

Ngày 16/03/2010	
Giá đóng cửa	17,600
P/E 2010	10.8 x
Giá mục tiêu	16,500

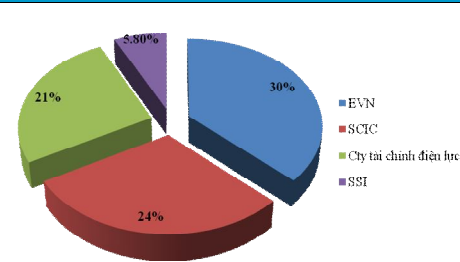
#### Thông tin cơ bản

Sản phẩm chính	Điện năng
Vốn điều lệ (tỷ VND)	635
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1,117.6
Sở hữu nước ngoài (%)	1.18%
Sở hữu nhà nước (%)	54%
Tỷ lệ HĐQT và BKS (%)	75.07%

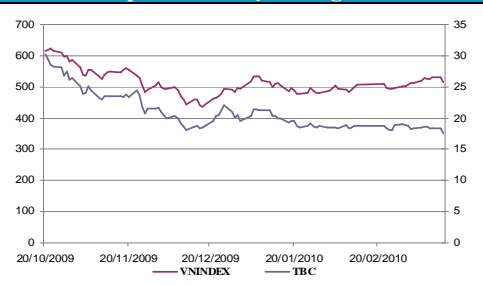
#### Khuyến nghị gần nhất

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

#### Cơ cấu sở hữu



#### So sánh cổ phiếu với thị trường



Tên công ty	CTCP THỦY ĐIỆN THÁC BÀ (TBC)
Khuyến nghị	QUAN SÁT

### Khuyến nghị đầu tư

Công ty cổ phần Thủy Điện Thác Bà hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh điện năng, vận hành 3 tổ máy với tổng công suất 120 MW, sản lượng điện trung bình của công ty vào khoảng 400 triệu kWh/năm, chiếm khoảng 0.7% sản lượng điện trong nước.

Công trình nhà máy thủy điện Thác Bà cung cấp điện cho hệ thống lưới điện quốc gia, dung tích hồ 2.94 tỷ m<sup>3</sup>. Với chiều dài ở mặt nước dâng bình thường 60 km và chiều rộng 8 km, Hồ Thác Bà là 1 trong 3 hồ nhân tạo lớn nhất khu vực Miền Bắc.

TBC có kết quả kinh doanh tương đối ổn định và được cho là cổ phiếu phòng thủ. Tuy nhiên, tình hình thủy văn hiện tại rất không thuận lợi cho hoạt động của các nhà máy thủy điện tại khu vực Miền Bắc nên kết quả kinh doanh trong năm 2010 sẽ giảm sút.

Với mức giá ngày 16/06/2010 là 17,600 đồng, TBC hiện đang được giao dịch với mức P/E dự phóng 2010 là 10.8x, khá cao so với P/E của các DN cùng ngành (VSH 7.4x, PPC 7.2x), do đó chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư quan sát thêm.

### Những điểm chú ý

- TBC là nhà máy thủy điện đầu tiên của Việt Nam với sản lượng tương đối ổn định, trung bình 400 triệu kWh/năm.
- Lợi thế của TBC là dung tích hồ lớn, nguồn nhân lực kinh nghiệm cao, TSCĐ khấu hao gần hết nên chi phí vận hành thấp.
- Thị trường sản xuất điện năng ở Việt Nam đang tăng trưởng mạnh và trong tình trạng cung không đủ cầu.
- Năm 2010 sẽ là năm khó khăn cho các nhà máy thủy điện phía Bắc do tình hình thủy văn không thuận lợi.
- TBC có tình hình tài chính lành mạnh với tỷ lệ nợ thấp và tiền mặt nhiều.
- Rủi ro lớn nhất là chịu ảnh hưởng của điều kiện thời tiết.

Chỉ tiêu	Q4 - 08	Q1 - 09	Q2 - 09	Q3 - 09	Q4 - 09	2009	2010F
Doanh thu (triệu đồng)	85,344	57,756	68,586	51,516	31,136	208,994	176,596
Tăng trưởng	n/a	41.91%	82.94%	-39.64%	-63.52%	-14.57%	-15.50%
Tỷ lệ lợi nhuận gộp trên doanh thu	72.96%	68.45%	77.06%	71.23%	20.46%	64.81%	63.87%
Tỷ lệ lợi nhuận thuần trên doanh thu	69.82%	65.30%	84.85%	71.17%	32.64%	68.30%	65.40%
Lợi nhuận trước thuế (triệu đồng)	59,702	37,746	58,239	36,818	10,061	142,864	115,830
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	42,448	37,746	51,520	34,241	9,333	132,840	104,247
Tăng trưởng	n/a	52.74%	136.35%	-48.37%	-78.01%	-18.16%	-21.52%
EPS (Đồng)	668	594	811	539	147	2,092	1,642

## GIỚI THIỆU CÔNG TY



Công ty CP Thủy Điện Thác Bà là nhà máy thủy điện đầu tiên của Việt Nam.

Cổ đông lớn của công ty là EVN và SCIC.

Lĩnh vực hoạt động chính là sản xuất là kinh doanh điện năng.

Doanh thu từ điện thương phẩm chiếm 99.9% tổng doanh thu.

Hồ Thác Bà là 1 trong 3 hồ nhân tạo lớn nhất khu vực Miền Bắc.

Nguồn nhân lực kinh nghiệm dồi dào là thế mạnh của công ty.

**Tên công ty :** Công ty CP thủy Điện Thác Bà

**Mã giao dịch:** TBC

**Sàn GD:** HOSE

**Tên viết tắt :** TBHPC

**Địa chỉ :** Thị trấn Thác Bà, Huyện Yên Bình, Tỉnh Yên Bái

**Điện thoại :** (84-29) 884 116

**Website :** www.thacba.evn.com.vn

### 1/Lịch sử hình thành:

Công ty CP Thủy Điện Thác Bà là nhà máy thủy điện đầu tiên của Việt Nam, được xây dựng với sự giúp đỡ của nhà nước Liên Xô cũ. Công trình được khởi công xây dựng ngày 19/8/1964 với công suất thiết kế hiện nay là 120 MW, vận hành 3 tổ máy và sản lượng điện bình quân đạt gần 400 triệu kWh/năm.

Ban đầu là đơn vị trực thuộc công ty Điện Lực, sau đó TBC được chuyển sang đơn vị hoạch toán phụ thuộc Công ty Điện Lực I. Ngày 30/03/2005, nhà máy thủy điện Thác Bà được chuyển thành công ty Thủy điện Thác Bà – công ty thành viên hoạch toán độc lập thuộc Tổng công ty Điện lực Việt Nam. Sau đó được cổ phần hóa và chính thức giao dịch trên sàn HNX vào ngày 29/08/2006. Năm 2009, công ty được cấp phép chuyển từ sàn HNX sang sàn HOSE và chính thức giao dịch trên HOSE và ngày 19/10/2009.

Cổ đông lớn hiện nay của công ty là Tổng công ty Điện Lực Việt Nam (EVN) chiếm 30% số cổ phần, SCIC 24%, cổ đông nước ngoài chiếm 1.18% còn lại là tổ chức và cá nhân trong nước.

### 2/ Ngành nghề kinh doanh:

Công ty hoạt động trong các lĩnh vực như: Sản xuất, kinh doanh điện năng; Quản lý, vận hành, sửa chữa, bảo dưỡng, đại tu, cải tạo các công trình thủy công, công trình kiến trúc, các thiết bị của nhà máy thủy điện và trạm biến áp; thí nghiệm, hiệu chỉnh các thiết bị điện; Mua bán, xuất nhập khẩu vật tư, thiết bị; Tư vấn lập dự án đầu tư xây dựng, quản lý đầu tư xây dựng, tư vấn giám sát thi công xây lắp các công trình điện; Đầu tư các công trình nguồn và lưới điện; Bồi dưỡng, đào tạo về quản lý, vận hành, bảo dưỡng và sửa chữa thiết bị nhà máy điện; Kinh doanh dịch vụ vận tải và du lịch.

Sản phẩm chủ yếu của công ty là điện năng. Doanh thu từ hoạt động sản xuất và kinh doanh điện năng chiếm tỷ trọng chủ yếu trong tổng doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ, khoảng 99%.

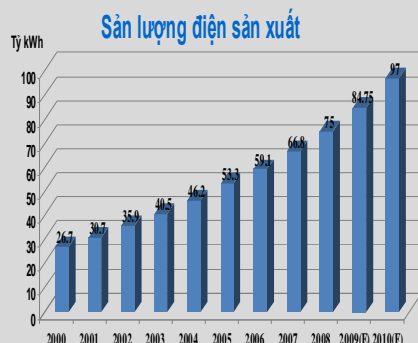
### 3/ Vị thế của công ty:

Với dung tích hồ 2.94 tỷ m<sup>3</sup> ở mực nước dâng bình thường 58m, diện tích 235 km<sup>2</sup>, chiều dài 80 km, hồ Thác Bà là một trong 3 hồ nhân tạo lớn nhất Miền Bắc, vì vậy sản lượng điện sản xuất hàng năm của công ty được duy trì khá ổn định. Công trình Thủy điện Thác Bà cũng cấp điện cho hệ thống lưới điện 110 Kv quốc gia và cung cấp điện 35 Kv, 110 Kv cho các tỉnh Yên Bái, Tuyên Quang, Lào Cai, Phú Thọ. Ngoài nhiệm vụ phát điện, Hồ Thác Bà còn tham gia chống lũ cho hạ du và cung cấp nước phục vụ tưới tiêu.

Nguồn nhân lực kinh nghiệm dồi dào và tay nghề cao là yếu tố quan trọng giúp công ty quản trị các dự án đầu tư, đại tu, nâng cấp các tổ máy cũng như vận hành tổ máy đạt hiệu quả cao.

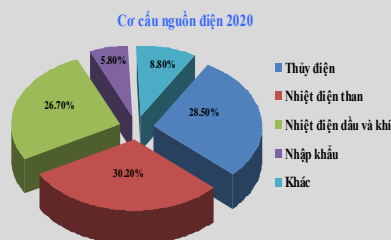
## PHÂN TÍCH NGÀNH

Ngành điện hiện nay đang tăng trưởng với tốc độ trung bình xấp xỉ 14%/năm và trong tình trạng cung không đủ cầu.



Sản xuất điện bằng nguồn thủy năng vẫn đóng vai trò quan trọng.

Cơ cấu có sự chuyển dịch sang nguồn cung phi thủy điện.



Điện vẫn được coi là ngành hấp dẫn đầu tư.

Các công ty trong ngành có kết quả kinh doanh khả quan trong năm 2009.

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 đạt 87.75 triệu MWh, tốc độ tăng trưởng trung bình đạt 13.8%/năm. Đây là mức khá cao so với tăng trưởng điện năng trung bình trên thế giới đạt 2.3%/năm (Nguồn: Báo cáo bạch TBC).

Tháng 1/2010, sản lượng điện sản xuất và mua ngoài đạt 7.03 tỷ KWh, sản lượng điện thương phẩm đạt 6.46 tỷ KWh so với cùng kỳ năm ngoái, tăng lần lượt 32.2% và 26.2%. EVN dự tính năm 2010 sản lượng điện sản xuất và mua ngoài sẽ đạt là 97 triệu MWh, tỷ lệ trong nước là 66% và mua ngoài đạt 34%. 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.

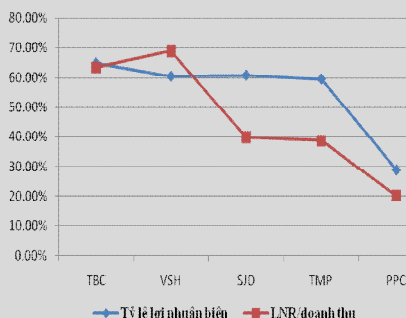
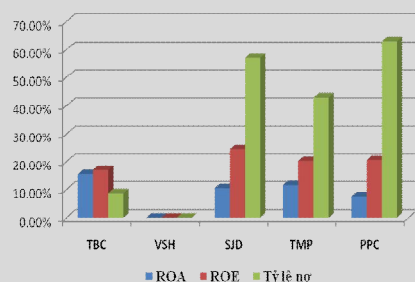
Cho đến thời điểm hiện nay, đối với Việt Nam, sản xuất điện bằng nguồn thủy năng vẫn đóng vai trò rất quan trọng. Theo thống kê, tiềm năng thủy điện trên tất cả các hệ thống sông của Việt Nam khoảng 123 tỷ kWh/năm tương đương với khoảng 31,000 MW. Hiện nay các công trình thủy điện đã khai thác khoảng 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.

Tuy nhiên, chủ trương nước ta là tăng dần tỷ trọng của nguồn cung phi thủy điện để đảm bảo tính ổn định; 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. Phân đầu đến năm 2010, trên cơ sở khai thác điện năng tất cả các nguồn, ngành điện phải đạt mục tiêu đảm bảo nhu cầu trong nước. Từ những chủ trương đó, Chính Phủ cũng đã có những hỗ trợ nhất định cho việc phát triển các dự án như ưu đãi đầu tư, miễn giảm thuế thu nhập DN, miễn giảm tiền thuê đất, hỗ trợ lãi suất,...

Cơ cấu nguồn điện bao gồm thủy điện, nhiệt điện (than, dầu, tuabin khí), nhập khẩu và các nguồn phát điện độc lập (IPP). Theo 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%.

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. Tuy nhiên rủi ro lớn nhất của các nhà máy thủy điện là điều kiện thời tiết. Nắng hạn kéo dài, lượng mưa thấp sẽ ảnh hưởng đến nguồn nước, dẫn đến giảm sút sản lượng điện. Ngược lại, nếu tần suất mưa lớn kéo dài gây lũ quét cũng có thể gây hư hại tổn thất cho các công trình đập của nhà máy, gây ra sự cố và phát sinh thêm chi phí tu chỉnh.

Một số công ty tiêu biểu trong ngành như VSH, TBC, TMP, SJD đều có kết quả kinh doanh khả quan trong năm 2009.



Hầu hết các DN thủy điện đều có tỷ lệ lợi nhuận biên cao.

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

Nhìn chung các DN đều duy trì mức doanh thu và lợi nhuận ổn định.

Năm 2010 sẽ là năm khó khăn cho các DN thủy điện khu vực Miền Bắc.

So sánh các công ty ngành điện 2009

Chỉ tiêu	TBC	VSH	SJD	TMP	PPC
Tổng tài sản	863,649	n/a	1,065,034	1,488,982	11,741,180
VCSH	788,329	n/a	456,757	849,889	4,317,532
Tỷ lệ nợ	8.72%	n/a	57.11%	42.92%	63.23%
Doanh thu	208,994	465,833	281,376	442,039	4,420,949
Tăng trưởng (yoy)	-14.57 %	-3.7 %	17 %	28.8 %	13.9%
Lợi nhuận gộp	135,449	281,515	171,018	265,951	1,280,411
Lợi nhuận ròng	132,840	320,782	111,620	172,303	889,770
LNG/DT	64.81%	60.43%	60.78%	59.49%	28.96%
LNR/DT	63.56%	68.86%	39.67%	38.54%	20.13%
EPS	<b>2,092</b>	<b>1,555</b>	<b>3,733</b>	<b>2,461</b>	<b>2,783</b>
ROA	15.38%	n/a	10.48%	11.57%	7.58%
ROE	16.85%	n/a	24.44%	20.27%	20.61%

So với nhiều ngành khác, đến thời điểm này có thể đánh giá các DN niêm yết thuộc ngành điện đạt kết quả kinh doanh khá ổn định. Điều này được thể hiện qua chỉ tiêu doanh thu và lợi nhuận dự kiến của năm 2009 vượt đáng kể so với kế hoạch. Không những vậy, với những dự định kinh doanh trong năm 2010 của các DN này, nhiều DN trong ngành đã đưa ra kế hoạch tăng trưởng cao. Tuy nhiên hoạt động của thủy điện sẽ chịu ảnh hưởng của thời tiết, nhiệt độ cũng bị tác động bởi diễn biến giá than.

Hầu hết các doanh nghiệp trong ngành đều có tỷ lệ lợi nhuận gộp biên cao. Đặc biệt là các công ty thủy điện, do chi phí đầu vào chủ yếu là chi phí khấu hao và nhân công. Năm 2009 các công ty đạt được mức tăng trưởng doanh thu cao, tiêu biểu như SJD và TMP. VSH do chưa đàm phán được mức giá mới nên ghi nhận doanh thu bằng 90% giá bán hợp đồng cũ, do đó doanh thu công ty giảm sút. Riêng TBC, do tính hình thủy văn không thuận lợi nên sản lượng điện sản xuất của công ty giảm sút gần 14% dẫn đến sự sụt giảm trong doanh thu năm 2009.

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 cập nhật năm 2009, TBC đứng đầu trong khả năng sinh lời với ROA đạt 15.38 %, ROE thấp hơn các doanh nghiệp trong ngành là do công ty không sử dụng đòn bẩy nợ. Tỷ lệ nợ hiện tại của TBC và VSH là rất thấp, điều này đảm bảo khả năng thanh toán và giảm rủi ro cho công ty.

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 tổ máy để tu sửa. Với lượng tiền dồi dào và khả năng vay thêm vốn cao, TBC và VSH cũng như TMP là những cổ phiếu có khả năng tài trợ cho việc đầu tư mở rộng hoạt động trong thời gian tới.

Năm 2010 sẽ là năm khó khăn cho các công ty thủy điện Miền Bắc do hiện tượng El – nino, lượng nước về hồ năm nay tương đối thấp. Hiện nay, các hồ thủy điện Hòa Bình, Tuyên Quang, Thác Bà đang có mức nước dưới mức trung bình và thiếu khoảng 2.5 tỉ m<sup>3</sup> nước. Sau ba đợt xả phục vụ nông nghiệp, mức nước còn lại trong các hồ sẽ thiếu hụt làm tình hình cung cấp điện trong mùa khô rất căng thẳng. Khi kết thúc các đợt xả phục vụ nông nghiệp, các hồ sẽ giảm phát điện để đảm bảo mực nước hồ không xuống mực nước chết.

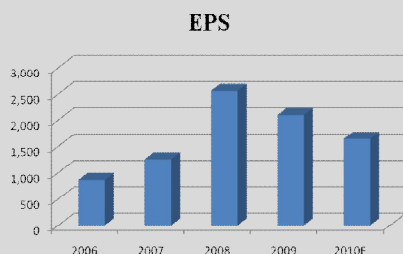


## PHÂN TÍCH CẠNH TRANH

Ngành điện không có nhiều cạnh tranh.

Thủy điện và nhiệt điện đều có những lợi thế nhất định.

TBC có những lợi thế và ưu đãi nhất định tuy nhiên cũng gặp phải một số khó khăn.



Hoạt động trong ngành điện còn mang tính “Nhà nước” và trong tình trạng cung không đủ cầu, 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. Trong đó thường giá bán từ nguồn thủy điện thấp hơn nhiệt điện.

Lợi thế cạnh tranh của nguồn điện từ thủy năng là: 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 đầu tư thấp với thời gian nhanh, nguồn cung tương đối ổn định và không phụ thuộc nhiều vào điều kiện thời tiết, tuy chi phí nguyên vật liệu cao.

Với tiêu chí lựa chọn nhà cung cấp của EVN là tính ổn định và giá bán cạnh tranh, 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.

Một số thuận lợi và khó khăn của TBC:

### Thuận lợi

- Sự phát triển kinh tế xã hội trong những năm gần đây đã có ảnh hưởng tích cực đến lĩnh vực sản xuất điện. Nhu cầu về điện phục vụ sản xuất và sinh hoạt liên tục tăng qua các năm với tốc độ trung bình khoảng trên 13%/năm, đảm bảo thị trường đầu ra tăng trưởng cho Công ty.
- Thủy điện là một loại hình phát điện có giá thành rẻ, tính cạnh tranh cao so với những loại hình phát điện khác như nhiệt điện, diesel.
- Thị trường điện ra đời, tạo ra môi trường cạnh tranh về giá cho các đơn vị hoạt động trong lĩnh vực phát điện, tạo sức ép nhất định, đòi hỏi doanh nghiệp phải có bước đi thích hợp, năng động để nâng cao năng lực cạnh tranh. Tuy nhiên, trong điều kiện cạnh tranh như vậy, Công ty cổ phần Thủy điện Thác Bà có thuận lợi là giá thành và giá bán cho EVN có ưu thế hơn giá của các đơn vị phát điện độc lập khác (IPPs), giá điện nhập khẩu...
- Quá trình triển khai các dự án đầu tư đại tu, nâng cấp, phục hồi các tổ máy, công ty luôn nhận được sự hỗ trợ của EVN và có sự phối hợp chặt chẽ với các nhà thầu.
- Với đội ngũ CBCNV có trên 35 năm kinh nghiệm vận hành và sửa chữa tham gia vào quá trình giám sát, nghiệm thu đã đảm bảo được chất lượng cũng như tiến độ thực hiện các dự án.
- Là doanh nghiệp được cổ phần hoá, Công ty cổ phần Thủy điện Thác Bà được hưởng ưu đãi miễn thuế thu nhập doanh nghiệp trong 02 năm đầu từ khi thành lập và được giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp trong 06 năm tiếp theo, và được hưởng mức thuế suất 20% trong 10 năm.

### Khó khăn

- Hệ thống máy móc thiết bị của Công ty đã qua sử dụng nhiều năm nên sự cố xảy ra thường xuyên hơn. Công ty sẽ phải dành nhiều thời gian cho công tác đại tu, bảo dưỡng.
- Khó khăn lớn nhất là điều kiện thời tiết thường không ổn định. Nắng hạn kéo dài, lượng mưa thấp sẽ ảnh hưởng đến nguồn nước, dẫn đến giảm sút

Hiện nay trên sàn có nhiều công ty điện của EVN và Sông Đà, trong đó TBC được đánh giá có hiệu quả kinh doanh khá cao.

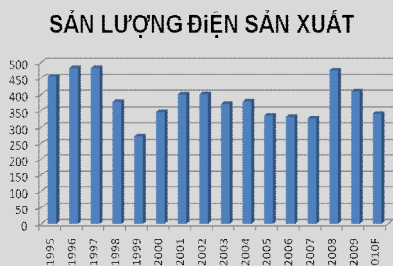
sản lượng điện. Ngược lại, nếu tần suất mưa lớn kéo dài gây lũ quét cũng có thể gây hư hại tổn thất cho các công trình đập của nhà máy, gây ra sự cố và phát sinh thêm chi phí tu chỉnh.

Hiện nay, trên sàn giao dịch chính thức có nhiều công ty điện niêm yết như: của EVN gồm: TMP (Thủy điện Thác Bà), Thủy điện Thác Mơ (TMP), VSH (Thủy điện Vĩnh sơn – Sông Hinh), Nhiệt điện Phả Lại (PPC), Nhiệt điện Bà Rịa (BTP), ... Của Sông Đà gồm: Thủy điện Nà Lội (NLC), thủy điện Nậm Mu (HJS), Thủy điện Ry Ninh (RHC),: Thủy điện Cần Đơn (SJD)... Mặc dù có nhiều nhà máy, song hầu hết các nhà máy điện của Sông Đà có công suất rất thấp chỉ khoảng 10MW, duy chỉ có SJD có công suất là 77,6MW và khá nhỏ bé so với các nhà máy của EVN.

So sánh lợi thế giữa các nhà máy có thể thấy, TBC kết quả kinh doanh tốt, tiền mặt dồi dào, vay nợ ngân hàng rất ít và tính tự chủ về mặt tài chính cao. Đặc biệt là dòng tiền ổn định, hầu như không có những biến động mạnh qua các năm. Đây chính là lợi thế lớn của công ty. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh năm 2009 có phần giảm sút và việc đặt mục tiêu kinh doanh năm 2010 rất thấp (Sản lượng sản xuất thấp hơn 100 triệu KWh so với kết quả đạt được của năm 2009) đã làm giảm tính hấp dẫn của TBC.

## PHÂN TÍCH TĂNG TRƯỞNG

Sản lượng điện duy trì mức tương đối ổn định qua các năm.



6 tháng đầu năm 2009, công ty thừa hưởng điều kiện thuận lợi cho hoạt động kinh doanh nhưng 6 tháng cuối năm lại phải đối mặt với tình hình thủy văn khó khăn.

Khó khăn sẽ kéo dài đến giữa 2010, dự tính sản lượng sẽ giảm sút đáng kể.

Sản lượng điện của Công ty CP Thủy Điện Thác Bà được duy trì ở mức tương đối ổn định qua các năm, trung bình đạt gần 400 triệu KW.

Trong năm 2007, do lượng mưa thiếu hụt, lượng nước về hồ chỉ đạt 134.5 m<sup>3</sup>/s (bình quân các năm trước là 190 m<sup>3</sup>/s). Tổng lượng nước về hồ là 4.2 tỷ m<sup>3</sup> bằng 71% so với trung bình nhiều năm (5.9 tỷ m<sup>3</sup>) dẫn đến sản lượng điện năm 2007 thấp, chỉ đạt 326 triệu KWh.

Sang năm 2008, công ty có được nhiều thuận lợi từ điều kiện thủy văn, lượng nước về hồ lớn, đạt 7.1 tỷ m<sup>3</sup>, với lưu lượng nước về hồ bình quân đạt 224 m<sup>3</sup>/s, điều này dẫn đến sản lượng điện năm 2008 tăng cao so với kế hoạch, đạt 475 triệu KWh.

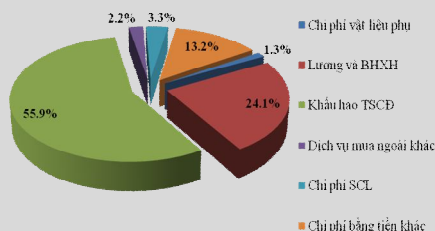
6 tháng đầu năm 2009, mực nước được duy trì cao từ năm 2008 (57.9 m), kế thừa tính hình thủy văn thuận lợi nên kết quả kinh doanh khả quan, đạt 246.498 triệu KWh. Tuy nhiên, 6 tháng cuối năm, tình hình hạn hán kéo dài tại địa bàn Miền Bắc khiến cho lượng nước về hồ thấp, sản lượng chỉ đạt khoảng 163.502 triệu KWh, thấp hơn sản lượng đầu năm, tuy nhiên công ty cũng hoàn thành vượt mức kế hoạch năm 2009. Vào 24 giờ 00 phút ngày 12 tháng 11 năm 2009, Công ty cổ phần thủy điện Thác Bà đã hoàn thành kế hoạch sản xuất điện năm 2009 là 372 triệu KWh điện. Kết quả hết năm 2009, công ty sản xuất được 410 triệu KWh, sản lượng điện thương phẩm ước đạt 394 triệu KWh.

Sang năm 2010, sản lượng điện công ty sẽ giảm sút đáng kể. Lý do thứ nhất là do tình hình thủy văn khó khăn, mùa mưa năm 2009 hồ không chứa đủ lượng nước cần thiết. Hơn nữa, cùng với các Hồ chứa nước khác, hồ Thác Bà phải thực hiện xả nước để phục vụ cho việc sản xuất nông nghiệp Miền Bắc khiến cho mực nước trữ lại rất thấp. Mặt khác, trong tháng 4/2010, Công ty sẽ dừng phát điện Tổ máy số 3 để tiến hành đại tu và sẽ kết thúc sau một năm thi công. Tuy lãnh đạo công ty đã lên kế hoạch phát điện 2 tổ máy còn lại để bù đắp cho tổ máy 3 nhưng sản lượng điện chắc chắn sẽ bị ảnh hưởng. Ước tính nếu 6 tháng cuối năm 2010 lượng nước về hồ nhiều hơn, sản lượng điện sản xuất cả năm của công ty có thể đạt xấp xỉ 340 triệu KWh.

Giá bán điện theo hợp đồng giữa công ty và EVN ở mức 530 đồng/ kWh.

Rủi ro lớn nhất của các nhà máy thủy điện là chịu sự ảnh hưởng từ điều kiện thời tiết.

Chi phí của công ty tập trung vào định phí nên việc giảm sản lượng sẽ khếch đại giảm sút trong lợi nhuận.



Tình hình tài chính của công ty lành mạnh với tỷ lệ nợ thấp và tiền mặt nhiều.

TBC là nhà máy lâu năm nên tài sản cố định được khấu hao gần hết, chi phí vận hành thấp.

Trong năm 2007, công ty ký hợp đồng bán điện với EVN để tham gia chào giá bán điện trên thị trường điện cạnh tranh. Việc chào bán điện trên thị trường điện cạnh tranh đã mang lại lợi nhuận trên 1.3 tỷ đồng, cao hơn so với giá bán điện 530 đồng/ kWh. Tuy nhiên từ tháng 7/2007 đến nay thị trường điện cạnh tranh ngừng hoạt động. Từ năm 2008 đến nay, giá bán điện vẫn thực hiện theo hợp đồng cũ là 530 đồng/kWh. Giá bán điện của EVN ra thị trường sẽ tăng 6.8% từ tháng 3/2010. Trong năm 2010, dự kiến giá bán của TBC vẫn không thay đổi, do đó không ảnh hưởng đến doanh thu cũng như lợi nhuận của công ty. Nếu thị trường điện cạnh tranh được khởi động lại, giá bán có thể tăng và tác động tích cực đến doanh thu công ty.

Hoạt động kinh doanh của các nhà máy thủy điện thường được cho là ổn định, tuy nhiên chịu sự ảnh hưởng lớn từ điều kiện thời tiết. Năm 2007 và 2008, điều kiện thủy văn tốt nên kết quả kinh doanh khả quan với doanh thu tăng 43% mỗi năm. Tuy nhiên sang 2009 kết quả sản lượng và doanh thu dù vượt kế hoạch nhưng vẫn giảm 14% so với năm trước. Với tình hình mưa ít như hiện nay, 6 tháng đầu năm 2010 công ty rất khó đạt được sản lượng như các kỳ trước, việc ngừng hoạt động tổ máy 3 vào tháng 4 cũng sẽ ảnh hưởng đến sản lượng điện những tháng sau đó. Qua phân tích, chúng tôi ước tính với mức sản lượng sản xuất năm 2010 khoảng 340 triệu kWh, tỷ lệ tự dùng giảm xuống còn 2%, sản lượng điện thương phẩm của công ty sẽ đạt mức 333 triệu kWh, giá bán không đổi nên doanh thu tương ứng đạt khoảng 176 tỷ, giảm 15% so với năm 2009. Doanh thu giảm do tác động của điều kiện thời tiết, tuy nhiên công ty vẫn duy trì được các chỉ số tài chính ổn định.

Chi phí chính của các nhà máy thủy điện là định phí (chủ yếu là chi phí khấu hao), việc tăng sản lượng điện càng nhiều sẽ làm cho một đồng doanh thu tạo ra càng nhiều lợi nhuận. Năm 2008, sản lượng đạt mức cao kỷ lục trong 10 năm gần đây do đó lợi nhuận có sự tăng trưởng đột biến. Lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế đều tăng hơn 100% so với năm trước. sản lượng giảm trong năm 2009 và dự tính còn giảm đến 2010 sẽ ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận của công ty. Với mức giảm 14% doanh thu 2009, lợi nhuận ròng giảm tương ứng 18%. Dự kiến năm 2010, doanh thu giảm 15% và lợi nhuận ròng giảm xấp xỉ 20%. Dẫn tới EPS công ty từ 2,092 đồng năm 2009 còn 1,642 đồng năm 2010. (Giá định công ty không phát hành thêm cổ phiếu trong năm 2010).

Nhìn chung, các chỉ số tài chính của TBC cho thấy tình hình tài chính tương đối lành mạnh. Các chỉ số về khả năng thanh toán đều đạt mức khá. Công ty hoạt động chủ yếu bằng nguồn vốn tự có, vay nợ không đáng kể, tỷ lệ nợ duy trì mức 6% đến 8% trong 5 năm gần đây. Ngày tồn kho bình quân khoảng hơn 2 tháng, hàng tồn kho chủ yếu là vật tư thiết bị máy móc phục vụ cho sản xuất điện. Hơn nữa, TBC có một nguồn tiền dồi dào, luôn có gần 300 tỷ đồng để gửi tại ngân hàng. Số tiền này, ngoài việc đem lại một nguồn lợi nhuận hàng năm cho TBC còn là nguồn vốn để TBC có thể chủ động tiến hành đầu tư thêm vào các dự án sản xuất điện khác.

Trong các nhà máy thủy điện đang niêm yết, TBC được đánh giá là một nhà máy có hiệu quả hoạt động kinh doanh cao. Hiệu quả đạt được này một phần là nhờ nguyên giá tài sản cố định của TBC đã được khấu hao gần hết, nên chi phí vận hành cũng ở mức thấp. Hơn nữa, với dung tích hồ lớn, công ty có thể hạn chế tác động của điều kiện thời tiết. Việc tích trữ được nhiều nước sẽ giúp công ty chủ động hơn kế hoạch phát điện. Nguồn nhân lực giàu kinh nghiệm cũng sẽ là yếu tố giúp công ty hoạt động hiệu quả hơn. Xét về dài hạn, TBC có thể được đánh giá là một trong những cổ phiếu tốt của ngành thủy điện.

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH

Nhu cầu điện năng liên tục tăng cao đảm bảo đầu ra cho công ty.

Công ty thực hiện tốt công tác sửa chữa, bảo dưỡng.

TBC đã tiến hành đại tu tổ máy 1 và 2, hiện tại đang có kế hoạch đại tu tổ máy 3 vào tháng 4/2010.

Điều kiện thiên nhiên là nhân tố rủi ro lớn nhất ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất kinh doanh của Nhà máy Thủy điện Thác Bà.

Dự kiến, trong những năm tới, Công ty sẽ dành một nguồn vốn để đầu tư theo hình thức góp vốn vào một số dự án ngành điện có tỷ suất sinh lời cao, để tăng nguồn doanh thu ổn định cho Công ty.

Như đã phân tích trên, thị trường điện năng ở Việt nam hiện nay đang tăng trưởng mạnh và sức cầu luôn vượt sức cung. Nhu cầu về điện tăng ở mức trung bình khoảng 13%/năm, cao hơn tốc độ tăng trưởng kinh tế và tốc độ sản xuất điện trong nước. Do đó, đầu ra của công ty luôn được đảm bảo.

Nhằm tăng cường sức cạnh tranh cũng như đầu tư cho mục tiêu phát triển trong dài hạn, công tác sửa chữa thường xuyên, đột xuất, bảo dưỡng thiết bị theo lịch trình được tiến hành đều đặn đảm bảo chất lượng và tiến độ. Các công trình thủy công được kiểm tra theo quy trình. Các kế hoạch phòng chống lũ lụt được xây dựng đúng thời gian và thực hiện theo đúng quy trình điều tiết hồ chứa được Bộ công thương phê duyệt.

Quá trình đại tu tổ máy 1 và 2 đã tiến hành xong năm 2004 và 2006. Năm 2007, công ty đã thực hiện xong dự án lắp đặt vật tư thiết bị và hiện đại hóa hệ thống điều khiển, đo lường bảo vệ (DCS) và các dịch vụ kỹ thuật cho 2 tổ máy và đảm bảo vận hành an toàn, ổn định trong 30 – 40 năm tiếp theo.

Ngay đầu năm 2010, Công ty sẽ tập trung triển khai Dự án đại tu tổ máy số 3 của Nhà máy thủy điện Thác Bà và dự kiến sẽ kết thúc vào quý III/2011. Việc tạm dừng tổ máy này để đại tu được lãnh đạo công ty cho là không ảnh hưởng nhiều đến sản lượng điện của TBC, vì Công ty đã có phương án sản xuất điện bổ sung, tuy nhiên với 2 tổ máy còn lại chắc chắn sẽ ảnh hưởng đến sản lượng của công ty.

Một nhân tố khác tác động không nhỏ đến hoạt động của công ty là điều kiện thiên nhiên. Sản lượng và hiệu quả của nhà máy thủy điện phụ thuộc chính vào nguồn năng lượng nước. Trong trường hợp hạn hán kéo dài, lượng mưa giảm cả trong mùa mưa, làm lượng nước tích trong hồ chứa thấp hơn so với yêu cầu của thiết kế, ảnh hưởng lớn tới sản lượng điện sản xuất của nhà máy. Ngoài ra, các thiên tai khác như lũ quét và mưa lớn có thể gây thiệt hại về đường xá và các công trình bê tông của nhà máy, gây ra sự cố trong việc phát điện và tăng chi phí sửa chữa. Đây chính là nhân tố quan trọng tác động đến kết quả kinh doanh của công ty.

Mục tiêu và chiến lược phát triển của công ty trong những năm tới là sử dụng tốt nguồn thủy năng để sản xuất điện, đồng bộ, hiện đại hoá Nhà máy thủy điện Thác Bà. Bên cạnh đó tăng sức cạnh tranh về giá điện so với các nhà máy thủy điện khác và trở thành một trong những Công ty đứng đầu về lĩnh vực đào tạo vận hành, sửa chữa Nhà máy điện.

Dự kiến, trong những năm tới, Công ty sẽ dành một nguồn vốn để đầu tư theo hình thức góp vốn vào một số dự án ngành điện có tỷ suất sinh lời cao, để tăng nguồn doanh thu ổn định cho Công ty. Cụ thể, công ty đang xem xét đầu tư góp vốn Nhà máy nhiệt điện Hải Phòng (Công suất: 1,200 MW). Tổng vốn đầu tư ước tính: 50 tỷ đồng (tương đương 01% vốn điều lệ Công ty CP nhiệt điện Hải Phòng. Hơn nữa, TBC cũng đang xem xét đầu tư vào các dự án thủy điện quy mô nhỏ khoảng 20 MW nằm tại khu vực Miền Bắc nhằm tận dụng lợi thế kinh nghiệm vận hành thủy điện nhiều năm của công ty. Việc góp vốn vào các công ty điện mới và đầu tư các nhà máy thủy điện nhỏ là phương thức sử dụng nguồn vốn nhân rồi hiệu quả của công ty, vừa phát huy thế mạnh vừa tăng cường vị trí trên thị trường phát điện.

Nhìn chung hoạt động của TBC được đánh giá là hiệu quả so với các DN trong ngành. Tuy nhiên, năm 2010 sẽ là năm khó khăn đối với các DN ngành điện nói chung đặc biệt là các nhà máy thủy điện phía Bắc. Do đó, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư quan sát.



## BÁO CÁO TÀI CHÍNH CÔNG TY CP THỦY ĐIỆN THÁC BÀ

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>118,587</b>	<b>170,100</b>	<b>244,628</b>	<b>208,994</b>	<b>176,596</b>
Giá vốn hàng bán	57,537	83,200	70,474	73,545	63,800
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>61,050</b>	<b>86,899</b>	<b>174,154</b>	<b>135,449</b>	<b>112,796</b>
Chi phí bán hàng	-	-	-	0	0
Chi phí quản lý	5,868	9,315	14,078	10,441	9,563
Lợi nhuận tài chính	-68	1,250	17,730	17,729	12,264
<b>Lợi nhuận</b>	<b>55,114</b>	<b>78,834</b>	<b>177,806</b>	<b>142,737</b>	<b>115,497</b>
Lợi nhuận khác	234	888	382	127	333
Lợi nhuận trước thuế	55,347	79,722	178,188	142,864	115,830
EBIT	55,573	80,136	178,240	142,869	115,830
<b>EBITDA</b>	<b>105,495</b>	<b>149,531</b>	<b>225,522</b>	<b>186,650</b>	<b>157,094</b>
Thuế thu nhập	-	-	15,865	10,024	11,583
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>55,347</b>	<b>79,722</b>	<b>162,323</b>	<b>132,840</b>	<b>104,247</b>
<b>EPS</b>	<b>861</b>	<b>1,255</b>	<b>2,556</b>	<b>2,092</b>	<b>1,642</b>

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Tổng tài sản</b>	<b>711,779</b>	<b>757,314</b>	<b>851,292</b>	<b>863,649</b>	<b>887,397</b>
Tài sản ngắn hạn	100,802	152,730	291,469	301,644	302,661
Tiền	27,050	84,783	140,573	240,179	248,757
Khoản phải thu	42,284	54,385	23,416	47,042	41,026
Hàng tồn	27,198	13,466	13,438	13,982	12,423
Đầu tư dài hạn	-	-	-	34,365	37,449
Tài sản cố định	610,684	604,584	559,823	527,640	547,287
<b>Tổng nợ</b>	<b>54,951</b>	<b>51,147</b>	<b>58,690</b>	<b>75,320</b>	<b>74,196</b>
Nợ ngắn hạn	25,191	51,025	58,521	43,320	41,187
khoản phải trả	25,191	51,025	49,012	43,320	41,187
Nợ dài hạn	29,760	122	169	31,646	32,644
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>656,828</b>	<b>706,166</b>	<b>792,602</b>	<b>788,329</b>	<b>813,201</b>
Vốn điều lệ	642,885	635,000	635,000	635,000	635,000
Lợi nhuận giữ lại	13,254	54,531	124,232	88,519	113,391
<b>Nguồn vốn</b>	<b>711,779</b>	<b>757,314</b>	<b>851,292</b>	<b>863,649</b>	<b>887,397</b>

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Tăng trưởng(%)</b>					
Doanh thu		43.44%	43.81%	-14.57%	-15.50%
Lợi nhuận gộp		42.34%	100.41%	-22.22%	-16.72%
Lợi nhuận kinh doanh		43.04%	125.54%	-19.72%	-19.08%
Lãi sau thuế		44.04%	103.61%	-18.16%	-21.52%
<b>Phân tích khả năng lợi nhuận (%)</b>					
Tỷ lệ lợi nhuận biên	51.48%	51.09%	71.19%	64.81%	63.87%
EBITDA(%)	88.96%	87.91%	92.19%	89.31%	88.96%
Tỷ lệ LN HĐKD/doanh thu	46.48%	46.35%	72.68%	68.30%	65.40%
Tỷ lệ lãi sau thuế/doanh thu	46.67%	46.87%	66.36%	63.56%	59.03%
ROA	7.78%	10.53%	19.07%	15.38%	11.75%
ROE	8.43%	11.29%	20.48%	16.85%	12.82%
<b>Khả năng thanh toán</b>					
Tỷ lệ nợ (%)	7.72%	6.75%	6.89%	8.72%	8.36%
Tỷ lệ Nợ NH/Nguồn vốn	3.54%	6.74%	6.87%	5.02%	4.64%
Tỷ lệ TSNH/Tổng TS	14.16%	20.17%	34.24%	34.93%	34.11%
<b>Phân tích tỷ lệ khác</b>					
Vòng quay hàng tồn kho	170	58	69	68	70
Vòng quay nợ phải thu	128	115	34	81	84

### **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: Tòa nhà N'ORCH lầu 2, 170 – 172 -172E, Bùi Thị Xuân, Q.1, Tp.HCM

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

Email: ppt-mnsc@miennamstocks.com.vn

Website : www.mnsc.vn