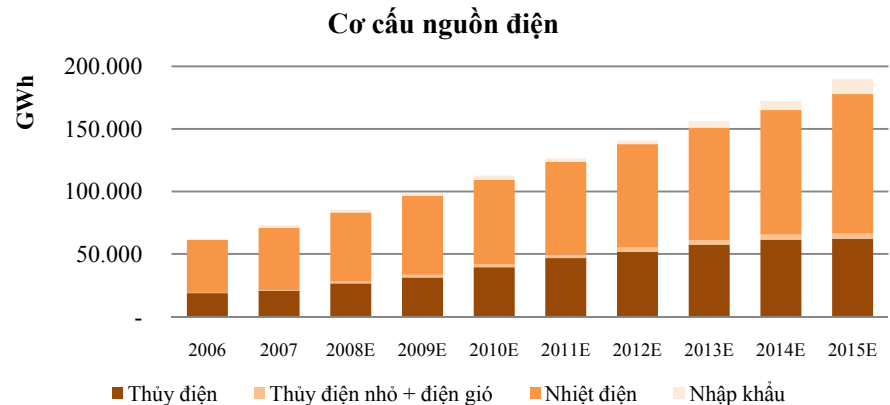
Chỉ tiêu	2006	2007	YoY	2008F	YoY	2009F	YoY	2010F	YoY
Tổng tài sản	1.883	2.459	30,6%	2.292	-6,82%	2.290	-0,1%	2.386	4,2%
Vốn chủ sở hữu	1.336	2.021	51,3%	1.962	-2,93%	2.062	5,1%	2.178	5,6%
Doanh thu thuần	409	370	-9,6%	450	21,62%	401	-10,9%	401	0,0%
Lợi nhuận sau thuế	270	254	-5,9%	301	11,23%	292	-3,0%	308	5,6%
ROA (%)	14,36%	10,34%		13,12%		12,74%		12,91%	
ROE (%)	20,24%	12,59%		15,33%		14,15%		14,15%	

Nguồn: VSH, BVSC dự báo

NGÀNH CÓ ÁP LỰC CẠNH TRANH THẤP NHƯNG CHỊU SỰ ĐIỀU TIẾT TRỰC TIẾP CỦA EVN

Các nhà máy nhiệt điện có ưu thế về độ ổn định, còn các nhà máy thủy điện có ưu thế về giá thành sản xuất.

Cơ cấu nguồn điện. Hiện tại các nguồn cung điện của Việt Nam bao gồm: Thủy điện; nhiệt điện (nhiệt điện chạy than, chạy dầu, chạy khí), trong đó nhiệt điện đang chiếm tỉ trọng lớn nhất trong tổng nguồn cung và có khả năng tiếp tục nâng dần tỷ trọng trong tổng nguồn cung điện của Việt Nam trong những năm tới.



Nguồn EVN

▪ **Thủy điện.** Tiềm năng thủy điện ước tính khoảng 17.000MW, dự kiến đến năm 2020 tiềm năng thủy điện sẽ được khai thác hết. Đặc điểm đầu tư xây dựng nguồn thủy điện là suất đầu tư cao nhưng chi phí hoạt động hàng năm lại thấp hơn nhiều so với các nhà máy điện sử dụng nguồn nguyên liệu khác (do đầu vào sử dụng sức nước tự nhiên). Công suất hoạt động của các nhà máy thủy điện phụ thuộc nhiều vào thời tiết từng mùa và từng năm.

Nhiệt điện là nguồn cung chủ yếu và sẽ phát triển mạnh trong tương lai.

▪ **Nhiệt điện.** Nhiệt điện ở Việt Nam bao gồm nhiệt điện than, nhiệt điện dầu và khí. Các nhà máy nhiệt điện hiện đang chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu nguồn cung điện của Việt Nam. Các nhà máy nhiệt điện có suất đầu tư thấp hơn so với các nhà máy thủy điện, tuy nhiên chi phí vận hành lại tương đối cao vì giá của các loại nguyên liệu dùng trong quá trình sản xuất như than, khí, dầu cao và có xu hướng tăng dần. Do sự ổn định và không giới hạn về tiềm năng phát triển nên các nhà máy nhiệt điện có nhiều khả năng sẽ phát triển mạnh trong tương lai khi nhu cầu sử dụng điện ngày một gia tăng và việc phát triển các nhà máy thủy điện gặp giới hạn về nguồn nước cũng như địa điểm đầu tư.

	Thủy điện					Nhiệt điện
	VSH	SJD	TBC	HJS	RHC	PPC
Sản lượng (1.000.000 kWh)	659	372	318	58	58	7.028
Giá thành (VNĐ/ 1kWh)	255	243	262	236	261	383

Nguồn: BCTN và BCTC của VSH, SJD, TBC, HJS, RHC, PPC

▪ **Điện hạt nhân.** Hiện tại Việt Nam chưa có nhà máy điện nguyên tử. Dự án điện hạt nhân công suất 3.000MW tại Ninh Thuận đang trong quá trình nghiên cứu tiền khả thi. Tuy nhiên trong tương lai gần việc phát triển các nhà máy điện hạt nhân là tương đối khó thực hiện do tích chất phức tạp của công nghệ và mức độ nguy hiểm cao.

Ngành điện luôn ở trạng thái cầu lớn hơn cung, điện sản xuất ra luôn được tiêu thụ hết.

Cầu lớn hơn cung. Trong những năm gần đây, tốc độ phát triển kinh tế cao dẫn đến nhu cầu tiêu thụ điện gia tăng mạnh mẽ, cao hơn tốc độ tăng trưởng nguồn cung cấp điện, khiến ngành điện luôn trong trạng thái cầu lớn hơn cung, đặc biệt trong mùa khô khi sản lượng điện của các nhà máy thủy điện bị giảm.

Diễn biến thiếu hụt điện

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Tổng lượng tiêu thụ	73.264	85.461	98.642	112.658	126.418	140.790
Tổng lượng cung cấp	73.046	85.403	98.665	112.666	126.425	140.814
Sản lượng điện thiếu hụt	218	58	(23)	(8)	(7)	(24)

Triệu kWh

Nguồn: EVN

Các dự án điện mới chậm tiến độ. Nếu các dự án xây dựng nhà máy điện được thực hiện đúng theo tiến độ thì việc thiếu hụt điện không quá nghiêm trọng. Tuy nhiên phần lớn các dự án có nguy cơ không đảm bảo tiến độ theo kế hoạch. Theo kết quả kiểm tra của Đoàn công tác Chính phủ, tính cả năm 2008, dự kiến kế hoạch đưa vào hoạt động 2.900 MW thì có khoảng 1.100 MW bị chậm tiến độ.¹

Hao hụt trong truyền tải điện lớn. Một trong những nguyên nhân của việc thiếu hụt điện là do hao hụt trong truyền tải điện hiện nay tương đối lớn: mức hao hụt chiếm khoảng 10% tổng sản lượng điện sản xuất.

Ngành chịu sự điều tiết mạnh của Nhà nước và gần như không có sự cạnh tranh. Người mua điện từ các nhà máy và phân phối điện đến người tiêu dùng duy nhất trên thị trường hiện nay là EVN. Đồng thời EVN hiện sở hữu và nắm giữ cổ phần chi phối tại hầu hết các nhà máy sản xuất điện, tổng công suất các nhà máy này chiếm khoảng 75% sản lượng điện, phần còn lại (25%) được cung cấp bởi các nhà sản xuất điện độc lập (IPP) và nhập khẩu từ Trung Quốc.

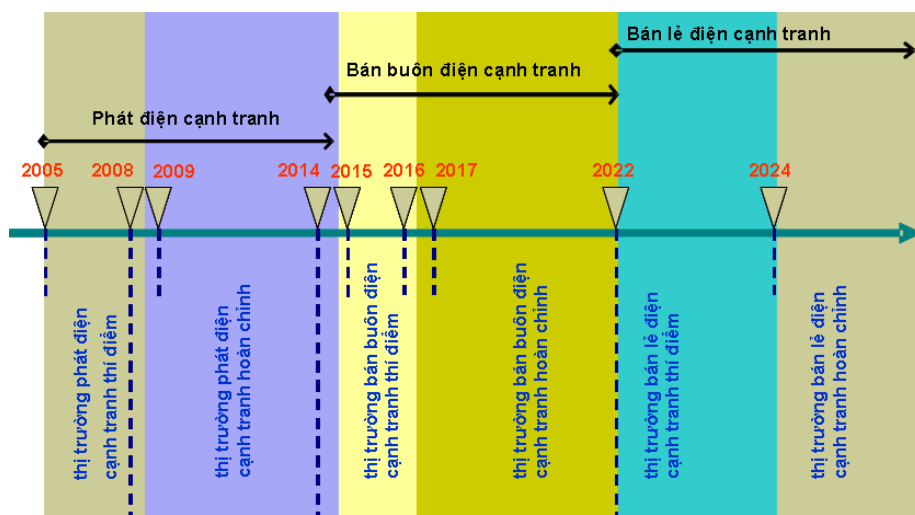
Giá thu mua điện giữa các nhà máy điện là rất khác nhau. Việc đàm phán giá điện được thực hiện trực tiếp giữa EVN và các nhà máy sản xuất điện. Giá thu mua điện được EVN tính toán dựa trên giá thành sản xuất điện của từng nhà máy, chính vì vậy mức giá thu mua điện giữa các nhà máy là rất khác nhau. Điều này không tạo tính cạnh tranh cho các doanh nghiệp sản xuất điện

Thị trường này sẽ tạo ra nhiều cơ hội cho các doanh nghiệp có quy mô lớn và chi phí sản xuất thấp

Định hướng tiến tới thị trường điện cạnh tranh. Theo định hướng của Chính phủ, thị trường điện Việt Nam sẽ được phát triển theo ba cấp độ với lộ trình như sau²:

¹ Theo Vovnews

² Theo quyết định 26/2006/QĐ-TTg



Nguồn EVN

- **Thị trường phát điện cạnh tranh (2005-2014).** Đây là giai đoạn các đơn vị phát điện sẽ bán điện lên thị trường thông qua các hợp đồng mua bán điện và chào giá cạnh tranh trên thị trường giao ngay. Thị trường phát điện cạnh tranh sẽ tạo điều kiện cho các doanh nghiệp chủ động hơn về giá bán điện mà không hoàn toàn phụ thuộc vào giá thỏa thuận với EVN như hiện nay.
- **Thị trường bán buôn cạnh tranh (2015-2022).** Là thị trường sẽ có nhiều công ty phân phối điện dưới dạng bán buôn. Các công ty này tham gia cạnh tranh để bán điện cho các đơn vị phân phối nhỏ (bán lẻ) và các khách hàng lớn. Các đơn vị phát điện cũng cạnh tranh để bán điện cho các công ty phân phối lớn này. Ở giai đoạn này có sự cạnh tranh nhiều hơn giữa các công ty phát điện và cạnh tranh giữa các công ty phân phối điện.
- **Thị trường bán lẻ cạnh tranh (từ 2022).** Sẽ có nhiều đơn vị bán lẻ điện để cạnh tranh trong khâu bán lẻ. Các đơn vị này được mua điện từ các đơn vị phát điện hoặc từ thị trường để bán lẻ cho khách hàng sử dụng điện.

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.

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 phát triển 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.

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH ỔN ĐỊNH VÀ BỀN VỮNG

Với chính sách mua bán điện hiện tại của EVN, lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh điện của doanh nghiệp chỉ xoay quanh mức hiện tại. Trong ngắn hạn nhiều khả năng sẽ không có sự thay đổi đột biến về kết quả kinh doanh.

VSH là một nhà máy thủy điện lớn tại khu vực Miền Trung, 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.

Điện sản xuất ra luôn được tiêu thụ hết. Mặc dù EVN không cam kết mua hết điện do VSH sản xuất, tuy nhiên do nhu cầu sử dụng điện luôn vượt mức cung nên VSH không gặp rủi ro về tiêu thụ điện sản xuất ra.

Giá bán ổn định. Các hợp đồng giá bán điện với EVN với giá cố định và thời hạn 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.

Trong tương lai, Việt Nam sẽ có thị trường điện cạnh tranh, lúc đó mức giá điện sẽ được điều tiết theo cung cầu. Theo diễn biến của tình trạng thiếu hụt điện hiện nay thì khi có thị trường điện cạnh tranh, giá bán sẽ theo chiều hướng có lợi cho nhà sản xuất, nhất là các nhà máy thủy điện với giá thành sản xuất thấp.

Giá bán điện của doanh nghiệp hiện tại ở mức rẻ. Giá bán điện hiện tại của VSH là khá thấp so với một số nhà máy thủy điện khác.

	VSH	SJD	TBC	HJS	NLC	RHC
Giá bán điện trung bình (VND/kWh)	580*	720	530	580	672	656

Nguồn Báo cáo bạch của VSH, SJD, TBC, HJS, NLC, RHC

* 580đ/kWh là giá bán điện trung bình của 9 tháng mùa khô, 3 tháng mùa mưa giá bán điện của VSH là 476đ/kWh

Tuy nhiên cũng cần phải lưu ý 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%. Như vậy khả năng tăng giá bán điện của doanh nghiệp trong những năm tới khi chưa thực hiện được thị trường mua bán điện cạnh tranh là tương đối khó thực hiện.

Do các chi phí đầu vào khá cố định, không phụ thuộc vào sản lượng nên hiệu quả kinh doanh của VSH sẽ tăng theo sản lượng điện sản xuất

Chi phí chủ yếu là các khoản định phí (khấu hao, lãi vay, nhân công) nên không có sự biến động lớn. Với đặc điểm này công suất huy động càng lớn thì chi phí cho một kWh càng nhỏ, lợi nhuận biên càng cao. Vì vậy hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp phụ thuộc vào sản lượng điện sản xuất. Trong bảng số liệu trên cho ta thấy rõ điều này, năm 2006 do điều kiện thời tiết thuận lợi, VSH đã sản xuất và tiêu thụ được một lượng điện lớn hơn, và các chi phí không thay đổi nhiều, do đó tỉ lệ giá vốn hàng bán/doanh thu thuần giảm xuống.

	2005	2006	2007
Doanh thu thuần	195.810	409.274	370.162
GVHB	87.607	166.348	168.040
Tỉ lệ GVHB/DTT	44,74%	40,64%	45,40%
Chi phí khấu hao		146.478	147.478
Tỉ lệ CPKH/GVHB		88,05%	87,76%

Nguồn VSH

Sản lượng điện cung cấp phụ thuộc vào điều kiện thời tiết. Đặc thù của hoạt động các nhà máy thủy điện là phụ thuộc chính vào nguồn nguyên liệu thiên nhiên là sức nước vì vậy kết quả kinh doanh của công ty bị ảnh hưởng trực tiếp bởi điều kiện thời tiết.

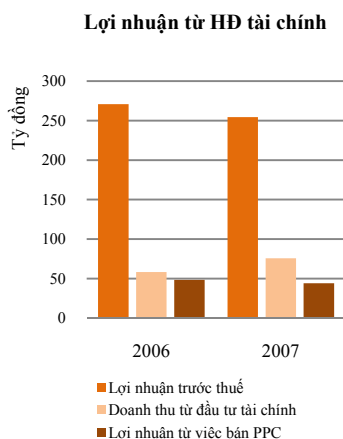
Tuy nhiên theo tìm hiểu thì lượng nước của hai hồ Vĩnh Sơn và Sông Hinh tương đối ổn định. Từ khi đi vào hoạt động, hai nhà máy chưa bao giờ phải ngừng hoạt động hoặc phải chạy dưới công suất thiết kế.

Năm 2008 có thể gặp thuận lợi về khí hậu. Lượng mưa có khả năng vượt chuẩn trên khu vực từ Khánh Hòa trở vào với xác suất khoảng 40%;³ Cũng theo thông tin từ công ty, đầu năm 2008, lượng mưa nhiều nên các hồ chứa Sông Hinh, hồ A, hồ B và hồ C Vĩnh Sơn đều qua tràn, vì thế đảm bảo lượng nước cho phát điện năm 2008.

Miễn thuế TNDN. CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh 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%.

Được vay vốn ưu đãi phát triển. Doanh nghiệp 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.

HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH



Nguồn VSH

Dòng tiền dồi dào. Doanh nghiệp có một nguồn tiền lớn từ khấu hao, mỗi năm khoảng hơn 140 tỷ VND. Nguồn tiền này sẽ được đầu tư vào các dự án thủy điện mới, tuy nhiên trong thời gian các dự án chưa triển khai, đây là nguồn vốn nhàn rỗi VSH có thể sử dụng vào hoạt động đầu tư tài chính.

Nguồn thu từ đầu tư cổ phiếu PPC. Năm 2005, VSH sở hữu 5 triệu cổ phiếu PPC với giá mua 10.200đ/ cổ phiếu. Năm 2006 doanh nghiệp đã bán 1,3 triệu cổ phiếu và thu về lợi nhuận tài chính là 48,34 tỷ đồng, năm 2007 doanh nghiệp bán 866.570 cổ phiếu thu lợi nhuận tài chính là 44,22 tỷ đồng và 7,13 tỷ đồng cổ tức. Năm 2007 công ty được chia cổ tức bằng cổ phiếu là 178.536 cổ phiếu. 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 30/07/2008 là 29.800 đồng/cổ phiếu)

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.

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 hoạt động đầu tư tài chính phục vụ các dự án thủy điện mới và không tiếp tục thực hiện các hoạt động đầu tư tài chính như hiện nay.

³ Theo Viện khoa học khí tượng thủy văn và môi trường

Tình hình tài chính an toàn. VSH có cơ cấu tài chính an toàn thể hiện ở khả năng thanh toán tốt, tỉ lệ nợ thấp. Đây là điều kiện tốt giúp VSH tránh khỏi các tác động khó khăn trong thời gian qua của nền kinh tế.

Chỉ tiêu về cơ cấu vốn	2005	2006	2007
Hệ số nợ / Tổng tài sản	0,36	0,29	0,18
Hệ số nợ / Vốn chủ sở hữu	0,56	0,41	0,22

Chỉ tiêu về khả năng thanh toán	2005	2006	2007
Hệ số thanh toán ngắn hạn	0,74	1,29	6,77
Hệ số thanh toán nhanh	0,60	1,09	6,58

Chỉ tiêu về khả năng sinh lời	2005	2006	2007
ROE	7,03%	20,24%	12,59%
ROA	4,48%	14,36%	10,34%

CÁC DỰ ÁN THỦY ĐIỆN ĐẦU TƯ MỞ RỘNG VÀ ĐẦU TƯ MỚI

VSH hiện là nhà máy thủy điện lớn tại khu vực Miền Trung, Tây Nguyên. Tổng công suất của 2 nhà máy Vĩnh Sơn và Sông Hinh là **136 MW**, chiếm 1,1% công suất phát điện quốc gia. Nếu thực hiện đúng tiến độ các dự án đầu tư mở rộng và đầu tư mới, đến năm 2013, tổng công suất các nhà máy của VSH sẽ là **500 MW**, gấp gần 3,7 lần công suất phát điện hiện tại.

CÁC DỰ ÁN MỞ RỘNG

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.

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.

Dự án nâng cao năng lực Hồ A- Vĩnh Sơn:

- Dự án mới được tư vấn lập xong và đang gặp một số vấn đề cần hiệu chỉnh để trình phê duyệt.
- Với dự án này, dự kiến khả năng phát điện của nhà máy Vĩnh Sơn sẽ tăng lên thêm 35 triệu kWh mỗi năm.
- Dự kiến dự án sẽ hoàn thành năm 2009 với tổng vốn đầu tư dự kiến là 30 tỷ.

CÁC DỰ ÁN ĐẦU TƯ MỚI

Hiện tại VSH có kế hoạch đầu tư vào 3 dự án lớn: dự án thủy điện thượng Kontum, dự án thủy điện Vĩnh Sơn 2&3 và dự án thủy điện Đồng Cam.

	Công suất (MW)	Năm đi vào hoạt động	Ghi chú
Thượng Kontum	250	2012-2013	Quy hoạch điện VI
Vĩnh Sơn 2&3	130	2011-2012	Quy hoạch điện VI
Đồng Cam	120	2012-2013	Đang xin BS quy hoạch điện VI
Tổng	500		

▪ **Dự án thủy điện thượng Kontum:**

- Dự án được xây dựng trên sông Sê San, là con sông đứng thứ 3 Việt Nam về trữ năng thủy điện (sau Sông Đà và Sông Đồng Nai), tổng trữ năng thủy điện của sông là 1.768 MW.
- Công suất thiết kế của dự án là 250MW, điện lượng trung bình hàng năm 1.056 triệu kWh.

- Tổng mức đầu tư dự kiến là 5.245 tỷ đồng.
- Dự án đang trong quá trình hoàn thiện các thủ tục pháp lý và dự kiến quý III/2008 sẽ khởi công phần công trình chính.
- **Dự án thủy điện Vĩnh Sơn 2&3**
 - Công suất thiết kế của dự án là 130 MW (Vĩnh Sơn 2 là 100 MW và Vĩnh Sơn 3 là 30 MW), điện lượng trung bình hàng năm là 400 triệu kWh.
 - Tổng mức đầu tư dự kiến là 2.000 tỷ đồng.
 - Do nằm hoàn toàn trên địa bàn tỉnh Bình Định nên các thủ tục của Dự án Vĩnh Sơn 3 đã tương đối đầy đủ và dự kiến triển khai phần công trình chính vào quý III/2008. Dự án Vĩnh Sơn 2 có một phần nằm trên địa bàn tỉnh Gia Lai, hiện tại VSH và UBND tỉnh Gia Lai chưa thống nhất được chủ trương đầu tư nên nhiều khả năng dự án sẽ chưa thực hiện được ngay. Tuy nhiên dự án này đã nằm trong quy hoạch điện VI và được Chính Phủ phê duyệt nên rủi ro không thực hiện được dự án là không nhiều.
- **Dự án thủy điện Đồng Cam:**
 - Công suất thiết kế của dự án là 120MW, điện lượng trung bình hàng năm là 430 triệu kWh.
 - Tổng mức đầu tư dự kiến là 3.980 tỷ đồng
 - Dự án này vẫn đang trong quá trình xây dựng, hiện chưa thực hiện xong các thủ tục với chính quyền địa phương và chưa xin được bổ sung vào quy hoạch điện VI, vì vậy khả năng thực hiện được dự án trong tương lai gần là tương đối thấp.

DỰ BÁO DOANH THU LỢI NHUẬN

Do không có đủ thông tin về thời gian thực hiện dự án, suất đầu tư và các thông tin có liên quan khác nên chúng tôi định giá doanh nghiệp trên cơ sở hoạt động kinh doanh hiện tại, không tính đến ảnh hưởng của các dự án mới.

- Doanh thu của VSH được dự báo trên cơ sở sự gia tăng của sản lượng và giá bán điện
 - Giá định các năm tới giá bán điện sẽ không thay đổi
 - Do doanh thu của VSH phụ thuộc nhiều vào điều kiện thời tiết nên chúng tôi giả định doanh thu của VSH năm 2008 tăng 10% so với năm 2006. Các năm sau giả định sản lượng ổn định bằng 98% năm 2006.
- Giá vốn hàng bán được ước tính tăng đều theo các năm khoảng 1%
- Doanh thu hoạt động tài chính được dự tính trên cơ sở các khoản thu từ các khoản đầu tư hiện tại, cổ tức từ các khoản đầu tư vào các công ty khác (giả định cổ tức đạt 12%). Hiện tại VSH còn hơn 3 triệu cổ phiếu PPC mua với giá thấp giả định VSH sẽ bán trong 2 năm 2009, 2010 mỗi năm 1,5 triệu cổ phiếu (giả định giá bán PPC là 29.800/cổ phiếu, bằng với giá tại thời điểm ngày 29/07/2008)

KẾT QUẢ DỰ BÁO

	2006	2007	2008	2009	2010
<i>DVT: triệu đồng</i>					
Doanh thu thuần	409.274	370.162	450.202	401.089	401.089
Giá vốn hàng bán	166.348	168.040	179.803	181.601	183.417
<i>Tỷ lệ giá vốn / Doanh thu</i>	<i>40,64%</i>	<i>45,40%</i>	<i>39,94%</i>	<i>45,28%</i>	<i>45,73%</i>
Lợi nhuận gộp	242.926	202.122	270.399	219.488	217.672
<i>% doanh thu</i>	<i>40,64%</i>	<i>45,40%</i>	<i>39,94%</i>	<i>45,28%</i>	<i>45,73%</i>
Doanh thu HĐ tài chính	58.432	75.835	58.189	87.648	103.233
<i>% doanh thu</i>	<i>14,28%</i>	<i>20,49%</i>	<i>12,93%</i>	<i>21,85%</i>	<i>25,74%</i>
Chi phí tài chính	26.014	15.980	19.859	6.920	3.965
Chi phí QLDN	4.985	7.606	7.987	8.386	8.805
<i>% doanh thu</i>	<i>1,22%</i>	<i>2,05%</i>	<i>1,77%</i>	<i>2,09%</i>	<i>2,20%</i>
Lợi nhuận từ HĐKD	270.359	254.370	300.742	291.831	308.135
Lợi nhuận khác	10	9	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	270.369	254.379	300.742	291.831	308.135

ĐỊNH GIÁ

<i>Mô hình định giá</i>	<i>Giá</i>	<i>Tỷ trọng</i>	<i>Bình quân giá quyền</i>
DCF (g= 5%, WACC =15%)	32.519	45%	14.634
P/E	44.151	10%	4.415
EV/EBITDA	35.350	45%	15.908
Giá bình quân		100%	34.956

Phụ lục 1: Các chỉ tiêu định giá của các công ty ngành điện trong khu vực

Công ty	Mã nước	P/E	P/B	P/S	ROE(%)	ROA(%)	EV/EBITDA
VSH	VN				12,59	10,34	
Trung bình (Average)		21,15	1,71	1,91	9,75	3,89	11,58
Trung vị (Median)		19,22	1,52	1,40	10,49	3,09	10,57
AGL ENERGY LTD	AU	14,41	1,24	1,20	12,35	4,80	9,41
CHINA YANGTZE POWER CO LTD-A	CH	na	na	na	15,31	9,60	na
DATANG INTL POWER GEN CO-A	CH	30,87	3,91	3,64	12,74	3,21	12,52
DATANG INTL POWER GEN CO-H	CH	13,68	1,74	1,61	12,74	3,21	12,83
GD POWER DEVELOPMENT CO -A	CH	18,45	2,69	2,04	14,16	3,24	12,22
GUANGDONG ELEC POWER DEV-A	CH	25,91	1,99	1,84	7,44	2,96	10,17
GUANGDONG ELECTRIC POWER-B	CH	11,47	0,88	0,81	7,44	2,96	9,09
HUADIAN POWER INTL CORP-A	CH	23,02	2,06	1,51	8,62	1,99	9,88
HUADIAN POWER INTL CORP-H	CH	9,83	0,88	0,64	8,62	1,99	9,71
HUANENG POWER INTL INC-A	CH	13,59	1,90	1,87	13,63	5,17	10,57
HUANENG POWER INTL INC-H	CH	9,34	1,30	1,29	13,63	5,17	8,96
SHENERGY COMPANY LIMITED-A	CH	14,01	1,97	3,57	14,09	7,76	11,05
SHENZHEN ENERGY GROUP CO L-A	CH	10,78	1,78	1,86	15,97	6,87	na
CHINA RESOURCES POWER HOLDIN	HK	21,13	2,89	4,05	16,06	6,32	12,17
CLP HOLDINGS LTD	HK	14,79	2,60	3,09	17,72	7,94	12,45
HONGKONG ELECTRIC HOLDINGS	HK	13,17	2,04	7,84	16,16	10,76	9,54
NTPC LIMITED	IN	19,22	3,02	3,53	14,72	8,71	14,63
RELIANCE INFRASTRUCTURE LTD	IN	19,45	2,43	2,67	na	na	36,11
CHUBU ELECTRIC POWER CO INC	JN	28,88	1,10	0,89	4,10	1,25	9,27
CHUGOKU ELECTRIC POWER CO	JN	33,58	1,12	0,81	3,57	0,94	10,73
ELECTRIC POWER DEVELOPMENT C	JN	22,79	1,33	1,21	6,32	1,46	12,05
HOKKAIDO ELECTRIC POWER CO	JN	27,64	0,99	0,91	3,85	1,16	10,74
KANSAI ELECTRIC POWER CO INC	JN	27,45	1,17	0,92	4,59	1,25	9,97
KYUSHU ELECTRIC POWER CO INC	JN	26,65	0,97	0,80	3,88	1,03	9,40
SHIKOKU ELECTRIC POWER CO	JN	25,11	1,62	1,14	6,93	1,85	9,81
TOHOKU ELECTRIC POWER CO INC	JN	69,81	1,16	0,71	1,78	0,43	8,78
TOKYO ELECTRIC POWER CO INC	JN	na	1,41	0,78	(5,28)	(1,10)	12,93
TENAGA NASIONAL BHD	MA	12,02	1,39	1,51	18,70	6,12	6,62
KOREA ELECTRIC POWER CORP	SK	14,01	0,43	0,63	3,27	1,78	10,96

Nguồn Bloomberg

Phụ lục 2: Báo cáo tài chính

Báo cáo kết quả kinh doanh

(1.000.000đ)	2005	2006	2007	QH2008
Doanh thu	195.810	409.274	370.162	295.507
Giá vốn	87.607	166.348	168.040	87.440
Tỷ lệ Giá vốn/Doanh thu	44,7%	40,6%	45,4%	29,6%
Lợi nhuận gộp	108.203	242.926	202.122	208.068
Doanh thu tài chính	562	58.432	75.835	17.295
Chi phí tài chính	16.601	26.014	15.980	6.118
Tỷ lệ CPTC/Doanh thu	8,5%	6,4%	4,3%	2,1%
Chi phí bán hàng				
Chi phí QLDN	3.259	4.985	7.606	3.737
Tỷ lệ chi phí QLDN/Doanh thu	1,7%	1,2%	2,1%	1,3%
Lợi nhuận HĐKD	88.905	270.359	254.370	215.508
Thu nhập khác	11	9	12	
Chi phí khác			3	
Lợi nhuận khác	11	9	9	-
Lợi nhuận trước thuế	88.916	270.369	254.379	215.508
Thuế TNDN				
Lợi nhuận sau thuế	88.916	270.369	254.379	215.508
EPS	1.566	3.274	2.692	
Lợi nhuận gộp/DT	55,3%	59,4%	54,6%	70,4%
Lợi nhuận HĐ/ DT	45,4%	66,1%	68,7%	72,9%
Lợi nhuận sau thuế/DT	51,1%	68,3%	67,4%	72,9%

Bảng cân đối kế toán

(1.000.000đ)	2005	2006	2007	QH2008
Tài sản ngắn hạn	145.743	161.941	833.438	953.283
Tiền	23.357	52.759	228.784	37.236
Đầu tư tài chính ngắn hạn	66.906	57.740	510.685	830.685
Phải thu ngắn hạn	25.436	25.435	70.558	60.822
Hàng tồn kho	28.887	25.238	23.362	24.078
Tài sản ngắn hạn khác	1.156	769	49	461
Tài sản dài hạn	1.838.359	1.720.805	1.626.012	1.552.549
Phải thu dài hạn	-	-	-	-
Tài sản cố định	1.835.297	1.711.905	1.614.584	1.541.121
Bất động sản đầu tư	863	-	-	-
Đầu tư tài chính dài hạn	206	8.517	10.419	10.419
Tài sản dài hạn khác	1.993	382	1.008	1.008
Tổng tài sản	1.984.102	1.882.746	2.459.449	2.505.832
Nợ phải trả	710.570	546.437	437.163	380.534
Nợ ngắn hạn	195.844	125.871	123.156	66.527
Phải trả ngắn hạn	-	-	-	-
Nợ dài hạn	514.726	420.566	314.007	314.007
Phải trả dài hạn	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	1.273.532	1.336.309	2.022.286	2.125.298
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	1.250.000	1.250.000	1.374.943	1.374.943
Thặng dư vốn	-	-	370.661	370.661
Lợi nhuận chưa phân phối	24.847	95.174	260.966	364.034
Vốn khác	(2.743)	(9.053)	14.380	14.380
Nguồn kinh phí - quỹ khác	1.427	188	1.337	1.282
Tổng nguồn vốn	1.984.102	1.882.746	2.459.449	2.505.832

Trang này được để trống

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của BVSC.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT

Trụ sở chính

Địa chỉ: Số 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: 84-4-928 8080
Fax: 84-4-928 9899
Email: research@bvsc.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Địa chỉ: 11 & 72 Nguyễn Công Trứ, Quận I, TP Hồ Chí Minh
Tel: 84-8-821 8564
Fax: 84-8-914 7477

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH NGÀNH

PHÓ TRƯỞNG PHÒNG PHÂN TÍCH

Nguyễn Lương Tân	tannguyen@bvsc.com.vn	Vũ Thị Thanh Quyên	quyenvtt@bvsc.com.vn
		Nguyễn Thị Quỳnh Dung	dungntq@bvsc.com.vn

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Vũ Hà Nam	namvh@bvsc.com.vn	Nguyễn Quang Minh	minhng@bvsc.com.vn
Vũ Thị Mai	maivt@bvsc.com.vn	Nguyễn Phi Hùng	hungnp@bvsc.com.vn
Nguyễn Hải Dương	duongnh@bvsc.com.vn	Lê Chí Thành	thanhlc@bvsc.com.vn
Trần Thăng Long	longtt@bvsc.com.vn	Nguyễn Tuấn Anh	anhnt@bvsc.com.vn
Lưu Phương Mai	mailp@bvsc.com.vn	Hoàng Hồ Phú	phuhh@bvsc.com.vn
Vũ Phương Nga	ngavp@bvsc.com.vn	Nguyễn Quang Minh	minhng@bvsc.com.vn