

**Chiến lược và hoạt động kinh doanh**

- Hoạt động chính:** Doanh thu chính của VSH đến từ hoạt động sản xuất và kinh doanh điện năng. Gần 99% sản lượng điện của VSH được bán cho EVN, quý I áp dụng giá bằng 90% giá ghi nhận trong hợp đồng giai đoạn 2005-2008, quý II áp dụng 100% giá này (580đ/kwh).
- Vị thế trong ngành:** VSH là công ty thủy điện lớn nhất trên HOSE với tổng công suất lắp đặt là 136MW. VSH hiện đang sở hữu và vận hành 2 nhà máy thủy điện là Nhà máy Vĩnh Sơn (66MW – bắt đầu vận hành từ năm 1994) và nhà máy Sông Hinh (70MW – bắt đầu vận hành năm 1999). Công suất của VSH chiếm khoảng 3% trong tổng công suất phát điện của EVN và 1,1% tổng công suất phát điện của toàn quốc. Công ty là công trình thủy điện có quy mô lớn đầu tiên ở miền Trung và Tây Nguyên.
- Đặc điểm nguyên liệu & lợi thế:** Là nhà máy thủy điện nên chi phí chủ yếu gồm (1) chi phí khấu hao, (2) thuế tài nguyên 2% trên DT, (3) chi phí nhân công, (4) chi phí bảo dưỡng và sửa chữa, (5) các chi phí khác. Trong đó, chi phí khấu hao chiếm khoảng 85% giá vốn hàng bán. Công suất của nhà máy phụ thuộc lớn vào điều kiện thời tiết. Thường có 3 năm mùa khô sẽ có 3 năm sau là mùa mưa, Hiện năm 2009 là năm thứ 2 của mùa mưa. Do đặc điểm mùa mưa của VSH lại trùng với mùa khô đối với hầu hết các nhà máy thủy điện lớn hiện tập trung ở miền Bắc, phần lớn thời gian trong năm các tổ máy có thể hoạt động ở công suất cao và đạt giá bán trần (580đ/kwh) cho EVN. Riêng giai đoạn từ tháng 7 đến tháng 9 hàng năm giá điện bán cho EVN chỉ ở mức thấp khoảng 476đ/kwh, đồng thời sản lượng vào thời điểm này thấp chiếm khoảng 12% sản lượng cả năm. Ngoài ra, VSH còn có lợi thế với hệ thống nhà máy có chỉ tiêu kỹ thuật tốt, tần suất sự cố nhỏ so với các công ty cùng ngành.
- Cơ cấu cổ đông:** Trên 137 triệu cổ phiếu đang lưu hành, cơ cấu cổ đông của VSH cụ thể chi tiết tại thời điểm 26/08/2009 như sau:

Cổ đông	Số cổ phần nắm giữ	Tỷ lệ sở hữu (%)	Tính đến ngày
<b>Loại sở hữu</b>			
Cổ đông Nhà nước	75.009.919	54,55	28/08/2009
Cổ đông nước ngoài	40.590.918	29,61	28/08/2009
Cổ đông khác	21.893.421	15,84	28/08/2009
<b>Tên cổ đông lớn</b>			
EVN	42.004.497	30,55	28/08/2009
SCIC	32.998.620	24,00	28/08/2009
TCT Bảo hiểm nhân thọ	6.856.013	4,99	28/06/2008
CTCP CK Sài Gòn (SSI)	6.148.887	4,48	05/05/2009

**Dự án đã và đang đầu tư:**

Dự án	Công suất (MW)	Điện lượng TB năm (triệu kWh)	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Tiến độ
Kon Tum	220	1.094,2	5.744	2009-2014
Vĩnh Sơn 2	100	365,6	2.300	2009-2013
Vĩnh Sơn 3	30	120	660	2009-2011
Đông Cam	120	430	2.118	2009-2013

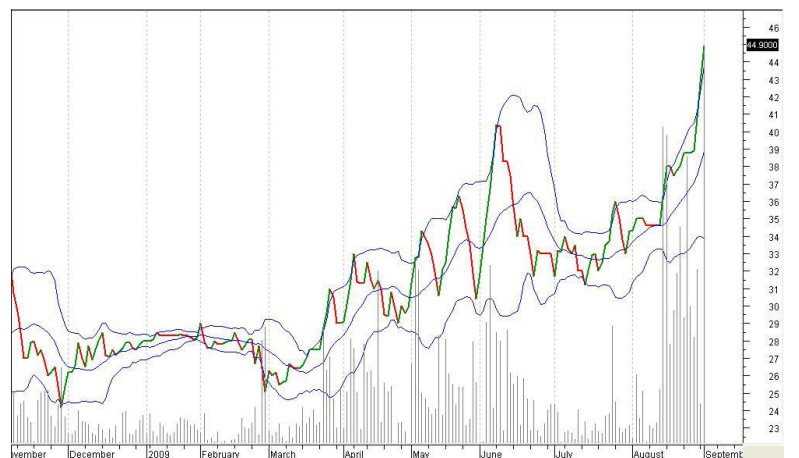
Các dự án của VSH đều là thủy điện do vị trí thuận lợi giữa khu vực Thác Bà và Sông Cồn với mạng lưới nhánh sông rộng lớn. Hiện dự án Kon Tum và Vĩnh Sơn 3 đã triển khai trong 2009. Tổng vốn đầu tư của các dự án lớn ước tính gần 10.000 tỷ đồng. Nguồn vốn tài trợ chủ yếu là vốn thông qua kênh tín dụng thương mại, phát hành trái phiếu, cổ phiếu (30%) và một phần được huy động từ nguồn vốn vay và vốn nhân rồi tự có (70%). Cuối tháng 5/09, dự án Thủy điện Thượng KonTum đã được Thủ tướng CP phê duyệt về sơ đồ khai thác và dự tính được khởi công từ đầu tháng 10/2009. Khi các dự án này đi vào hoạt động sẽ là nguồn cung đáp ứng cho mức cầu tăng mạnh của nền kinh tế, phù hợp với chiến lược phát triển và dự báo về khả năng khan hiếm điện trong thời gian tới.

- Các sự kiện:** Trong tháng 7/09 VSH đã tiến hành chuyển đổi loại chứng khoán chuyển nhượng có điều kiện sang tự do áp dụng cho các đối tượng cổ đông gồm cổ đông sáng lập, HĐQT, Ban GD và một số cổ đông khác.

**Số liệu thị trường tại ngày 28/08/2009**

GT vốn hóa TT (tỷ VND)	5.609,77	Giá hiện tại (VND)	40.800
KLGD bq 30 ngày	520.195	Giá cao nhất 52 tuần (VND)	41.700
Số CPĐLH (triệu CP)	137,49	Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	24.200
Vốn điều lệ (tỷ VND)	1.375	P/E 4 quý gần nhất	14,32
EPS (điều chỉnh)	2.849	P/B 4 quý gần nhất	2,48
Lãi cổ tức (%)	4,41	Sở hữu nước ngoài (%)	29,61

Doanh thu	Đơn vị: triệu đồng		
	Kế hoạch 2009	Thực hiện QII/2009	Thực hiện (%)
Doanh thu	424.730	269.756	63,51
LN gộp	242.870	178.898	73,66
DT từ hoạt động tài chính	86.000	65.538	76,20
LNST	290.702	236.375	81,31

**Đồ thị giá cổ phiếu****DN so sánh tại ngày 28/08/2009**

	TBC	PPC	SJD
GT vốn hoá TT (tỷ VND)	1.854,20	9.757,04	547,17
P/E 4 quý gần nhất (x)	9,36	N/A	11,41
P/B (x)	2,23	2,63	1,43
Lãi cổ tức (%)	6,85	5,08	4,37
ROA (%)	24,51	N/A	4,07
ROE (%)	25,37	N/A	13,01
EPS điều chỉnh (đồng)	3.118,73	N/A	1.604,12
LN gộp biên (%)	75,06	26,39	59,31
LN thuần biên (%)	67,66	N/A	20,09
Tỷ lệ TT hiện hành (x)	3,08	5,04	0,26
Tổng nợ /VCSH (x)	0,05	1,94	2,00
Sở hữu nước ngoài (%)	1,52	19,39	33,28

**Đánh giá tương quan:**

- Mức PE bình quân của ngành điện Việt Nam là khoảng 11x, mức bình quân của ngành điện trong khu vực là 18x trong khi PE của VSH hiện 13x là mức tương đối cao. Tuy nhiên, VSH vẫn là cổ phiếu có tính phòng vệ cao và đầu tư tương đối dài hạn và an toàn nhờ tiềm năng tăng trưởng lớn trong dài hạn dựa trên những dự án thủy điện lớn.
- Theo như công bố giá bán điện thương phẩm của VSH cho EVN được áp dụng cho QI'09 là bằng 90% giá cũ (580 đồng/kWh) tương đương 522 đồng. Tuy nhiên, khả năng kí được mức giá mới cao hơn là khả thi do giá điện EVN bán trên thị trường đã được tăng gần 9% so với năm 2008. Do đó trong thời gian tới LN của VSH có thể có sự tăng trưởng mạnh khi giá bán và sản lượng đều tăng.

BC Lãi/(Lỗ) (triệu đồng)	<sup>(*)</sup> 6T 09	<sup>(*)</sup> Q1 09	2008	2007
Doanh thu thuần	269.756	138.470	483.680	370.162
Lợi nhuận gộp	178.898	94.216	305.995	202.122
Thu nhập tài chính	65.537	31.476	100.549	75.835
Chi phí tài chính	3.790	2.280	26.545	15.980
Lợi nhuận thuần HĐKD	236.328	121.087	369.831	254.370
Lợi nhuận trước thuế	236.375	121.069	370.207	256.281
Thuế TNDN	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	236.375	121.069	370.945	256.841
Bảng CĐKT (triệu đồng)	<sup>(*)</sup> 30/06/2009	<sup>(*)</sup> 31/03/2009	2008	2007
Tiền & tương đương tiền	128.270	116.582	47.989	228.784
Đầu tư TC ngắn hạn	840.685	870.685	825.685	510.685
Phải thu ngắn hạn	118.810	122.831	99.350	70.558
Hàng tồn kho	26.200	25.957	20.832	23.362
Tài sản ngắn hạn khác	148	231	69	49
Tài sản cố định & XDCB	1.417.806	1.446.020	1.478.057	1.614.584
Đầu tư dài hạn	9.813	9.813	9.969	10.419
Tài sản dài hạn khác	1.299	1.299	1.299	1.008
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>2.543.030</b>	<b>2.593.417</b>	<b>2.483.250</b>	<b>2.459.449</b>
Nợ ngắn hạn	53.897	107.956	115.838	123.156
Nợ dài hạn	224.988	224.994	224.994	314.007
Vốn chủ sở hữu	2.264.145	2.260.467	2.142.418	2.022.286
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>2.543.030</b>	<b>2.593.417</b>	<b>2.483.250</b>	<b>2.459.449</b>
Chỉ số tài chính	<sup>(*)</sup> 6T 09	<sup>(*)</sup> Q1 2009	2008	2007
<b>Tăng trưởng</b>				
DT thuần (%)	(8,71)	(0,04)	30,67	(9,56)
LN thuần (%)	9,69	0,19	44,43	(4,96)
Vốn CSH (%)	0,07	0,06	5,94	51,19
Tổng tài sản (%)	0,01	0,02	0,97	30,54
LN gộp biên (%)	60,45	62,52	63,26	54,60
LN thuần biên (%)	85,54	81,69	76,69	69,39
ROE (%)	15,38	15,03	15,01	11,83
ROA (%)	17,85	17,25	17,81	15,29
EPS cơ bản(VND)	2.849	2.835	2.698	2.039
Thanh toán hiện hành (x)	20,67	10,53	8,58	6,77
Tổng nợ /Vốn CSH (x)	0,12	0,15	0,16	0,22

## Phân tích tài chính

- Tính hết Q2'09, VSH đã đạt 63,5% kế hoạch doanh thu bán điện, 76,2% kế hoạch doanh thu từ hoạt động tài chính và 81,2% kế hoạch về lợi nhuận. Tại 30/07/2009, mức nước tại các hồ A, B và C Vĩnh Sơn và hồ Sông Hinh vẫn duy trì ở mức ổn định đảm bảo hoạt động cho các tổ máy. Sản lượng điện thương phẩm đã đạt 75,7% kế hoạch năm, riêng sản lượng tháng 7 đã vượt 40,7% kế hoạch Q3'09. Vì vậy, VSH dự đoán có thể sẽ hoàn thành kế hoạch về sản lượng điện tiêu thụ được của cả năm 2009. Trong năm 2009, VSH cũng triển khai nâng cấp hồ A Vĩnh Sơn để tăng sức chứa nước, cung cấp thêm 35 triệu Kwh/năm từ năm Quý 3-2010.
- VSH được miễn thuế trong 6 năm kể từ năm đầu tiên kinh doanh có lãi và giảm 50% trong 6 năm tiếp theo. Năm 2009 là năm thứ 5 kinh doanh có lãi. Hiện VSH có một khoản đầu tư khoảng 30,6 tỷ đồng mua cổ phiếu PPC tính theo mệnh giá từ năm 2005. Nếu bán theo giá hiện tại là 40.800đ/cp sẽ đem lại khoản lợi nhuận chênh lệch 92,2 tỷ đồng. 95% giá trị các khoản đầu tư của VSH đều là tiền gửi dưới 12 tháng và uỷ thác đầu tư tổng giá trị khoảng 95 tỷ đồng có lãi suất cố định trên 9%. Hướng đầu tư hiện tại của VSH tương đối an toàn nhưng hiệu suất là không cao do chủ yếu dựa trên hoạt động gửi tiền ngân hàng.
- Ngoài ra, VSH có cho EVN vay 500 tỷ đồng với lãi suất xác định là 17%/năm. Tuy nhiên nếu như kiến nghị giảm lãi suất xuống 8% của EVN được thông qua thì lãi từ khoản cho vay này có thể sẽ giảm đáng kể từ 83 tỷ đồng xuống còn 22 tỷ đồng. Trong năm 2009, VSH dự tính sẽ thu hồi khoản cho vay này và có thể sẽ sử dụng vào phục vụ triển khai các dự án hiện có.
- Để tài trợ các dự án thủy điện của mình VSH chủ yếu sử dụng VCSH và nguồn vốn vay dài hạn với các tổ chức nước ngoài không tính lãi hoặc lãi suất rất thấp do đó giảm được rủi ro phát sinh từ các khoản nợ, đặc biệt là các khoản nợ ngắn hạn. Các loại chi phí đã được giảm thiểu tốt, đặc biệt chi phí lãi vay đang giảm đáng kể qua các năm. VSH hiện đang còn nợ vay 15,25 triệu USD vốn tài trợ cho 2 dự án Sông Hinh và Vĩnh Sơn, theo tính toán từ năm 2010, VSH cần phải trả 1,35 triệu USD mỗi năm. Do liên quan đến ngoại tệ nên sự biến động tỷ giá VND/USD sẽ có những tác động đáng kể đến lợi nhuận của VSH trong những năm tới.
- Khả năng thanh toán hiện hành của VSH được duy trì ở mức khá tốt trong thời gian gần đây do tài sản ngắn hạn tiếp tục tăng nhanh 16,89% so với cùng kỳ Q2-2008 tập trung vào khoản tiền và tương đương tiền (tăng tới 245,9%) trong khi đó các khoản nợ ngắn hạn lại có xu hướng giảm 19,7% so với cùng kỳ Q2-2009. So với các mã niêm yết khác trong ngành như TBC, PPC, SJD thì VSH có mức rủi ro về tài chính thấp hơn, đặc biệt là chỉ tiêu Tổng nợ/VCSH.

<sup>(\*)</sup>: Báo cáo tài chính chưa kiểm toán quý I, II 2009 của VSH  
Để biết thêm thông tin chi tiết về mã cổ phiếu này, vui lòng truy cập trang web Ezsearch của chúng tôi tại địa chỉ  
<http://ezsearch.fpts.com.vn>

**Phòng Phân tích đầu tư, Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Nguyễn Văn Quý-QuyNV@fpts.com.vn**

## Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS, Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Các thông tin có liên quan đến các chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2008 Công ty chứng khoán FPT

### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

#### Trụ sở chính

Tầng 2 – Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh  
Quận Đống Đa - Hà Nội - Việt Nam  
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171  
Fax: (84.4) 3 773 9058

### Công ty Cổ phần Chứng khoán FP

#### Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

124 Nguyễn Thị Minh Khai – Quận Hải Châu  
Tp. Đà Nẵng - Việt Nam  
ĐT: (84.511) 3553 666  
Fax: (84.511) 3553 888

### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

#### Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

31 Nguyễn Công Trứ - Phường Nguyễn Thái Bình  
Quận 1 - Tp. Hồ Chí Minh - Việt Nam  
ĐT: (84.8) 6 290 8686  
Fax: (84.8) 6 291 0607

