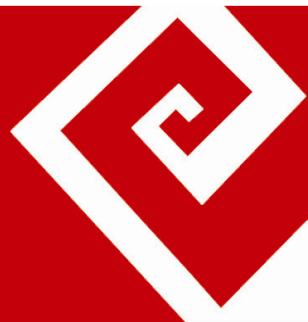




HJS
CÔNG TY CỔ PHẦN THỦY ĐIỆN NẬM MU



Ngày 27 tháng 03 năm 2009

CÔNG TY CỔ PHẦN THỦY ĐIỆN NẬM MU

TỔNG QUAN

Một số nét chính

- Hoạt động kinh doanh chính của công ty là sản xuất và kinh doanh điện, địa bàn hoạt động chính ở Hà Giang - miền Bắc Việt Nam. HJS được cung cấp nước bởi suối Nậm Mu, là khu vực có tiềm năng thủy điện lớn, với lượng mưa hàng năm lớn nhất miền Bắc, trung bình 3.500mm/năm.
- HJS là công ty con của Tổng công ty Sông Đà, và được Tổng công ty cổ phần hóa cuối năm 2003. Hiện Tổng công ty Sông Đà chiếm 51% cổ phần của HJS. Cũng như các công ty khác thuộc Tổng công ty Sông Đà, HJS có lợi thế trong việc thỏa thuận giá bán, được ưu tiên phát điện...
- HJS là một trong những công ty có quy mô vốn và tài sản tương đối trong các công ty thủy điện đã niêm yết.
- Công ty có đầu vào và đầu ra ổn định: (i) đầu vào: nước – nguồn tự nhiên - tuy có tính mùa vụ; (ii) đầu ra: hiện ngành điện Việt Nam đang trong tình trạng cung không đủ cầu, do đó, đầu ra của các công ty sản xuất điện luôn được đảm bảo.
- Công ty sản xuất điện và bán lại toàn bộ điện năng cho EVN theo cam kết bán điện với khung giá:

Giá điện (đ/kWh)	Giờ cao điểm (18-22h)	Giờ bình thường (4-18h)	Giờ thấp điểm (22-4h)
Mùa mưa (17/07-30/09)	810	520	230
Mùa khô (còn lại)	810	580	390

- Năm 2010, ngành điện Việt Nam sẽ áp dụng mô hình thị trường cạnh tranh hoàn chỉnh: giá bán điện của các nhà máy sẽ theo mô hình thị trường chào giá theo chi phí (cost - based pool), do vậy, hợp đồng bán điện của HJS có khả năng sẽ phải ký kết lại.

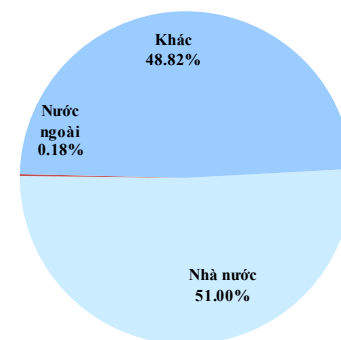
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn, dài hạn

- Dự án nhà máy điện Nậm Ngần:
 - Tổng công suất lắp máy: 13,5 MW
 - Số tổ máy: 02
 - Sản lượng điện sản xuất hàng năm: 60,2 triệu kWh
 - Tổng dự toán: 282 tỷ đồng
- Tổng vốn đầu tư cho dự án cuối năm 2008 là 232 tỷ, đến tháng 04/2009 nhà máy bắt đầu vận hành.
- Đầu tư tài chính dài hạn khác: HJS đầu tư 2 tỷ đồng góp vốn vào công ty cổ phần chứng khoán Artex – công ty Sông Đà 9 (công ty mẹ của HJS) là thành viên sáng lập.

Thông tin cơ bản

Vốn điều lệ (VND):	60.000.000.000
Ngày giao dịch đầu tiên:	20/12/2006
Số lượng CP niêm yết:	6.000.000
Giá trị thị trường (20/03/2009) (VND):	73.200.000.000
Giá cao nhất 52 tuần:	18.900
Giá thấp nhất 52 tuần:	10.100
P/E:	7,98 ¹
Giá trị sổ sách/CP (2008):	13.083
Giá cổ phiếu ngày 27/02/2009	12.200

Cơ cấu sở hữu (27/03/2009)

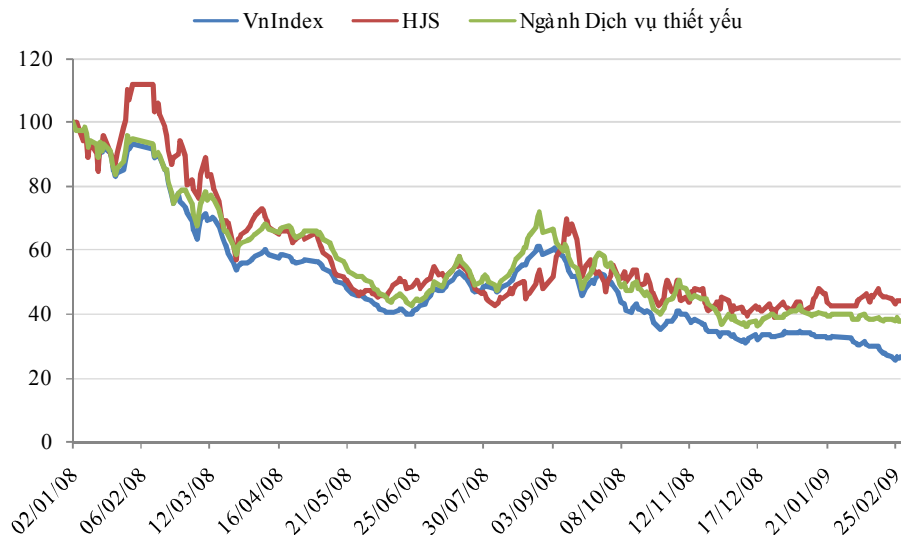


¹ Nguồn Bloomberg tại ngày 27/03/2009

DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU



DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI CHỈ SỐ NGÀNH VÀ VNINDEX



Giai đoạn từ đầu năm 2008 đến nay, thị trường chứng khoán Việt Nam đã có những chu kỳ giảm điểm liên tục, chỉ số chung toàn thị trường – VnIndex ngày 27/02/2009 chỉ còn 26,68% so với ngày 02/01/2008. Chỉ số ngành dịch vụ thiết yếu (trong đó điện chiếm chủ yếu – chiếm 89,77% giá trị thị trường tại ngày 27/02/2009) có cùng xu hướng với VnIndex, tuy nhiên mức giảm ít hơn, do đặc điểm của ngành điện có đầu ra ổn định – thuộc sản phẩm tiêu dùng thiết yếu, hơn nữa, hầu hết các công ty điện niêm yết thuộc lĩnh vực thủy điện, nên đầu vào không bị tác động bởi khủng hoảng.

Giá HJS biến động sát với chỉ số ngành Dịch vụ thiết yếu, và có mức giảm ít hơn VnIndex. Theo chúng tôi, với một số yếu tố như:

- **Điểm mạnh:** (i) đầu ra ổn định – ưu thế ngành: ngành điện là ngành dịch vụ thiết yếu, cung chưa đáp ứng đủ cầu, hầu như ngành sản xuất điện không bị ảnh hưởng bởi cuộc khủng hoảng kinh tế hiện nay; (ii) Công ty tập trung vào hoạt động kinh doanh chính; (iii) giá điện cho EVN tương đối cao.
- **Điểm yếu:** (i) hoạt động bị tác động nhiều từ nguồn nước; (ii) cổ phiếu HJS tính thanh khoản không cao – một phần do tính đột biến của cổ phiếu này trong quá khứ không có, một phần do HJS là công ty nhỏ và tỷ suất lợi nhuận không cao trong nhóm các cổ phiếu thủy điện niêm yết.

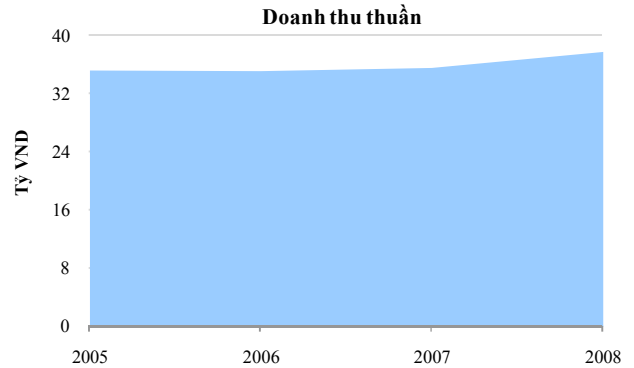
Do vậy cổ phiếu HJS sẽ không hấp dẫn bằng các cổ phiếu cùng ngành như VSH hay TBC, HJS dễ đi ngang hơn các cổ phiếu khác, và khó có khả năng biến động vượt xa VnIndex cũng như chỉ số ngành Dịch vụ thiết yếu.

Nguồn: KLS Research

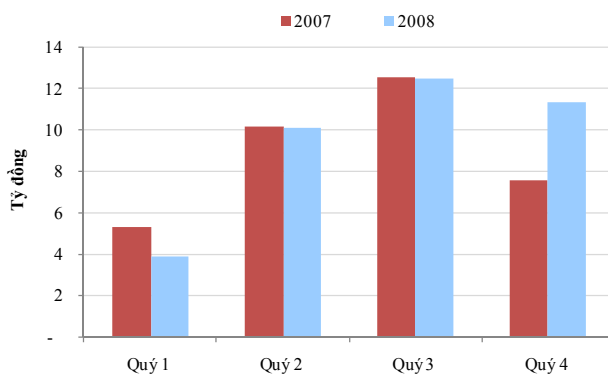
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Doanh thu thuần biến động theo sản lượng điện công ty có thể sản xuất và giá bán điện cho EVN – thường được ký hợp đồng dài hạn. Doanh thu của HJS biến động đi ngang qua các năm trong giai đoạn 2005 - 2008, do không có sự đột biến nào về sản lượng, bình quân doanh thu thuần đạt 36 tỷ/năm.

Năm 2008, doanh thu thuần của công ty có mức tăng nhỉnh hơn so với mức tăng của các năm trước, nguyên nhân: sản lượng quý 4 tăng nhẹ so với cùng kỳ năm trước (quý 4 là thời điểm giá điện HJS bán cho EVN ở mức cao).



Cơ cấu doanh thu



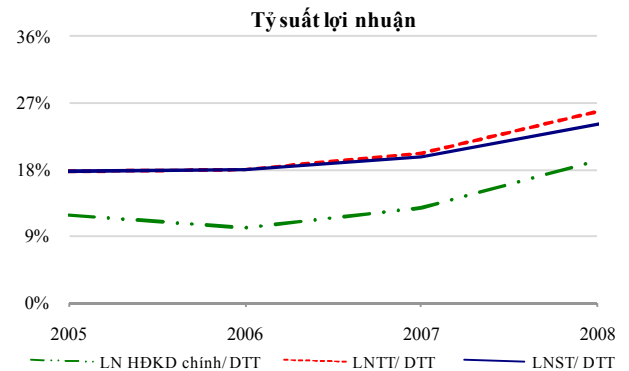
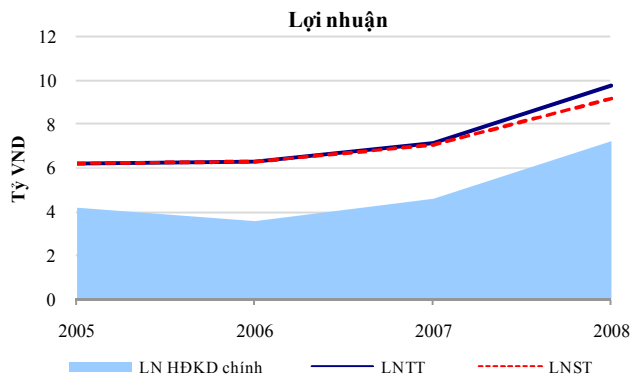
Các doanh nghiệp trong ngành thủy điện thường có tính mùa vụ. Doanh thu quý 2 và 3 của HJS thường chiếm tỷ trọng lớn nhất trong năm.

Chỉ tiêu	Mùa mưa	Mùa khô
Cầu	Giảm	Tăng
Cung	Tăng	Giảm
Giá bán EVN	Giảm	Tăng

HJS ký hợp đồng bán điện cho EVN 20 năm kể từ năm 2005 với khung giá:

Giá điện (đ/kWh)	Giờ cao điểm (18-22h)	Giờ bình thường (4-18h)	Giờ thấp điểm (22-4h)
Mùa mưa (17/07-30/09)	810	520	230
Mùa khô (còn lại)	810	580	390

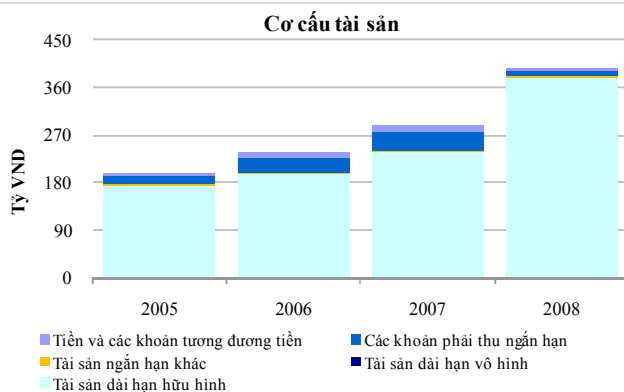
LỢI NHUẬN & TỶ SUẤT LỢI NHUẬN



Lợi nhuận sau thuế: lợi nhuận sau thuế của HJS có xu hướng tăng và tốc độ tăng mạnh dần qua các năm trong giai đoạn phân tích. Nguyên nhân: (i) doanh thu thuần ổn định; (ii) chi phí tài chính giảm. Tuy nhiên các biến động này của công ty không quá lớn, một phần do quy mô của HJS khá nhỏ, một phần do sự ổn định và hoạt động tập trung của công ty. Hàng năm công ty có khoản doanh thu tài chính tương đối ổn định – phát sinh chủ yếu từ thu lãi chiếm dụng vốn (khoản phải thu CTCP Sông Đà 9) với lãi suất 2 bên thỏa thuận bằng lãi suất cho vay của ngân hàng thương mại theo từng thời kỳ và nhận hỗ trợ lãi suất sau đầu tư.

Tỷ suất lợi nhuận: so với một số công ty niêm yết cùng ngành như VSH, TBC, NLC, SJD, RHC thì HJS có các chỉ tiêu tỷ suất lợi nhuận khá thấp. Tỷ lệ giá vốn hàng bán/doanh thu thuần của HJS tương đối cao và có xu hướng tăng dần.

CƠ CẤU TÀI SẢN

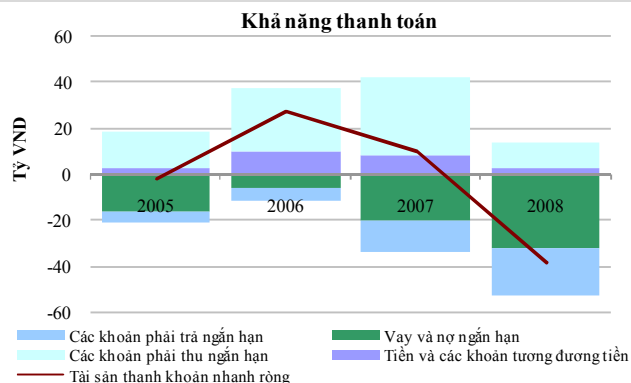


Tổng tài sản của công ty có xu hướng tăng dần trong giai đoạn 2005 – 2008. Chỉ tiêu này có xu hướng tăng do tài sản dài hạn tăng mặc dù giá trị tài sản cố định giảm, nguyên nhân: (i) chi phí xây dựng cơ bản dở dang tăng đột biến trong giai đoạn phân tích, năm 2008, chỉ tiêu này là 232 tỷ, bằng 61% tài sản dài hạn – đầu tư cho nhà máy thủy điện Năm Ngàn – dự kiến vận hành vào tháng 04/2009; (ii) năm 2008, công ty đầu tư tài chính 2 tỷ vào công ty cổ phần chứng khoán Artex.

Cơ cấu tài sản: tài sản dài hạn hữu hình chiếm chủ yếu trong tổng tài sản. Tỷ trọng tài sản dài hạn tiếp tục tăng, do HJS đang giảm tiền mặt, các khoản phải thu khách hàng, trả trước người bán và tăng nợ để đẩy mạnh đầu tư.

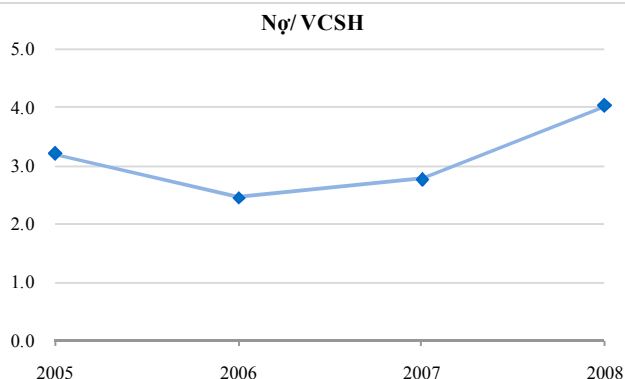
KHẢ NĂNG THANH TOÁN

3 tổ máy của HJS hòa lưới điện quốc gia năm 2004, với vốn vay ban đầu tương đối lớn, năm 2005 nợ phải trả của công ty bằng >3 lần vốn chủ sở hữu. Năm 2006 – 2007, tài sản ngắn hạn tăng mạnh, do tiền (bổ sung từ đợt tăng vốn năm 2006) và các khoản phải thu ngắn hạn tăng làm tăng khả năng thanh toán của công ty. Năm 2008, do công ty tập trung vốn và huy động thêm để đẩy mạnh đầu tư, tỷ lệ nợ tăng lên, do đó khả năng thanh toán lại giảm mạnh, và về mức âm.



Những năm đầu đi vào hoạt động, tỷ lệ nợ của các công ty thủy điện thường rất cao và sau đó giảm dần. HJS có tỷ lệ nợ cao trong năm 2005, năm 2006 – 2007 tỷ lệ này giảm nhẹ, tuy nhiên đến năm 2008, do công ty đầu tư nhiều nên tỷ lệ nợ lại tăng mạnh. HJS chủ yếu vay nợ Tổng công ty Sông Đà, do vậy được hưởng một số ưu đãi về lãi suất, áp lực trả nợ sẽ không quá lớn...

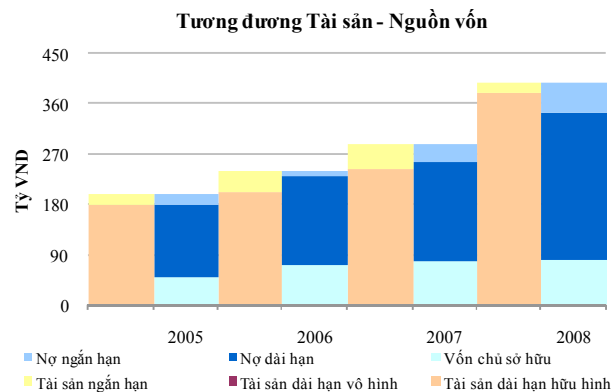
NỢ/VCSH



Từ năm 2005, nợ dài hạn và vốn chủ đủ tài trợ được hầu hết tài sản dài hạn, nợ dài hạn tăng dần qua các năm, còn vốn chủ sở hữu ít biến động.

Với một công ty thủy điện thì cơ cấu này tương đối phù hợp, do tài sản cố định lớn cộng với vốn đầu tư ban đầu lớn, nên vốn vay chiếm tỷ trọng cao lớn trong tổng nguồn vốn, mặt khác HJS đang có dự án đầu tư.

Tương đương Tài sản - Nguồn vốn



BẢNG TỔNG HỢP CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH²

Chỉ tiêu	Đơn vị	2005	2006	2007	2008 ³
Tăng trưởng Doanh thu thuần	%		-0,1%	1,2%	6,0%
Tăng trưởng Tổng tài sản	%		20,3%	20,2%	38,4%
EBIT/ Doanh thu thuần	%	61,0%	58,5%	58,0%	56,9%
EBITDA/ Doanh thu thuần	%	61,0%	58,5%	58,0%	56,9%
ROCE	%	12,1%	9,0%	8,1%	6,2%
ROE	%		10,9%	9,8%	11,9%
ROA	%		2,9%	2,7%	2,7%
Lợi nhuận gộp/ Doanh thu thuần	%	64,1%	62,1%	61,4%	60,6%
Lợi nhuận trước thuế/ Doanh thu thuần	%	17,7%	17,9%	20,2%	25,8%
Lợi nhuận sau thuế/ Doanh thu thuần	%	17,7%	17,9%	19,8%	24,3%
Khả năng thanh toán ngắn hạn	Lần	0,90	3,63	1,34	0,33
Khả năng thanh toán nhanh	Lần	0,87	2,33	0,76	0,33
Khả năng thanh toán bằng tiền mặt	Lần	0,15	0,94	0,26	0,07
Nợ phải trả/ Tổng nguồn vốn	Lần	0,76	0,71	0,73	0,80
Nợ phải trả/ Vốn chủ sở hữu	Lần	3,21	2,47	2,77	4,04
Vòng quay Hàng tồn kho theo Doanh thu thuần	Vòng	2.251,72	839,13	645,25	576,07
Vòng quay Hàng tồn kho theo Giá vốn hàng bán	Vòng	807,77	318,35	248,97	227,01
Vòng quay Phải thu khách hàng	Vòng	4,81	2,51	2,57	3,05
Vòng quay Phải trả người bán	Vòng	48,14	23,31	26,32	6,53
Vòng quay Tổng tài sản	Vòng	0,36	0,16	0,14	0,11
Vòng quay Vốn chủ sở hữu	Vòng	1,51	0,61	0,49	0,49

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH THEO QUÝ⁴

Đơn vị: triệu VND

Chỉ tiêu	Q4/2008	Q3/2008	Q2/2008	Q1/2008	Q4/2007
Doanh thu thuần về bán hàng và dịch vụ	11.313	12.491	10.139	3.866	7.611
Giá vốn hàng bán	4.581	3.646	3.320	3.352	3.307
Lợi nhuận gộp về bán hàng và dịch vụ	6.732	8.845	6.819	513	4.304
Doanh thu hoạt động tài chính	1.437	321	338	405	1.949
Chi phí tài chính	3.766	3.664	6.837	-	3.903
Chi phí bán hàng	-	-	-	-	-
Chi phí quản lý doanh nghiệp	645	199	152	413	232
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	3.757	5.303	168	506	2.118
Lợi nhuận khác	(18,72)	7,74	22,50	5,18	(67,36)
Lợi nhuận trước thuế	3.739	5.311	191	511	2.051
Lợi nhuận trước thuế/ Doanh thu thuần (%)	33,05%	42,52%	1,88%	13,22%	26,94%
Lợi nhuận sau thuế	3.194	5.276	191	511	2.051
Lợi nhuận sau thuế/ Doanh thu thuần (%)	28,23%	42,24%	1,88%	13,22%	26,94%

² BCTC của HJS³ BCTC chưa kiểm toán⁴ Các BCTC theo quý không được kiểm toán, số liệu có thể không phù hợp với BCTC kiểm toán cuối kỳ

BẢN TIN CHỨNG KHOÁN TUẦN

Bản tin này được tổng hợp và thực hiện dựa trên các số liệu tương đối xác thực, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo rằng thông tin và dữ liệu này hoàn toàn đầy đủ hoặc chính xác. bản tin này chỉ nhằm mục đích tham khảo, công ty cổ phần chứng khoán Kim Long sẽ không chịu trách nhiệm trước những quyết định đầu tư của quý khách hàng khi sử dụng các thông tin trong bản tin để kinh doanh chứng khoán.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN KIM LONG - KIM LONG SECURITIES CORPORATION

A: 22 Thành Công, Ba Đình, Hà Nội * T: 04. 772 6868 * F: 04. 772 6136 * W: www.kls.vn

