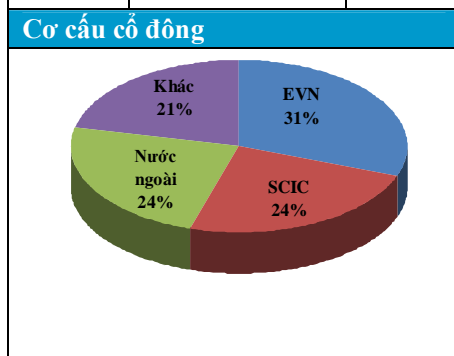


Ngày 22/02/2010	
Giá đóng cửa	15,300
P/E 2010	7.44 x
Giá mục tiêu	20,000

Thông tin cơ bản	
Sản phẩm chính	Điện
Vốn điều lệ (tỷ VND)	20.6
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	2,784
Sở hữu nước ngoài (%)	24
Sở hữu nhà nước (%)	55
Tỷ lệ HĐQT và BKS (%)	56

Khuyến nghị gần nhất		
Ngày xuất bản	Giá đóng cửa tại ngày ra khuyến nghị	Khuyến nghị



Tên công ty

CTCP THỦY ĐIỆN VĨNH SƠN – SÔNG HÌNH

Khuyến nghị

ĐẦU TƯ DÀI HẠN

Khuyến nghị đầu tư

VSH hiện là công ty thủy điện lớn nhất khu vực Miền Trung – Tây Nguyên, vận hành 2 nhà máy với công suất thiết kế là 136 MW. Hoạt động kinh doanh của công ty phụ thuộc nhiều vào điều kiện thời tiết. Tuy nhiên việc nâng cấp các hồ chứa và đầu tư các dự án mới sẽ giúp công ty chủ động hơn trong việc điều tiết nguồn nước cũng như nguồn phát điện.

Tình hình tài chính lành mạnh và nguồn tiền dồi dào, cộng với đội ngũ quản lý giàu kinh nghiệm trong lĩnh vực kinh doanh điện là lợi thế cũng như “tài sản đảm bảo” của VSH trong việc cạnh tranh đầu tư, xây dựng các nhà máy thủy điện mới trong khu vực, từ đó mở rộng hoạt động kinh doanh và nâng cao vị thế của công ty trong ngành.

Với tốc độ tăng trưởng tương đối ổn định qua các năm, chúng tôi cho rằng Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hình là cổ phiếu an toàn và có tính phòng thủ cao. Với mức giá ngày 22/02/2010 là 15,300, VSH hiện đang giao dịch ở P/E 2010 7.44 x, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư cân nhắc lựa chọn VSH trong danh mục đầu tư dài hạn của mình. Và dự kiến khi các dự án mới đi vào vận hành sẽ tạo ra bước đột phá lớn cho doanh nghiệp.

Những điểm chú ý

- Sản lượng phát điện trung bình 850 triệu KWh/năm, chiếm khoảng 1% sản lượng phát điện cả nước.
- Nguồn tiền dồi dào cùng đội ngũ quản lý giàu kinh nghiệm là lợi thế cạnh tranh của công ty.
- Hoạt động kinh doanh vẫn duy trì tốt dù phụ thuộc vào điều kiện thời tiết.
- Sau khi các dự án thủy điện được hoàn thành (năm 2014), tổng công suất của công ty sẽ nâng lên thành 607 MW.
- Ngành điện VN là một trong những ngành đầu tư hấp dẫn nhất khu vực do tốc độ tăng trưởng kinh tế và nhu cầu điện năng đang tăng cao.

Chỉ tiêu	Q4-08	Q1-09	Q2-09	Q3-09	Q4-09E	2009E	2010F
Doanh thu (triệu đồng)	132,384	138,470	131,286	69,820	124,709	465,834	659,265
Tăng trưởng yoy (%)	-4.81%	-4.47%	-12.80%	25.15%	-4.63%	-3.7%	41.5%
Tỷ lệ lợi nhuận gộp trên doanh thu(%)	64.49%	68.04%	64.50%	34.74%	60.27%	60.4%	71.7%
Tỷ lệ lợi nhuận thuần trên doanh thu(%)	71.55%	87.45%	87.78%	20.59%	53.66%	57.4%	69.5%
Lợi nhuận trước thuế (triệu đồng)	94,732	121,069	115,306	14,384	66,943	333,316	443,251
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	94,732	121,069	115,306	5,460	63,004	320,782	426,745
Tăng trưởng yoy (%)	-26.96%	18.61%	1.65%	-90.99%	-16.66%	-14%	33%
EPS (Đồng)	689	881	839	40	305	1,555	2,056

GIỚI THIỆU CÔNG TY



VSH vận hành 2 nhà máy thủy điện với công suất 136 MW.



Hoạt động kinh doanh phụ thuộc nhiều vào điều kiện thời tiết.

Sản lượng bình quân 850 triệu kWh/năm, chiếm 1% công suất phát điện cả nước.

Tên công ty : **Công ty Cổ phần Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hình.**
Mã giao dịch : **VSH** Sàn giao dịch: **HOSE**
Địa chỉ : 21 Nguyễn Huệ, Thành phố Quy Nhơn, tỉnh Bình Định.
Điện thoại : (84.056) 3892.792
Website : www.vshpc.evn.com.vn

CTCP Thủy điện Vĩnh sơn – Sông Hình thành lập năm 1991, cổ phần hóa tháng 05/2005, chính thức giao dịch trên HOSE tháng 07/2006. Vốn điều lệ hiện tại của công ty là 2,062 tỷ với tỷ lệ sở hữu nhà nước trên 50% (EVN – 30.6% và SCIC 24%). VSH hiện là thành viên của tập đoàn điện lực (EVN), toàn bộ điện thương phẩm của công ty được bán cho EVN với mức giá cố định theo hợp đồng dài hạn.

Sản phẩm chính của công ty là điện thương phẩm từ 2 nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn (Công suất 66 MW, điện năng sản xuất 228.5 triệu kWh/năm, bắt đầu vận hành từ năm 1994 với 3 hồ chứa nước) và Nhà máy Thủy điện Sông Hình (Công suất 70MW, điện năng sản xuất 370 triệu kWh/năm, bắt đầu vận hành từ năm 1999 với 1 hồ chứa nước). Để nâng cao hiệu suất phát điện, hồ C thuộc nhà máy Vĩnh Sơn đã được nâng công suất tối đa, cung cấp thêm 78 triệu kWh trong tổng sản lượng. Sau dự án nâng cấp Hồ C, công ty đã được phê duyệt 4 dự án thủy điện xây mới tại khu vực Tây Nguyên với điện lượng cung cấp thêm trung bình năm như sau: Thủy điện thượng Kon Tum: 1,494.2 triệu KWh, Dự án nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn 2: 365.6 triệu KWh, Dự án nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn 3: 102 triệu KWh, Thủy điện Đồng Cam: 430 triệu KWh. Sau khi tất cả các dự án hoàn tất theo đúng kế hoạch, VSH sẽ trở thành một trong những thủy điện lớn nhất của Việt Nam.

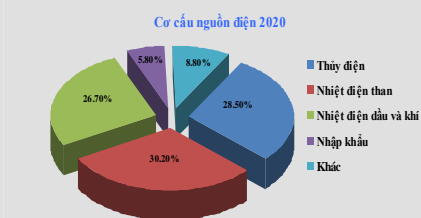
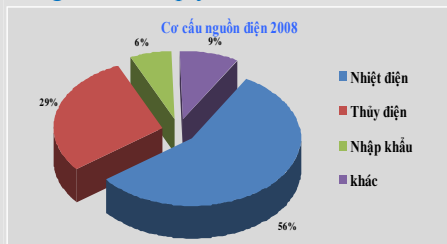
Do đặc thù hoạt động ngành thủy điện phụ thuộc vào lượng nước đầu vào, nên kết quả kinh doanh của công ty phụ thuộc chủ yếu vào điều kiện thời tiết và mang tính mùa vụ. Mùa mưa tại khu vực 2 nhà máy của VSH thường kéo dài từ tháng 7 đến tháng 9 hằng năm. Trong thời gian này, VSH chỉ sản xuất 10% trong tổng sản lượng điện cả năm do nhu cầu điện vào mùa mưa giảm. Đồng thời trữ nước cho mùa khô để sản xuất phục vụ nhu cầu tăng cao cũng như phục vụ nhu cầu tưới tiêu cho hoạt động nông nghiệp. Giá bán vào mùa khô là 580 đồng/kWh và giá bán mùa mưa là 467 đồng/kWh. Đây là giá theo hợp đồng ký với EVN thời hạn 2005 – 2008. Hiện công ty đang thỏa thuận hợp đồng mới nên tạm thời ghi nhận doanh thu theo giá bán bằng 90% giá hợp đồng cũ cho năm 2009.

Với sản lượng bình quân mỗi năm khoảng 850 triệu kWh, VSH chiếm 1.3% tổng công suất phát điện của EVN và 1% công suất phát điện của cả nước. Trong năm 2009, sản lượng điện thương phẩm ước đạt 920.372 triệu kWh, chiếm 1.23% điện thương phẩm cả nước và chiếm 1.6% sản lượng điện sản xuất trong nước.

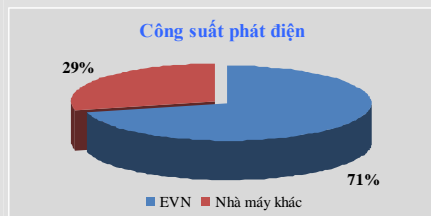
Dù được đánh giá vào loại trung bình thấp của ngành về sản lượng điện nhưng VSH có nhiều lợi thế về kinh nghiệm, uy tín cũng như tình hình tài chính lành mạnh, tạo nhiều điều kiện thuận lợi trong việc cạnh tranh giành quyền đầu tư vào các dự án thủy điện mới ở Miền Trung.

PHÂN TÍCH NGÀNH

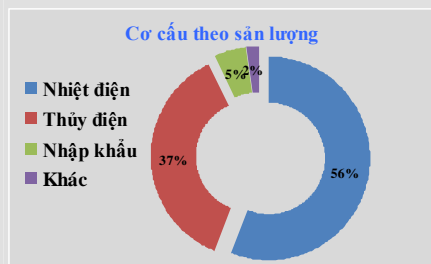
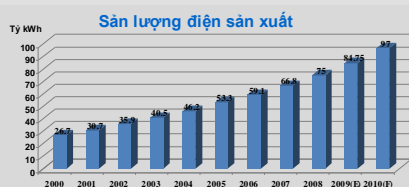
Ngành điện là ngành then chốt và còn mang tính độc quyền.



Tiềm năng thủy điện hiện nay chỉ mới khai thác 16%.



Nhu cầu tiêu thụ điện tăng trung bình mỗi năm từ 16% - 17%.



Ngành điện là một trong những ngành then chốt, nhận được nhiều sự quan tâm của Nhà nước. Mặc dù các công ty trong ngành hoạt động hết công suất nhưng hiện vẫn không đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ. Sản lượng điện sản xuất trong những năm gần đây tăng nhanh chóng từ 26.7 triệu MWh năm 2000 lên 75 triệu MWh trong năm 2008, năm 2009 ước đạt 87.75 triệu MWh và dự tính năm 2010 là 97 triệu MWh, tốc độ tăng trưởng trung bình đạt 13.8%/năm. Hơn nữa, ngành điện hiện nay được xem như độc quyền với người mua và người bán duy nhất đến người tiêu dùng là Tập đoàn điện lực (EVN). Cơ cấu nguồn điện hiện nay bao gồm thủy điện, nhiệt điện (than, dầu, tuabin khí), nhập khẩu và các nguồn phát điện độc lập (IPP). Trong cơ cấu nguồn điện thống kê năm 2008 thì nhiệt điện chiếm 56%, thủy điện 37%. Trong tương lai sẽ nâng dần tỷ trọng các nguồn phi thủy điện. Theo kế hoạch đến năm 2020, thủy điện chỉ chiếm 28.5%, nhiệt điện than 30.2%, nhiệt điện dầu và khí chiếm 26.7%.

Hiện nay chủ trương nước ta là tăng dần tỷ trọng của nguồn cung phi thủy điện để đảm bảo tính ổn định tương đối; đồng thời nghiên cứu mở rộng các nguồn cung khác như điện nguyên tử, điện hạt nhân, điện từ các nguồn năng lượng mới. Nguồn cung giá rẻ từ các nhà máy thủy điện hiện hành sẽ được quan tâm đầu tư phát triển. Hơn nữa, tình hình cầu vượt cung như hiện nay và có thể tiếp diễn những năm tiếp theo do nền kinh tế phát triển sẽ là cơ hội và tiềm năng cho các nhà máy sản xuất điện.

Theo thống kê, tiềm năng thủy điện trên tất cả các hệ thống sông của Việt Nam khoảng 123 tỷ kWh/năm tương đương với khoảng 31,000 MW. Hiện nay các công trình thủy điện đã khai thác khoảng 4,800 MW (16% tiềm năng). Mục tiêu đến năm 2020, tại các lưu vực sông lớn sản lượng khai thác đạt khoảng 15,374 MW, lưu vực sông nhỏ sản lượng đạt 1,535 MW.

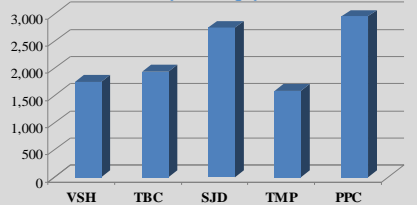
Trong ngành điện mức độ cạnh tranh không cao như các ngành khác do cung thấp hơn cầu và là ngành chịu sự điều tiết trực tiếp của Nhà nước. Điều này phần nào tạo nên tâm lý ỷ lại, thiếu kiên quyết trong việc cải tiến tính ổn định của nguồn cung điện. Đây cũng được xem là nguyên nhân dẫn đến tình trạng thiếu điện do sự chậm trễ trong tiến độ của các nhà máy đang xây dựng.

Với nhu cầu hàng năm tăng 16 - 17%, nguồn lực của EVN không đủ để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ điện cho nền kinh tế. Dự kiến 2010, điện sản xuất đạt 97 triệu MWh, trong đó nguồn cung trong nước là 64 triệu MWh (chiếm 66%), mua ngoài ước tính 33 triệu MWh. Tuy nhiên, công tác dự báo nhu cầu sử dụng điện luôn phải điều chỉnh do một số dự án đầu tư sản xuất tăng mạnh trong thời gian qua (đặc biệt là các dự án thép và xi măng đi vào hoạt động) làm cho việc điều tiết cung điện gặp khó khăn.

Ngành điện được đánh giá là một trong những ngành có mức độ hấp dẫn đầu tư do nhu cầu điện năng tăng và mức độ đa dạng hóa đầu tư cao. Cổ phiếu ngành điện được coi là nhóm cổ phiếu phòng thủ do tính chất ổn định và ít chịu ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế.

Một số công ty tiêu biểu trong ngành như VSH, TBC, TMP, SJD đều có kết quả kinh doanh khả quan trong năm 2008. Đặc biệt PPC do khoảng trích lập dự phòng cao dẫn đến lợi nhuận âm trong năm 2008 nhưng nhìn chung hoạt động vẫn khá ổn định.

EPS lũy kế 3 quý 2009



Vốn đầu tư lớn nên tỷ suất lợi nhuận không cao như ngành sản xuất kinh doanh.

Phân tích chỉ số tài chính 9 tháng 2009

Chỉ tiêu	VSH	TBC	SJD	TMP	PPC
Tổng tài sản	2,548,809	871,209	1,105,989	1,683,549	11,494,709
VCSH	2,269,484	824,073	428,522	873,216	4,394,760
Tỷ lệ nợ	10.96%	5.41%	61.25%	48.13%	61.77%
Doanh thu	339,576	177,858	232,835	302,454	3,363,717
Lợi nhuận gộp	203,151	129,079	146,197	185,935	928,787
Lợi nhuận ròng	241,835	123,507	82,375	111,358	965,472
Tỷ lệ lợi nhuận biên	59.82%	72.57%	62.79%	61.48%	27.61%
LNR/doanh thu	71.22%	69.44%	35.38%	36.82%	28.70%
EPS lũy kế 3 quý	1,759	1,945	2,755	1,591	2,959
ROA (2008)	14.9%	19.1%	3.1%	4.3%	n/a
ROE (2008)	17.3%	20.5%	9.5%	8.83%	n/a

Do đặc trưng ngành điện vốn đầu tư ban đầu lớn nên ROA và ROE không cao như các ngành sản xuất kinh doanh. Theo số liệu năm 2008, TBC đứng đầu trong khả năng sinh lời với ROA trên 19%, tiếp sau là VSH 14.9%. Hiệu quả được duy trì tốt trong 3 quý đầu năm 2009, đây là 2 công ty có tỷ lệ nợ thấp trong ngành (VSH gần 11% và TBC khoảng 5%). Cơ cấu vốn an toàn và việc quản lý chi phí tốt đã giúp công ty nâng cao tỷ lệ Lợi nhuận ròng/doanh thu (VSH dẫn đầu với 71.22% và TBC đứng thứ 2 với 69.44%). Nhìn chung các doanh nghiệp ngành điện đều duy trì được mức doanh thu và lợi nhuận ổn định qua các năm trừ trường hợp ngừng hoạt động một số máy để tu sửa. Với lượng tiền dồi dào và khả năng vay thêm vốn cao, VSH và TBC cũng như TMP là những cổ phiếu có khả năng tài trợ cho việc đầu tư mở rộng hoạt động trong thời gian tới.

PHÂN TÍCH CẠNH TRANH

Ngành điện hầu như không có nhiều tính cạnh tranh.

Hệ thống thủy điện được phân phối 3 miền, tuy nhiên Miền Trung là khu vực có sản lượng thấp.

Nguồn điện từ thủy điện có những ưu điểm nhất định, nhưng sẽ chịu sự cạnh tranh từ nhiệt điện.

Hoạt động trong ngành điện, như đã đề cập ở trên, còn mang tính “Nhà nước”, do đó không có nhiều cạnh tranh. Tất cả các nhà máy sản xuất điện thương phẩm đều bán cho EVN với mức giá thỏa thuận theo hợp đồng dài hạn. Đối với nhiệt điện, giá bán bao gồm phần cố định và phần điều chỉnh do biến động giá nguyên liệu đầu vào, đối với thủy điện giá thường cố định trong thời gian dài nhưng có sự thay đổi giữa các mùa vụ trong năm. Trong đó, thường giá bán từ nguồn thủy điện thấp nhiệt điện.

Hiện nay, hệ thống thủy điện được phân phối 3 miền dọc theo các con sông lớn nhưng số lượng chủ yếu vẫn tập trung nhiều tại khu vực phía Bắc do vị trí địa lý thuận lợi. Tuy nhiên sản lượng điện sản xuất lại tập trung ở miền Nam nhờ các nhà máy nhiệt điện bằng khí có công suất lớn. Trong khi đó, với lợi thế về địa hình, khu vực Miền Trung Tây Nguyên có nhiều tiềm năng xây dựng thủy điện nhưng thực trạng vẫn chưa khai thác hết. Do đó, những nhà máy lớn trong khu vực như VSH mang vị trí chiến lược quan trọng.

Các nhà máy thủy điện được xây dựng không chỉ với mục tiêu cung cấp điện quốc gia mà còn phục vụ nhu cầu tưới tiêu cho hoạt động sản xuất nông nghiệp. Với vị trí chiến lược quan trọng đó cộng với giá bán cạnh tranh nên hầu hết các nhà máy thủy điện đều được EVN huy động hết sản lượng. Nguồn điện từ thủy điện có những ưu điểm như: không tốn chi phí nguyên vật liệu, có thể thay đổi công suất nhanh theo yêu cầu phụ tải; tuy nhiên cũng mang nhiều nhược điểm như: chi phí đầu tư cao và thời gian lâu, việc xây dựng sẽ gây ảnh hưởng đến cân bằng sinh thái. Trong khi đó, nguồn nhiệt điện lại có chi phí

Thị trường phát điện cạnh tranh đang được xây dựng, tạo sự năng động cho các DN trong ngành, đồng thời tăng tính cạnh tranh trong giá bán điện.

Nguồn tiền dồi dào, đội ngũ quản lý giàu kinh nghiệm là lợi thế cạnh tranh của công ty.

Việc mở rộng sang các lĩnh vực khác có thể mạng lại nguồn thu mới trong tương lai.

đầu tư thấp với thời gian nhanh, nguồn cung tương đối ổn định vì không phụ thuộc nhiều vào điều kiện thời tiết, tuy chi phí nguyên vật liệu cao và đối mặt với tình trạng nhập khẩu than trong tương lai. Với tiêu chí lựa chọn nhà cung cấp của EVN là tính ổn định và giá bán, các nhà máy thủy điện và nhiệt điện đều có những lợi thế nhất định. Chi phí đầu vào của các nhà máy nhiệt điện có xu hướng ngày càng tăng, do đó việc hạ giá bán là điều rất khó. Nếu các nhà máy thủy điện mở rộng được các hồ chứa, giảm tác động của thời tiết, đảm bảo nguồn cung điện tương đối ổn định thì sẽ nâng cao khả năng cạnh tranh của mình.

Theo kế hoạch phát triển thị trường điện của nhà nước, giai đoạn 1 “phát điện cạnh tranh” đến năm 2014, giai đoạn 2 “bán buôn điện cạnh tranh” đến năm 2022 và giai đoạn cuối “bán lẻ điện cạnh tranh” từ 2022, đây sẽ là cơ hội cho các nhà máy điện điều tiết giá bán theo thị trường, tạo tính năng động cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, tính cạnh tranh cũng sẽ tăng lên mạnh mẽ hơn trong giá bán cho EVN, do đó gây áp lực cho các DN cắt giảm chi phí, hạ giá thành. Mức giá hiện nay của VSH được cho là khá thấp so với các DN khác (Thủy điện Cần Đơn SJD: 720 đồng/KWh, Thủy điện Nà Lơi NLC 672 đồng/KWh, Thủy điện Ryninh RHC 656 đồng/KWh), đây sẽ là lợi thế cạnh tranh lớn của DN.

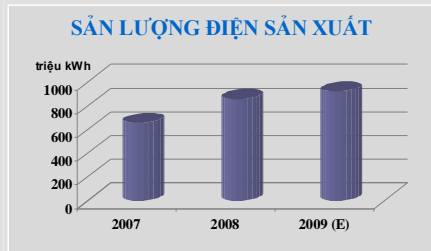
Đặc biệt, nếu các dự án Thủy điện Thượng Kon Tum; Thủy điện Vĩnh sơn 2,3; Thủy điện Đồng Cam hoàn thành đúng kế hoạch thì đến 2014, VSH sẽ nâng công suất phát điện lên 607, đảm bảo cung cấp điện cho khu vực Miền Trung - Tây Nguyên, củng cố thêm vị thế của công ty trong ngành.

Với tiềm lực tài chính khá mạnh, đội ngũ cán bộ quản lý kỹ thuật trình độ cao và giàu kinh nghiệm, mối quan hệ rộng rãi và chặt chẽ trong ngành phát điện và EVN, Công ty CP Thủy điện Vĩnh Sơn –Sông Hình có đủ khả năng tham gia vào đầu tư xây dựng và vận hành một số nhà máy thủy điện có công suất lớn. Công ty đang tiến hành nghiên cứu và chuẩn bị đầu tư phát triển một số nhà máy thủy điện tại khu vực miền Trung theo các hình thức: tự đầu tư, liên doanh, thuê tài chính....và xem đây là hướng phát triển chính của doanh nghiệp trong thời gian tới.

Công ty cũng dự định sẽ dành một tỷ lệ hợp lý vốn đầu tư phát triển để mở rộng sản xuất, kinh doanh sang các ngành nghề khác có lợi nhuận cao hơn ngành sản xuất điện để cải thiện tỷ suất lợi nhuận cho doanh nghiệp. Nếu thành công cũng sẽ mang lại cho DN nguồn thu lớn.

PHÂN TÍCH TĂNG TRƯỞNG

Hoạt động kinh doanh vẫn duy trì tốt dù phụ thuộc nhiều vào điều kiện thời tiết.

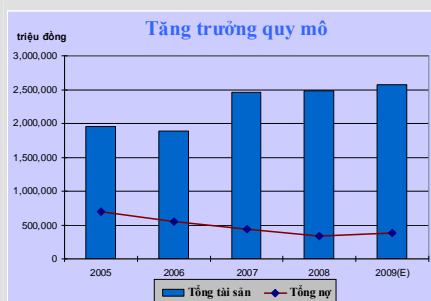
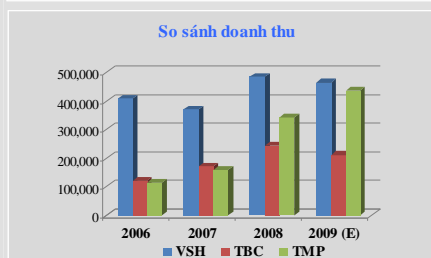
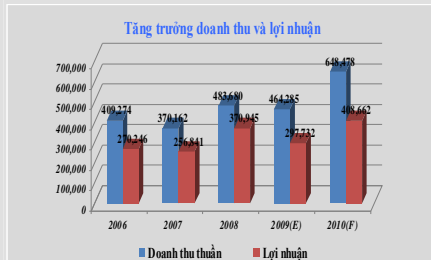


Hoạt động kinh doanh điện phụ thuộc nhiều vào điều kiện thời tiết. Khu vực miền trung thường có chu kỳ 3 năm mưa và 3 năm hạn liên tiếp. Năm 2009 là năm cuối của chu kỳ 3 năm mưa.

Sản lượng điện sản xuất các năm tăng cao, luôn vượt kế hoạch, năm 2007 đạt 658.686 triệu kWh, năm 2008 điện sản xuất đạt 859.167 triệu kWh, năm 2009 ước đạt 923.810 triệu kWh. Với tình hình thủy văn thuận lợi, công ty đã tích trữ được lượng nước khá lớn cho năm 2010 nên sản lượng điện sản xuất quý 1 có thể đạt mức cao, bắt đầu giảm dần từ quý 2 và quý 3, sau đó tăng cao trong quý 4. (Sản lượng điện sản xuất thường đạt cao nhất vào Quý 4 và Quý 1, do sử dụng lượng nước trữ từ mùa mưa Quý 3). Sang năm 2011, nằm trong chu kỳ 3 năm lượng mưa ít, lượng nước tích lũy từ mùa mưa 2010 không cao nên ước tính sản lượng điện cung cấp có thể giảm nhẹ.

Đặc trưng của các nhà máy thuộc VSH là nằm trong khu vực có mùa mưa ngược với các nhà máy thủy điện Miền Bắc. Mùa mưa chỉ kéo dài khoảng 3

Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng qua các năm.



tháng, tuy nhiên lượng mưa lớn nên có thể trữ đủ nước cho mùa khô sản xuất với giá thành bán cao hơn. Các tổ máy phát điện công ty đang chạy tốt và không có kế hoạch ngừng tu chỉnh, do đó sản lượng điện duy trì ổn định tương đối trong năm nay.

Doanh thu và lợi nhuận của VSH chịu ảnh hưởng nhiều từ thiên nhiên. Vào những năm mùa mưa nhiều, công ty tích nước tốt và đạt được sản lượng cao cho năm sau. Xét từ năm 2006 đến nay, doanh thu và lợi nhuận nằm trong xu hướng tăng trưởng tốt, do nhu cầu điện ngày càng tăng cũng như việc đầu tư mở rộng các hồ chứa để nâng cao năng suất của công ty.

Doanh thu năm 2009 ước tính 464 tỷ (giảm 4% so với năm 2008) trong đó doanh thu bán điện đạt trên 463 tỷ được ghi nhận dựa trên giá bán bằng 90% giá bán theo hợp đồng cũ với EVN. Hợp đồng này kết thúc vào ngày 31/12/2008 nhưng 2 bên vẫn chưa thỏa thuận mức giá mới. Nếu ghi nhận bằng 100% giá bán điện như hợp đồng cũ, doanh thu có thể đạt tới trên 480 tỷ (tương đương mức năm 2008). Lợi nhuận theo đó cũng được ghi nhận tăng từ 297 tỷ lên 310 tỷ.

Cuối năm 2009 công ty phát hành cổ phiếu thưởng tỷ lệ 2:1 nâng vốn điều lệ từ 1,374 tỷ lên 2,062 tỷ. EPS điều chỉnh đạt gần 1,500 đồng. Việc mở rộng hồ C góp phần nâng tổng sản lượng thêm 78 triệu kWh, ước tính sản lượng điện thương phẩm năm 2010 đạt trên 959 triệu kWh, doanh thu 648 tỷ và lợi nhuận sau thuế trên 400 tỷ, EPS cuối năm ước đạt gần 2,000 đồng.

Một nguồn tài chính khác của công ty là 3 triệu cổ phiếu PPC (được mua với mức giá 10,200 đồng/Cổ phiếu trong khi giá vào ngày 01/02/2010 là 18,300). Đây có thể là nguồn tiền lớn cho VSH bổ sung vốn đầu tư dự án.

Tổng tài sản tăng trưởng nhẹ qua các năm và dự báo quy mô sẽ được mở rộng hơn khi các dự án thủy điện mới hoàn thành vào năm 2014. Việc duy trì tỷ lệ nợ thấp giúp công ty chủ động hơn trong nguồn vốn và không chịu nhiều ảnh hưởng từ khủng hoảng kinh tế.

Cùng với triển vọng phát triển của ngành và đặc biệt khi đất nước vào thời kỳ hội nhập, kết hợp với phân tích ở trên thì chúng tôi cho rằng, cổ phiếu của Công ty Cổ phần Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hình có rất nhiều tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn.

TRIỂN VỌNG KINH DOANH

Thị trường điện hiện nay cung không đủ cầu do tăng trưởng kinh tế.

Công ty hiện đang đầu tư các dự án lớn nhằm nâng công suất lên 607 MW trong những năm tới.

Nhu cầu hàng năm tăng trung bình 16% - 17% (hơn gấp đôi tăng trưởng GDP), điện đang là lĩnh vực cung không đủ cầu. Yếu tố ảnh hưởng đến cầu điện chủ yếu đi từ tăng trưởng kinh tế. Việt Nam đang nằm trong bối cảnh chuyển biến tích cực từ kinh tế nông nghiệp sang kinh tế công nghiệp; đặc biệt các ngành công nghiệp nặng như luyện thép, hóa chất, xây dựng... nên nhu cầu điện năng cao. Giá bán điện của EVN hiện nay vẫn thấp hơn so với mặt bằng chung của các nước trên thế giới (giá trung bình của EVN khoảng 5.7cent/KWh trong khi giá bán của các nước trong khu vực như Thái Lan, Indonesia, Malaysia khoảng 14 – 15cent/KWh). Do đó, kinh doanh điện vẫn còn nhiều tiềm năng phát triển.

Sau dự án nâng cấp Hồ C thuộc Nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn, công ty đã được phê duyệt 4 dự án thủy điện xây mới tại khu vực Tây Nguyên với điện lượng cung cấp thêm trung bình năm như sau:

- Thủy điện thượng Kon Tum: 1,494.2 triệu KWh
- Dự án nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn 2: 365.6 triệu KWh
- Dự án nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn 3: 102 triệu KWh
- Thủy điện Đồng Cam: 430 triệu KWh

Các dự án đầu tư trong tương lai

1. Thủy điện thượng Kon Tum

Công suất lắp máy	220MW
Tổng mức đầu tư	5,744 tỷ
Tiến độ thực hiện	2009 - 2014

2. Dự án nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn 2

Công suất lắp máy	100 MW
Tổng mức đầu tư	2,300 tỷ
Tiến độ thực hiện	2009 - 2012

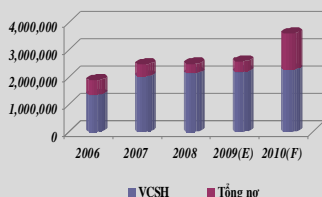
3. Dự án nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn 3

Công suất lắp máy	30 MW
Tổng mức đầu tư	660 tỷ
Tiến độ thực hiện	2009 - 2011

4. Thủy điện Đồng Cam

Công suất lắp máy	120 MW
Tổng mức đầu tư	2,118 tỷ
Tiến độ thực hiện	2009 - 2013

Tăng trưởng VCSH và Nợ



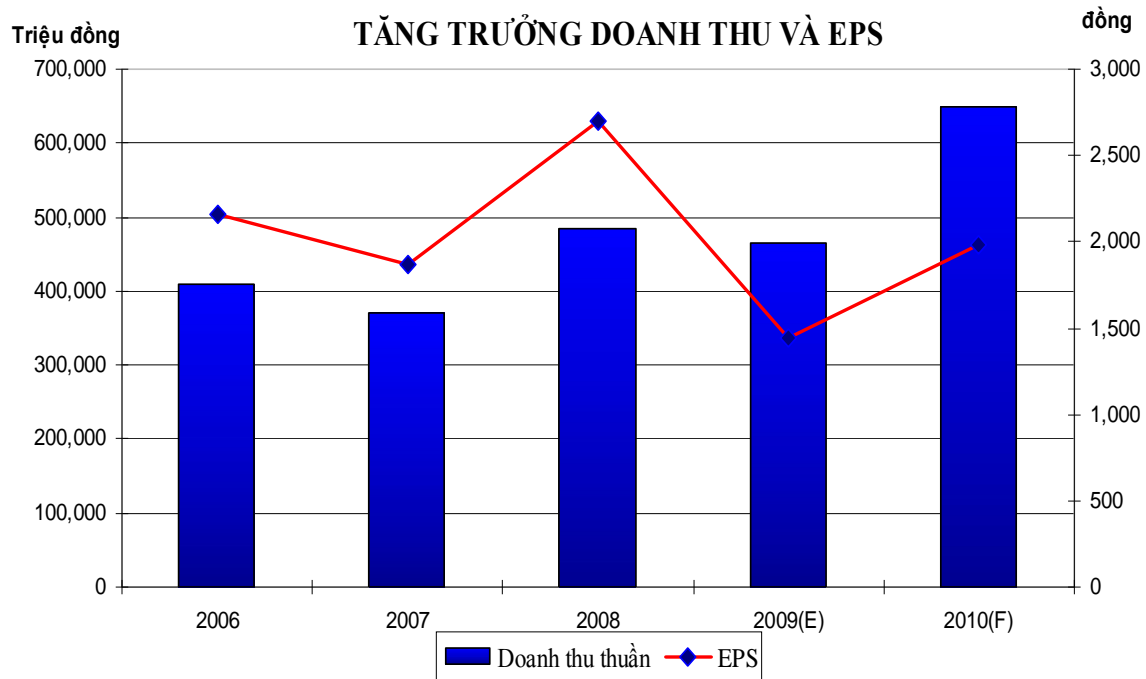
Với khẩu hao trung bình mỗi năm khoảng 150 tỷ - là nguồn tiền khá lớn để công ty bổ sung và vốn đầu tư dự án mới. Tỷ lệ nợ hiện nay chỉ ở mức 10% (hầu hết là khoản vay dài hạn từ các tổ chức tài trợ với lãi suất ưu đãi). Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đủ để tài trợ cho dòng tiền hoạt động đầu tư, cho thấy công ty hoàn toàn có khả năng tài trợ cho những dự án mới và khả năng hoàn thành đúng kế hoạch cao. Các dự án sẽ dần đi vào hoạt động bắt đầu từ 2011 đến 2014 đóng góp đáng kể vào sản lượng điện của công ty (tổng sản lượng điện sản xuất tăng thêm vào khoảng 2,391 triệu kWh/năm).

Giá điện bán lẻ trung bình hiện nay của EVN là 948.5 đồng/kWh. Dự kiến với giá than tăng lên cao sẽ đẩy giá bán của các nhà máy nhiệt điện chạy bằng than lên. Do đó, EVN sẽ huy động 100% công suất của các nhà máy thủy điện với mức giá tương đối rẻ, đồng thời tăng cường huy động từ nhiệt điện khí và dầu, Tỷ trọng phát điện từ than có thể giảm xuống. Mặt khác, với vị thế là nhà máy thủy điện lớn nhất khu vực Miền Trung – Tây Nguyên, VSH có thể đảm bảo sản lượng điện thương phẩm trong năm nay sẽ tăng và chắc chắn không giảm so với các năm trước, do nhu cầu tiêu thụ điện ngày càng tăng từ các dự án công nghiệp đi vào hoạt động tại khu vực. (Trong điều kiện không có sự cố xảy ra với các máy phát điện).

Hiện nay, trung tâm phát điện của đất nước vẫn nằm ở 2 đầu Bắc Nam với các nhà máy thủy điện Hòa Bình (công suất 1,920 MW), nhiệt điện Phả Lại (công suất 1,040 MW), điện Phú Mỹ (3,990 MW). Khu vực Miền trung với địa hình phù hợp cho các dự án thủy điện vừa và nhỏ nhưng chưa thật sự được khai thác hết. Vì vậy, vị thế của VSH trong trung hạn vẫn được đảm bảo tại khu vực. Đây chính là triển vọng lớn cho công ty thời gian tới.

Bên cạnh đó, công ty đang tiến hành đa dạng hóa lĩnh vực kinh doanh khác như: cung cấp dịch vụ quản lý cho các nhà máy thủy điện nhằm khai thác thế mạnh về kinh nghiệm thực tế cũng như trình độ của đội ngũ quản lý, đầu tư vào các ngành kinh doanh khác nhằm phân tán rủi ro nguồn vốn trong trường hợp lĩnh vực thủy điện gặp rủi ro về thiên tai, thời tiết, ...

Với tất cả những nhân tố đó, có thể kỳ vọng vào sự tăng trưởng tốt của công ty trong những năm sắp tới.



PHÂN TÍCH TỶ LỆ

	2006	2007	2008	2009(E)	2010(F)
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	109.02%	-9.56%	30.67%	-4.01%	39.67%
Lợi nhuận biên bán hàng	123.55%	-16.80%	51.39%	-9.05%	63.23%
Lợi nhuận kinh doanh	170.01%	-18.25%	52.08%	-9.42%	64.14%
Lãi sau thuế	206.67%	-4.96%	44.43%	-19.74%	37.26%
Phân tích khả năng lợi nhuận (%)					
Tỷ lệ lợi nhuận gộp trên doanh thu	59.36%	54.60%	63.26%	59.94%	70.06%
Tỷ lệ lợi nhuận từ HĐKD trên doanh thu	58.14%	52.55%	61.16%	57.71%	67.82%
Tỷ lệ lợi nhuận ròng trên doanh thu	66.03%	69.39%	76.69%	64.13%	63.02%

KHUYẾN CÁO

Nội dung bản tin này do Công ty Cổ phần Chứng khoán Miền Nam (MNSC) cung cấp chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin đều được thu thập từ các nguồn tin đáng tin cậy, nhưng MNSC không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác của thông tin và không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ vấn đề nào liên quan đến việc sử dụng bản tin này.

Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chứ không mang tính chất mời chào mua hay bán và nắm giữ bất cứ cổ phiếu nào.

Báo cáo này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Miền Nam (MNSC). Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích nào nếu không có sự đồng ý của MNSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích – Công ty cổ phần chứng khoán Miền Nam

Địa chỉ: Toà nhà N'ORCH lầu 2, 170 – 172 -172E, Bùi Thị Xuân, Q.1, Tp.HCM

Tel: (848) 2556518 – Fax (848) 2556519

Email: info@miennamstocks.com.vn

Website : www.mnsc.vn