



**CHỨNG KHOÁN TÂN VIỆT (TVSI)**  
sàn giao dịch của mọi nhà

**Trụ sở**  
152 Thụy Khuê, Tây Hồ,  
Hà Nội  
ĐT: (04) 37280921  
Fax: (04) 37280920

**Chi nhánh HCM**  
193 Trần Hưng Đạo,  
Quận 1  
ĐT: (08) 38386868  
Fax: (08) 39207542

**Website:**  
[www.tvsi.com.vn](http://www.tvsi.com.vn)  
**Email:**  
[contact@tvsi.com.vn](mailto:contact@tvsi.com.vn)

**Ngày 07/08/2009**

## Báo cáo phân tích



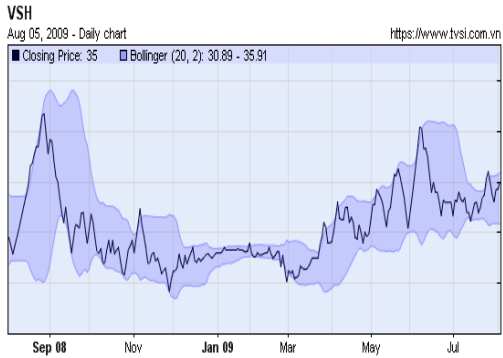
## CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn—Sông Hình— HOSE: VSH

Thông tin cổ phiếu		MỤC LỤC	Trang
Tên công ty:	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn—Sông Hình		
Tên viết tắt:	VSH		
Tên quốc tế:	Vinh Son—Song Hinh Hydropower JSC	Tóm tắt báo cáo	1
Mã chứng khoán:	VSH	Giới thiệu doanh nghiệp	2
Trụ sở chính:	Số 21, Nguyễn Huệ, TP Quy Nhơn - Bình Định	Đánh giá hiệu quả hoạt động	3
Điện thoại:	+84.056 3892 792	Phân tích SWOT	8
Fax:	+84.056 3891 975	Nhận định đầu tư	9
Email:		Phụ lục	16
Website:	<a href="http://www.vshpc.evn.com.vn">www.vshpc.evn.com.vn</a>		

### Các mốc sự kiện chính

11/07/1994	Thành lập Nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn
03/07/2000	Đổi tên thành Nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hình
02/12/2004	Bộ Công nghiệp có quyết định chuyển đổi thành CTCP
04/05/2005	Chuyển đổi từ DNNN sang CTCP
28/6/2006	Chính thức niêm yết 137.494.258 CP trên HOSE

**Biểu đồ giá cổ phiếu VSH trong vòng 01 năm qua**



**Sản xuất cung cấp điện năng**

**CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn—Sông Hình**

**Đặc thù ngành:** CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hình hoạt động trong lĩnh vực phụ thuộc khá nhiều vào tự nhiên đó là sản xuất điện năng bằng sức nước. Hệ thống điện lưới quốc gia đang phụ thuộc nặng nề vào thủy điện, hiện đang chiếm 40% về công suất và 25% về sản lượng. Là ngành có tốc độ tăng trưởng trung bình ổn định nhất và ít chịu ảnh hưởng nhất từ những biến động của thị trường tài chính trong thời gian qua. Và cũng là ngành mang tính độc quyền cao khi chỉ có một đơn vị duy nhất là EVN—Tập đoàn điện lực Việt Nam vừa là người mua vừa là người bán điện duy nhất cho người tiêu dùng.

Trong ngành không có tính cạnh tranh cao do cung thấp hơn cầu, chịu sự điều tiết trực tiếp của nhà nước.

**Nhận định đầu tư**

Tình hình thủy văn những tháng đầu năm 2009 khá thuận lợi đã giúp VSH không những tích trữ đủ lượng nước trong các hồ chứa mà còn tràn hồ, góp phần tạo nên sản lượng điện sản xuất trong quý I/2009 lên mức 266 triệu KWh. **EPS dự báo cho năm 2009 đạt 3,333 VNĐ và P/E 2009 của VSH được định giá ở mức 12.29 lần, cao hơn P/E trung bình ngành là 11.14. Song ngành lại đang được đánh giá thấp hơn so với thị trường (P/E thị trường ở mức 13.x).** Tuy nhìn thoáng qua các thông số có thể thấy VSH được định giá cao so với trong ngành, nhưng xét tổng thể thị trường thì VSH và ngành đang được định giá thấp. Vì vậy, với các dự án đầu tư dài hạn ẩn tượng đang được thực thi, lợi nhuận tăng trong những năm tới thì việc nắm giữ cổ phiếu VSH trong dài hạn vẫn là sự lựa chọn tin cậy của chúng tôi. Khi mà giá của VSH theo phương pháp P/E, P/B và DCF được chúng tôi định giá dao động trong khoảng từ **30,222 đồng đến 48,725 đồng.**

MCK: VSH

Sàn giao dịch: HOSE

Giá cổ phiếu: 35,000

Tổng KL niêm yết: 137,494,258

KL đang lưu hành: 137,494,258

Tổng giá trị vốn hóa thị trường: 4,812.3 tỷ đồng

Giá cao nhất trong 52 tuần: 41,700

Giá thấp nhất trong 52 tuần: 24,200

Thay đổi giá trong 3 tháng: 21.72%

Thay đổi giá trong 6 tháng: 21.72%

Khối lượng giao dịch bình quân 30 ngày: 303,457 CP

Số lượng được phép sở hữu: 67,372,186 CP

Nước ngoài được phép mua: 49%

Nước ngoài đang sở hữu: 27.47%

Tỷ lệ cổ tức 2008: 18%

Cổ đông lớn: EVN (30.5%), SCIC (24%)

**Lĩnh vực kinh doanh**

Ngành nghề kinh doanh chính: Sản xuất kinh doanh điện năng; Dịch vụ quản lý vận hành, bảo dưỡng các nhà máy thủy điện; Tư vấn giám sát thi công xây dựng công trình thủy lợi, giao thông và thủy điện...

Các dự án lớn tham gia hiện tại: Xây dựng thủy điện Vĩnh Sơn 3, 4, 5. Cả ba dự án này đều bắt đầu thực hiện từ năm 2008. Ngoài ra còn có dự án thủy điện Thượng Kon Tum, Dự án nâng cấp hồ chứa C Vĩnh Sơn, Đồng Cam...

**Chi tiêu tài chính**

Chi tiêu	2006	2007	2008
LN thuần HĐSXKD (000 VNĐ)	270,237,076	254,370,157	369,831,185
Thay đổi (%)		-5.87%	45.39%
LNST (000 VNĐ)	270,246,394	256,841,385	370,945,251
Thay đổi (%)		-4.96%	44.43%
EPS	2.18	2.04	2.70
Thay đổi (%)		-6.25%	32.28%
P/E (giá ngày 24/07/2009)	16.227	17.309	13.084
BVPS	10.757	16.058	15.582
P/B (giá ngày 24/07/2009)	3.28	2.20	2.27
ROE	14.35%	10.44%	14.94%
ROA	20.23%	12.71%	17.32%

## HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP

### Sản phẩm chính: điện thương phẩm

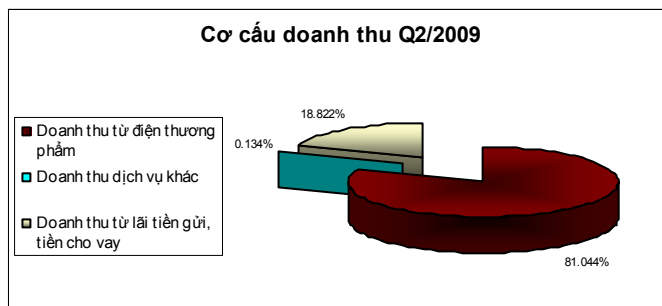
#### Thị trường tiêu thụ:

*Thị trường tiêu thụ ổn định, cung thấp hơn cầu*

Thị trường chính của VSH là cung cấp điện cho EVN để hòa vào lưới điện quốc gia, cung cấp điện cho toàn dân cư. Thị trường tiêu thụ là khá ổn định vì ngành điện có cầu lớn hơn cung, các nhà máy sản xuất điện hoạt động hết công suất vẫn chưa đủ đáp ứng cầu. Hiện nay VSH đang chiếm khoảng 5.44% tổng công suất phát điện của EVN và 1.969% tổng công suất phát điện của tổng quốc gia. Song với tiềm lực tài chính mạnh (phần lớn trích từ nguồn khấu hao), đội ngũ quản lý có trình độ kỹ thuật cao, giàu kinh nghiệm, có mối quan hệ rộng rãi và chặt chẽ trong ngành điện, công ty có đủ khả năng tham gia đầu tư xây dựng và vận hành một số nhà máy thủy điện có công suất lớn. Thực tế, công ty cũng đang mở rộng quy mô sản xuất bằng cách thực hiện các dự án thủy điện Thượng Kon Tum với công suất thiết kế 220 MW, nâng cấp hồ chứa C Vĩnh Sơn, các dự án Thủy điện Vĩnh Sơn 2, 3, 4 và 5 nâng tổng công suất của toàn nhà máy lên 514 MW. Nhu cầu điện của Việt Nam đang vượt quá khả năng cung ứng của các nhà máy phát điện, cộng thêm VSH đang đầu tư vào nhiều dự án trọng điểm của quốc gia, mở rộng quy mô sản xuất. Do đó, nhà đầu tư có quyền hy vọng về triển vọng phát triển của ngành điện trong dài hạn.

*Điện thương phẩm vẫn là sản phẩm chính tạo nên doanh thu*

**Cơ cấu sản phẩm:** sản phẩm chủ yếu của VSH là nguồn năng lượng điện năng được sản xuất và cung cấp cho EVN - điện thương phẩm. Thị trường tiêu thụ sản phẩm này luôn ổn định, song trong quá trình sản xuất lại phụ thuộc quá nhiều vào tự nhiên. Do đó, tiềm năng phát triển ngành thủy điện là khó, cần phải chuyển hướng sang các lĩnh vực kinh doanh dịch vụ khác để ổn định nguồn thu trong dài hạn. Các nguồn thu khác không chiếm tỷ trọng lớn khi mà doanh thu từ điện thương phẩm chiếm 81% tổng doanh thu.

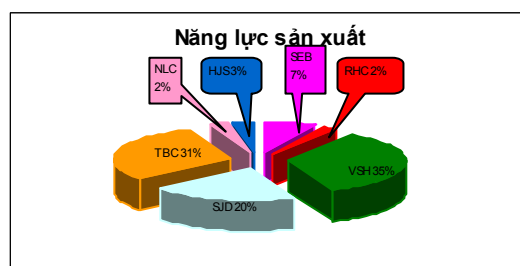


#### Năng lực và quy mô sản xuất so với các DN cùng ngành khác

CTCP thủy điện Vĩnh Sơn—Sông Hinh đang vận hành và quản lý hai nhà máy Vĩnh Sơn và Sông Hinh có công suất thiết kế là 136 MW, đứng thứ hai sau CTCP thủy điện Thác Bà –TBC với công suất 200 MW. VSH là nhà máy thủy điện có quy mô lớn đầu tiên ở miền Trung và Tây Nguyên, góp phần giải quyết nhu cầu về điện và ổn định chất lượng điện cho hệ thống lưới điện quốc gia. Năng lực sản xuất của công ty được đánh giá vào loại trung bình thấp của ngành.

*Quy mô và năng lực sản xuất đứng đầu so với các doanh nghiệp cùng ngành đã niêm yết*

Với các dự án tầm cỡ quốc gia đang được triển khai như: dự án thủy điện Thượng Kon Tum, mở rộng hồ chứa C Vĩnh Sơn, các dự án Vĩnh Sơn 2, 3, 4, 5 để mở rộng quy mô sản xuất nâng cao năng lực sản xuất và cạnh tranh với công suất. So với các doanh nghiệp đã niêm yết trên hai sàn Hà nội và Hồ Chí Minh, thì VSH có công suất thiết kế lớn nhất, sau đó đến TBC—CTCP thủy điện Thác Bà với công suất là 120MW. Như thế, sản lượng sản xuất ra điện thương phẩm có thể nói được xếp vào hạng đầu trong số các công ty niêm yết. Hầu hết các công ty đều có một thị trường tiêu thụ điện thương phẩm duy nhất đó là EVN. Vì vậy sự cạnh



tranh giữa các công ty chỉ còn phụ thuộc vào giá bán và sản lượng sản xuất. Do đó, doanh thu từ sản xuất điện của VSH là khá cao. Sản lượng điện sản xuất hàng năm trung bình của VSH vào khoảng 750 triệu KWh, cao hơn nhiều so với các công ty cùng ngành.

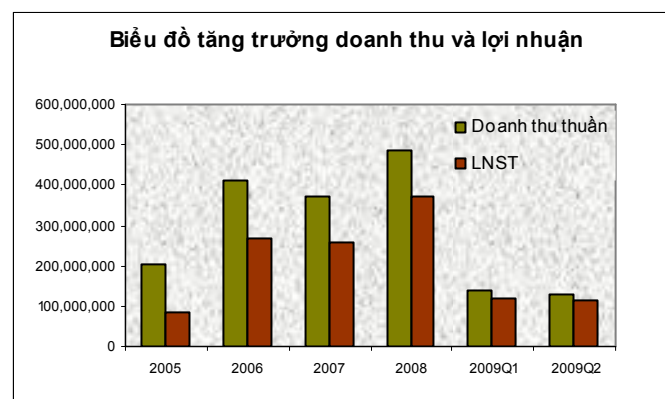
## HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP

### Tăng trưởng doanh thu, LNST

*Yếu tố mùa vụ làm cho doanh thu và lợi nhuận quý II giảm.*

Trong quý 1 năm 2009, CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn—Sông Hinh tiếp tục duy trì được tình trạng sản xuất kinh doanh có lãi, với doanh thu thuần đạt hơn 138,47 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 121,069 tỷ đồng. So với cùng kỳ năm 2008 thì doanh thu thuần giảm 4.46%, lợi nhuận sau thuế tăng 18.61%. Nguyên nhân là do chi phí giá vốn quý I của công ty tăng nhiều hơn so với quý I năm trước, nhưng các loại chi phí khác như chi phí tài chính, chi phí quản lý doanh nghiệp lại được giảm bớt.

Song bước sang quý II mặc dù công ty vẫn duy trì được việc cắt giảm bớt các chi phí nhưng lợi nhuận sau thuế vẫn giảm tương ứng ở mức 4.76% so với quý I/2009. Nguyên nhân là do hiệu quả sử dụng tài sản (khả năng vận hành các tổ máy chưa hết công suất) và thời kỳ này đang là mùa mưa nên doanh thu từ giá bán điện không cao bằng quý I đang nằm trong thời kỳ mùa khô do giá bán điện mùa mưa thấp hơn giá bán điện mùa khô.



### Giá vốn hàng bán

Giá vốn hàng bán chủ yếu của VSH được cấu thành bởi giá vốn của thành phẩm đã cung cấp và giá vốn của các dịch vụ đã cung cấp. Trong đó giá vốn của thành phẩm trong quý II/2009 chiếm 99.59% giá vốn hàng bán (90.49 tỷ đồng trong quý II/2009).

### Chi phí lãi vay

*Chính sách hỗ trợ lãi suất của Chính phủ giúp VSH giảm bớt chi phí lãi vay*

Theo chính sách hỗ trợ lãi suất của chính phủ thì VSH cũng được giảm đáng kể từ 2.28 tỷ trong quý I xuống 1.5 tỷ trong quý II. Tính tới thời điểm năm 2008 thì VSH đang có hai khoản vay lớn từ chi nhánh NH đầu tư và phát triển Phú Yên bằng VNĐ và chi nhánh NH phát triển Phú Yên bằng ngoại tệ USD. Việc chi phí lãi vay giảm xuống cũng không thể giúp cho lợi nhuận quý II của công ty tăng trưởng so với quý I đầu năm vì giá vốn hàng bán trong quý II của công ty lại tăng cao hơn so với việc chi phí lãi vay được giảm bớt.

### Tính chất mùa vụ:

*Mùa vụ ảnh hưởng trực tiếp tới doanh thu của VSH*

Công ty cũng đã ký hợp đồng giá bán điện với EVN theo hai mùa: mùa mưa (từ 1/7 đến 31/9) là 476 đồng/kWh và mùa khô là 580 đồng/kWh. Hơn nữa, tình hình thủy văn những tháng đầu năm 2009 khá thuận lợi, lượng mưa nhiều và đều nên các hồ chứa Sông Hinh, hồ A, hồ B và hồ C Vĩnh Sơn đều tích đủ và các hồ đều đang tràn. Vì thế, khả năng hoàn thành kế hoạch 2009 đề ra rất thuận lợi. Theo thông tin chúng tôi được biết thì trong quý I công ty vẫn chưa thương thảo được giá bán điện hợp lý với EVN do đó, giá bán điện trong quý I được tính bằng 90% giá bán điện trong hợp đồng đã ký kết thực hiện năm 2008.

Thêm vào đó, hai nhà máy hiện tại của Thủy điện Vĩnh Sơn—Sông Hinh đều có mùa mưa kéo dài từ tháng 10 tới tháng 1 trùng khít với mùa khô ở miền Bắc. Chính điều này đã tạo cho VSH một lợi thế khác biệt lớn so với các doanh nghiệp khác trong ngành khi mà EVN sẽ mua điện của VSH với mức giá điều chỉnh theo mùa 580 đồng đối với các nhà máy thủy điện miền Bắc phát điện ở mức thấp và 476 đồng khi các nhà máy thủy điện miền Bắc phát điện ở mức cao. Do vậy, nhờ điều kiện thủy văn đặc thù mà VSH có thể bán được phần lớn sản lượng điện của mình ở mức giá cao.

## Đánh giá chỉ tiêu tài chính

### Hệ số khả năng thanh toán:

Khả năng thanh toán		VSH			NLC			SJD			KHP			RHC			TBC		
	Đơn vị	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Khả năng thanh toán bằng tiền	lần	0.42	1.86	0.41	0.07	0.19	6.22	0.00	0.00	0.01	0.86	0.75	0.97	0.62	0.69	0.62	0.32	1.66	2.40
Khả năng thanh toán ngắn hạn	lần	1.29	6.77	8.58	0.30	0.49	15.1	0.18	0.18	0.11	1.39	1.24	1.71	1.00	1.54	1.38	1.35	2.99	4.98
Khả năng thanh toán nhanh	lần	1.09	6.58	8.40	0.29	0.48	14.7	0.12	0.10	0.07	1.21	1.01	1.44	0.91	1.42	1.23	1.03	2.73	4.75

### Phân tích khả năng thanh toán ngắn hạn

Đầu tư vào những lĩnh vực không thuộc chuyên môn, có thể dẫn đến rủi ro cao.

Năm 2006, cơ cấu quản lý tài sản của công ty là khá tốt, VSH có đủ tiềm lực tài chính để trả các khoản vay ngắn hạn dưới 1 năm. Sang năm 2007 và 2008, khả năng ngắn hạn tăng lên cao (6.7 và 8.5 lần) nguyên nhân chủ yếu là do VSH đã đầu tư quá nhiều vào các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn (nắm giữ hơn 3 triệu cổ phiếu PPC, cho EVN vay với lãi suất 17%/năm, gửi lãi suất kỳ hạn trên 3 tháng, ủy thác đầu tư...). Điều này góp phần tạo nên doanh thu cho VSH song cũng không hẳn là tốt đối với một công ty sản xuất điện như VSH. Vì đã đầu tư vào những lĩnh vực không thuộc chuyên môn của mình, có thể dẫn đến rủi ro cao hơn. Công ty nên thận trọng trong các quyết định đầu tư tài chính ngắn hạn nhằm giảm thiểu rủi ro.

### Phân tích khả năng thanh toán nhanh:

Sử dụng hiệu quả nguyên vật liệu (NVL), công ty có khả năng thanh toán tốt sau khi đã trừ hàng tồn kho

Hệ số thanh toán nhanh năm sau cao hơn năm trước của VSH chứng tỏ hàng tồn kho của công ty được sử dụng hiệu quả, không có quá nhiều nguyên vật liệu tồn đọng và luôn được đem ra khai thác và sử dụng.

Trung bình VSH mất 81 ngày mới thu được các khoản tiền cho khách hàng trả chậm hoặc khách hàng nợ trong quý II năm nay, và việc tiêu thụ sản phẩm của công ty là khá tốt. Do đặc điểm của ngành công ty hoạt động chủ yếu là tạo ra các sản phẩm về điện (điện sản xuất, điện thương phẩm, điện tự dùng) nên hầu hết các loại sản phẩm tồn kho không phải là sản phẩm chính trên, mà chủ yếu là nguyên vật liệu, chi phí sản xuất nguyên vật liệu dở dang nên cũng nhanh chóng được sử dụng để tạo ra sản phẩm chính. Trung bình 16 ngày là các NVL này được dùng.

### Hệ số năng lực hoạt động:

Hệ số hiệu quả hoạt động	Đơn vị	2006					2007					2008				
		VSH	TBC	RHC	SJD	NLC	VSH	TBC	RHC	SJD	NLC	VSH	TBC	RHC	SJD	NLC
Vòng quay tổng tài sản	lần	0.22	0.15	0.30	0.18	0.15	0.15	0.22	0.30	0.20	0.17	0.19	0.29	0.30	0.21	0.31
Vòng quay vốn lưu động	lần	2.53	1.03	2.69	7.30	5.87	0.44	1.11	1.74	8.79	3.09	0.49	0.84	1.71	8.35	2.95
Vòng quay hàng tồn kho	lần	6.59	2.23	11.19	6.87	100.87	7.19	6.18	8.91	7.48	48.69	8.53	5.24	4.95	8.47	38.33

### Vòng quay tổng tài sản

Xét về trung và dài hạn, Công ty đang quản lý và sử dụng hợp lý tài sản để tạo ra giá trị doanh thu lớn nhất

Vòng quay TTS giảm dần xuống 0.19 lần trong năm 2008, so với các công ty trong ngành thì hiệu quả quản lý tổng tài sản của VSH năm 2008 là yếu nhất cho thấy công ty đã và đang đầu tư vào các dự án thủy điện mới nhằm nâng cao chất lượng cũng như cải tiến máy móc dây truyền kỹ thuật hiện đại hơn. Xét về dài hạn thì đây là một tín hiệu mừng vì khả năng thu lợi của công ty trong những năm tới là cao hơn so với doanh nghiệp cùng ngành.

### Vòng quay hàng tồn kho:

Hiệu quả quản lý hàng tồn kho của VSH là khá tốt khi vòng quay hàng tồn kho năm 2008 của VSH khá cao (8.53 lần), đứng thứ 2 sau CTCP thủy điện Nà Lơi—NLC (38.33 lần). Trong quý II/2009, hệ số này của VSH là 1.78 lần cao hơn quý I/2009 ở mức 1.7 lần. Ngoài ra, doanh thu quý II lại không đạt được bằng như trong quý I. Vì vậy, có thể thấy nguyên nhân là do giá thành sản phẩm đã giảm, và sản lượng điện cung cấp cho EVN đã giảm.

## Đánh giá chỉ tiêu tài chính (tiếp)

### Hệ số cơ cấu vốn:

Cơ cấu vốn	Đơn vị	2008					2009Q1					2009Q2
		VSH	TBC	RHC	SJD	NLC	VSH	TBC	RHC	SJD	NLC	VSH
Nợ dài hạn/Vốn chủ sở hữu	lần	<b>0.11</b>	0.00	0.55	1.39	0.64	<b>0.10</b>	0.00	0.55	1.35	0.52	<b>0.10</b>
Tổng nợ/Tổng tài sản	lần	<b>0.14</b>	0.07	0.44	0.67	0.39	<b>0.13</b>	0.05	0.43	0.67	0.35	<b>0.11</b>

Trong quý 1/2009, vốn chủ sở hữu chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tổng tài sản với tỷ lệ 87%. Trong khi tỷ số nợ chỉ đạt 13% (0.13 lần và 0.11 lần cho quý II/2009), khá thấp so với các DN cùng ngành, trừ TBC. Điều này cho thấy, khả năng trả nợ của VSH cao, công ty cũng tạo ra các khoản sinh lợi bằng cách đầu tư chứng khoán ngắn hạn, cho vay với lãi suất cao, hoặc gửi tiết kiệm ngân hàng với kỳ hạn trên 3 tháng. Và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tạo ra chủ yếu là từ nguồn vốn chủ sở hữu.

*Tỷ lệ nợ thấp, hiệu quả hoạt động chủ yếu dựa vào nguồn vốn chủ sở hữu*

Tỷ lệ nợ dài hạn trên vốn chủ sở hữu khá thấp cho thấy tình hình tài chính của công ty lành mạnh, rủi ro do mất khả năng thanh toán khó có thể xảy ra. So với các công ty khác trong ngành thì VSH có rủi ro về tài chính thấp hơn từ 5 đến 12 lần. Song với việc công ty đang triển khai hàng loạt các dự án thủy điện như hiện nay mà chỉ sử dụng nguồn vốn chủ để đầu tư vào các dự án này thì đây lại là một điều không tốt. Công ty nên cân bằng giữa nợ ngắn hạn và vốn chủ sở hữu, không nên lạm dụng quá nhiều vào nguồn vốn chủ sở hữu.

Quý II/2009, tỷ lệ nợ của công ty giảm xuống 0.11 lần, lý do là vì công ty đã giảm bớt khoản dự phòng trợ cấp mất việc làm cho cán bộ công nhân viên, trong khi tổng tài sản vẫn tiếp tục tăng lên.

### Hệ số sinh lời:

Hệ số sinh lời	Đơn vị	2006	2007	2008	2009Q1	2009Q2
Lợi nhuận gộp/doanh thu thuần	%	59.36%	54.60%	63.26%	68.04%	64.50%
Lợi nhuận từ HĐKD/doanh thu thuần	%	66.03%	68.72%	76.46%	87.45%	87.78%
LNST/ doanh thu thuần	%	66.03%	69.39%	76.69%	87.43%	87.83%
LNST/VCSH	%	20.23%	12.71%	17.32%	5.36%	5.10%
LNST/TTS	%	14.35%	10.44%	14.94%	4.67%	4.53%

Nhìn vào các thông số, ta thấy CTCP thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh có khả năng sinh lời khá tốt và ổn định qua các năm. Công tác quản lý hoạt động sản xuất kinh doanh có hiệu quả, kể cả trong tình hình kinh tế suy thoái năm 2008, công ty vẫn sử dụng đồng vốn cũng như đồng tài sản để tạo ra lợi nhuận cao hơn so với năm 2007. Một lý do khác nữa đó là do công ty hoạt động trong ngành khá ổn định, ít chịu tác động của thị trường bên ngoài mà phụ thuộc chủ yếu vào lưu lượng nước trong hồ chứa, công suất của các tổ máy, chi phí vận hành, sản xuất, quản lý cũng như các thiết bị máy móc dây chuyền sản xuất có hiện đại hay không? Để tạo ra được năng suất tối đa.

*Luôn duy trì khả năng sinh lời ổn định*

Số liệu quý I và quý II cho thấy, tình hình hoạt động của doanh nghiệp là khả quan, nếu không có gì thay đổi thì cuối năm 2009 doanh thu có thể vượt mức kế hoạch đề ra. Các loại chi phí được công ty tối thiểu hóa, đặc biệt là chi phí lãi vay đã được giảm đáng kể nhờ gói kích cầu của chính phủ đi vào nền kinh tế từ tháng 2/2009 nhằm giúp các doanh nghiệp vừa và nhỏ có cơ hội thuận lợi hơn trong việc sản xuất kinh doanh thông qua cơ chế hỗ trợ lãi suất 4%



## Đánh giá chỉ tiêu tài chính (tiếp)

### Phân tích Dupont

Phân tích Dupont	Đơn vị	2006	2007	2008	2009Q1	2009Q2
ROE	%	20.23%	12.71%	17.32%	5.36%	5.10%
LNST/Doanh thu thuần	%	66.03%	69.39%	76.69%	87.43%	87.83%
Doanh thu thuần/TTS	%	21.74%	15.05%	19.48%	5.34%	5.16%
TTS/Vốn CSH	%	140.91%	121.70%	115.98%	114.79%	112.39%

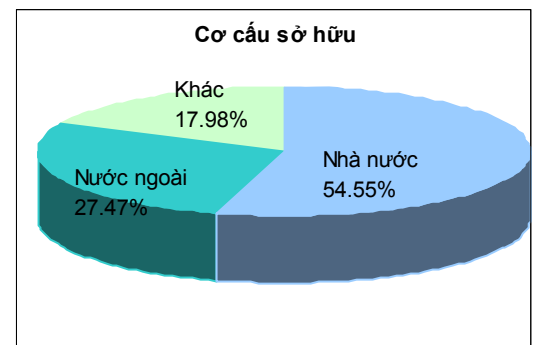
Hai chỉ tiêu ROA và ROE của DN đạt 4.67% và 5.36% trong quý I/2009 cao nhất so với các DN niêm yết cùng ngành như RHC, HJS, TBC, NLC, SJD... Cho thấy, hiệu quả từ một đồng tài sản cũng như từ một đồng vốn chủ của công ty để tạo ra lợi nhuận sau thuế là rất cao.

ROE cả năm 2008 của VSH đạt khá cao 17.31%, với lợi nhuận sau thuế biên đạt 17.31%, hiệu suất sử dụng tài sản (DTT/TTS) đạt 19.47%. Đây có thể coi là mức hiệu quả sử dụng tạm được. Nhìn qua ta thấy, ROE quý 2/2008 đạt mức tốt nhất tại 5.34%, và ROE quý III/2008 đạt mức thấp nhất tại 2.77%. Hiệu quả của việc sử dụng đòn bẩy tài chính của các quý trong năm vừa qua gần như nhau, không có sự khác biệt lớn. Do vậy, điều làm ảnh hưởng đến chỉ tiêu ROE chủ yếu qua lợi nhuận sau thuế biên và vòng quay tổng tài sản.

Trong quý III/2008, hiệu quả từ 1 đồng tài sản để tạo ra đồng doanh thu kém hơn so với quý II/2008. Nhưng từ 1 đồng doanh thu đó lại tạo ra được giá trị lợi nhuận sau thuế cao hơn rất nhiều so với quý 2. Điều này có thể do công ty đã giảm bớt các chi phí tài chính, chi phí bán hàng cũng như chi phí quản lý doanh nghiệp. Trong quý I năm nay, ROE của công ty đạt 5.36%, hiệu quả quản lý doanh nghiệp trong việc sử dụng các đồng vốn, đồng tài sản là tốt.

Quý II/2009 VSH thu về hơn 131.28 tỷ đồng doanh thu từ việc bán điện và cung cấp dịch vụ, thấp hơn so với cùng kỳ năm trước 12.8%. Lợi nhuận sau thuế quý II chiếm 87.83% doanh thu thuần cho thấy công ty đã thực hiện khá tốt việc cắt giảm các loại chi phí. Theo thông tin mà chúng tôi nắm được thì hợp đồng thương thảo giá bán điện mới giữa EVN và VSH trong giai đoạn 2009 –2014 vẫn chưa được thông qua. Trong quý I/2009 công ty giá bán điện cho EVN bằng 90% giá bán điện mùa khô tính cho năm 2008 (522 đồng = 90%\* 580 đồng). Năm nay thời tiết diễn biến khó lường, lượng mưa trong quý II đổ về các hồ là khá nhiều. Chúng tôi dự báo sản lượng điện trong quý III của VSH đạt ở mức từ 40– 45 triệu KWh, cộng thêm hồ chứa C đã đi vào hoạt động có thể sản xuất thêm 78 triệu KWh nữa. Do đó, chúng tôi dự đoán sản lượng điện sản xuất trong năm 2009 vào khoảng 814 triệu KWh (giảm 5.24% so với kết quả đã thực hiện được năm 2008).

Ngoài ra, từ 1/3/2009 giá bán lẻ điện đã được điều chỉnh tăng 8.92% điều này, theo chúng tôi đánh giá, cũng sẽ gây ảnh hưởng đến quyết định điều chỉnh giá bán điện của VSH cho EVN. Có thể giá điện mới được ký kết giữa hai bên sẽ được điều chỉnh tăng 7.5 –8% so với giá trong hợp đồng cũ, tức là giá bán điện vào mùa khô sẽ vào khoảng 623 –626 đồng/kWh, và giá bán điện vào mùa mưa (tháng 7,8,9) dao động trong khoảng 512-514 đồng/KWh. Và như vậy sẽ tác động trực tiếp tới doanh thu của doanh nghiệp trong những năm tới.



Qua phân tích ở trên chúng tôi nhận thấy tình hình tài chính của VSH lành mạnh, có tiềm lực tài chính mạnh, về trung và dài hạn là một cổ phiếu tiềm năng. Song hiện tại giá trị cổ phiếu của VSH ở trên thị trường đang được định giá quá cao so với ngành (giá đóng cửa hôm 4/8 là 35,000 đồng) vì theo phương pháp định giá P/E và P/B mà chúng tôi thực hiện thì EPS dự kiến năm 2009 là 3,333 VNĐ, P/E 2009 tại 14.62 lần, P/E ngành tại 11.14 lần. Theo phương pháp chiết khấu luồng cổ tức DCF 2 giai đoạn, giá của VSH được định giá ở mức trung bình 38,700 đồng. Bên cạnh đó, VSH đang có nhiều dự án đầu tư dài hạn, đem lại lợi nhuận lớn trong tương lai thì việc MUA cổ phiếu VSH là một cơ hội tốt để nhà đầu tư dài hạn kiếm lời đối với các cổ phiếu thuộc khối ngành năng lượng.

## Phân tích SWOT

### Điểm mạnh

*Vị trí địa lý và thời tiết tạo nên sự khác biệt giữa VSH và các công ty khác cùng ngành.*

- Là công ty có nhà máy thủy điện có công suất lớn nhất (136 MW) so với các công ty khác niêm yết trên hai sàn.
- Với giá bán cố định theo hai mùa cho EVN, cộng thêm sự chênh lệch hai mùa giữa miền Bắc và miền Trung, Tây Nguyên. Công ty có cơ hội thu về các khoản doanh thu, lợi nhuận cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành.

### Điểm yếu

*Sản lượng và doanh thu vẫn phụ thuộc vào yếu tố mùa vụ*

- Sản xuất phụ thuộc nhiều vào yếu tố thời tiết và mùa vụ. Do đó, sản lượng sản xuất hàng năm không ổn định mặc dù có thị trường tiêu thụ ổn định
- Nhà nước vẫn nắm giữ phần lớn tỷ lệ sở hữu, có quyền quyết định nhiều vấn đề quan trọng của công ty, gây ảnh hưởng lớn đến cổ đông nhỏ khi mà quyết định đó không đem lại lợi ích cho cổ đông thiểu số.

### Cơ hội

*Tiềm lực tài chính mạnh để quản lý và vận hành các nhà máy thủy điện lớn*

- Trong năm 2008 công ty đã hoàn thành xong 2 dự án : Công trình nâng cấp hồ chứa C và đường vận hành thủy điện Vĩnh Sơn.
- Tiềm lực tài chính mạnh đủ khả năng để quản lý và vận hành các nhà máy thủy điện có công suất lớn.
- Hiện tại công ty cũng đang tiếp tục đầu tư vào các dự án khác như dự án thủy điện Thượng Kon Tum, dự án thủy điện Vĩnh Sơn 2, 3 , 4 và 5, dự án thủy điện Đồng Cam. Công ty ước tính vào khoảng những năm 2011 –2014 thì các dự án này cơ bản hoàn thành và đi vào hoạt động, góp phần tạo nên sản lượng điện lớn, đáp ứng được nhu cầu điện lưới quốc gia và tạo ra lợi nhuận khả quan cho chính VSH.

### Thách thức

*Áp lực cạnh tranh gia tăng không chỉ trong lĩnh vực thủy điện mà còn ở các lĩnh vực khác cũng sản xuất điện.*

- Tương lai nhiều nhà máy thủy điện cũng như nhiệt điện được thành lập, đáp ứng nhu cầu về điện của quốc gia. Do đó, tính cạnh tranh sẽ ngày càng rõ ràng hơn.
- Nguồn nước chính để phục vụ cho sản xuất phụ thuộc nhiều vào thời tiết, và nguồn này cũng chỉ là hữu hạn. Vì vậy, công ty cần phải có những biện pháp để sử dụng hiệu quả nguồn nước cũng như cần phải có những hồ chứa dự trữ lớn vào những mùa khô để đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ điện trên cả nước.



## **NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ**

Trong phần này chúng tôi sẽ định giá cổ phiếu VSH dựa trên 2 kịch bản mà chúng tôi tin rằng có nhiều khả năng xảy ra nhất đối với doanh nghiệp. Việc đưa ra các kịch bản nhằm dự báo doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp trong những năm tiếp theo. Mức độ tăng trưởng của doanh nghiệp được chia làm 2 giai đoạn tăng trưởng. Giai đoạn 1, chúng tôi cho rằng sẽ có mức độ tăng trưởng nhanh trong vòng 5 năm tới (giai đoạn 2009-2013) và đi vào ổn định trong giai đoạn 2 ở mức tăng trưởng thấp hơn (2014 đến năm 2020).

### **Kịch Bản 1—Triển Vọng Lạc Quan**

#### ***Tổng doanh thu***

Kịch bản 1 thể hiện sự lạc quan của chúng tôi tiếp bước với đà tăng trưởng mà doanh nghiệp đạt được trong thời gian vừa qua. Như đã phân tích ở trên, chúng tôi đánh giá rằng VSH có khả năng tăng trưởng về trung và dài hạn. Và chúng tôi giả định giá bán điện cho EVN tăng lên 620 đồng vào mùa khô và 510 đồng vào mùa mưa (tăng từ 7.5% đến 8% so với giá bán điện năm 2008) khi mà giá bán lẻ điện tiêu dùng đã tăng gần 9% tính từ 1/3/2009. Nửa đầu năm 2009, nền kinh tế được hỗ trợ nhiều chính sách hợp lý của chính phủ nhằm kích cầu nền kinh tế đã thu được nhiều kết quả khả quan. Thể hiện qua chỉ số CPI đã giảm, GDP quý II tăng 3.9% so với cùng kỳ năm ngoái. Do đó, chúng tôi nhận định mặc dù nửa đầu năm 2009 doanh thu và lợi nhuận có giảm nhưng nửa cuối năm 2009 công ty có thể bắt phá và vượt chỉ tiêu kế hoạch năm 2009 đề ra. Dự báo doanh thu sẽ tăng 7.29% và lợi nhuận 2009 giảm 21.12% so với năm 2008.

Doanh thu từ việc cung cấp điện thương phẩm cho mạng lưới quốc gia vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng doanh thu (chiếm hơn 80% doanh thu). Dựa vào kết quả kinh doanh quý I và II năm 2009, sản lượng điện của quý I là 266 triệu KWh, quý II vào khoảng 251 triệu KWh (tính theo giá bán điện quý I là 522 đồng, bằng 90% giá bán điện trong hợp đồng năm 2008 trong khi chờ thương thuyết hợp đồng giá bán điện mới với EVN). Năm nay, lượng mưa khá nhiều và liên tục đã tạo cho VSH tích trữ được nguồn nước lớn trong các hồ chứa. Song điều này cũng không đủ điều kiện để chúng tôi dự báo mức tích nước và lượng mưa trong 2 quý cuối năm. Vì thế, chúng tôi giả định sản lượng điện trong hai quý này vẫn đạt ở mức trung bình hàng năm là 45-50 triệu KWh trong quý III và 237 triệu KWh trong quý IV/2009. Như vậy tổng sản lượng điện sản xuất trong năm 2009 sẽ vào khoảng 804 triệu KWh.

Ngoài doanh thu từ việc bán điện ra, VSH còn đầu tư vào các khoản tài chính ngắn hạn khác. Hiện tại VSH đang cho EVN vay 500 tỷ đồng với lãi suất 17%/năm, kỳ hạn 12 tháng và sẽ đáo hạn trong quý III năm nay; 175 tỷ đồng tiền gửi kỳ hạn trên 3 tháng với mức lãi suất tầm 7.5%, danh mục ủy thác đầu tư với lãi suất cố định là 120 tỷ đồng, 19.5 tỷ đồng đầu tư vào công ty Du Lịch Bình Định (49.72% cổ phần) và hơn 3 triệu cổ phiếu của PPC—CTCP Nhiệt điện Phả Lại. Tính đến hết quý II/2009, ước tính công ty thu được 85 tỷ từ khoản cho EVN vay, lãi từ tiền gửi ngắn hạn khoảng 13.125 tỷ, nhận lại vốn ủy thác từ Công ty TNHH quản lý quỹ SSI 35 tỷ. Giả định các khoản ủy thác đầu tư còn lại đem lại mức lợi nhuận 10%, cổ tức từ 3 triệu cổ phiếu PPC là 3.6 tỷ (tỷ lệ trả cổ tức tạm tính 12%). Như vậy theo chúng tôi ghi nhận thì thu nhập từ hoạt động tài chính trong năm 2009 là 136.725 tỷ.

#### ***Giá vốn hàng bán***

Giá vốn hàng bán của VSH chủ yếu là chi phí khấu hao, sau đó là thuế tài nguyên 2% trên doanh thu, chi phí nhân công, chi phí quản lý và các chi phí khác. Chi phí khấu hao chiếm hơn 85% giá vốn hàng bán, và cố định. Mặt khác, VSH áp dụng phương pháp khấu hao theo đường thẳng, đối với nhà xưởng thời gian khấu hao là 30 năm, máy móc thiết bị và các phương tiện khác là 8-10 năm. Dựa vào tình hình hoạt động của công ty trong những năm gần đây, chúng tôi ước tính chi phí giá vốn năm 2009 bằng 35% doanh thu, ước vào khoảng 219.39 tỷ đồng.

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

	2005	2006	2007	2008	2009Q1	2009Q2
Doanh thu thuần	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Giá vốn hàng bán	46.12%	40.64%	45.40%	36.74%	31.96%	35.50%
Lợi nhuận gộp	53.88%	59.36%	54.60%	63.26%	68.04%	64.50%

### Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp

Đặc điểm của hầu hết các công ty sản xuất điện đó là không có chi phí bán hàng, quảng cáo. Nguyên nhân là do điện sản xuất ra đến đâu được tiêu thụ hết đến đó qua việc ký kết hợp đồng mua bán điện với EVN để cung cấp điện tiêu dùng cho mạng lưới quốc gia. Vì vậy, chi phí bán hàng trong các năm tới cũng sẽ không có.

Năm 2009 là một năm khó khăn của nhiều doanh nghiệp, đứng trước tình hình chung, VSH đã chủ động cắt giảm các loại chi phí doanh nghiệp, trong đó có chi phí quản lý doanh nghiệp. Thực tế đã chứng minh trong kết quả kinh doanh quý II của VSH, chi phí quản lý doanh nghiệp đã giảm xuống 1.68% từ 2.10% trên doanh thu thuần. Do đó, dự tính cả năm chi phí quản lý của doanh nghiệp sẽ chiếm khoảng 35% doanh thu thuần, giảm so với mức 36.74% của năm 2008. Khi giai đoạn khó khăn đã đi qua, để khôi phục lại hoạt động như trước và mở rộng thêm, chúng tôi giả định chi phí quản lý doanh nghiệp hàng năm sẽ tăng với tốc độ 1.73%.

### Chi phí lãi vay

Hiện công ty đang có khá nhiều dự án lớn với tổng vốn đầu tư hơn 4060 tỷ đồng. Dù năng lực tài chính của công ty khá mạnh, nhưng không thể dùng toàn bộ vốn chủ sở hữu để đầu tư được. Do vậy, công ty đã đi vay tại các chi nhánh của ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam—BIDV tại Phú Yên. Và tất nhiên, công ty phải chịu chi phí lãi vay ước tính vào khoảng 4.5% doanh thu.

Với các giả thiết trên, chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế của VSH năm 2009 là 370.02 tỷ, giảm 0.25% so với năm 2008, và năm 2010, 2011 lần lượt là 389.98 tỷ và 440.63 tỷ đồng.

### Dự báo doanh thu và lợi nhuận VSH trong các năm 2009-2011.

Nội dung	Đơn vị	2008	2009F	2010F	2011F
Sản lượng điện sản xuất	Triệu Kwh	859.167	804	900	1037
Sản lượng điện thương phẩm	Triệu Kwh	853.244	797.57	892.80	1,021.45
Tỷ lệ điện tự dùng	%	0.69	0.80	0.80	1.50
Suất sự cố	%	0.19	0.15	0.15	0.22
Tổng doanh thu	Tỷ đồng	584.229	626.83	658.65	737.70
Doanh thu từ sản xuất điện	Tỷ đồng	482.691	490.11	548.63	627.68
Doanh thu từ HĐTC	Tỷ đồng	100.549	136.73	110.03	110.03
Giá vốn hàng bán	Tỷ đồng		219.39	230.53	258.20
Chi phí tài chính	Tỷ đồng	26.545	27.08	27.62	28.17
Chi phí quản lý doanh nghiệp	Tỷ đồng	10.168	10.34	10.52	10.71
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	370.945	370.02	389.98	440.63
Tỷ lệ trả cổ tức	%	18%	18%	20%	20%

Nguồn: TVSI dự báo

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

### Định giá theo kịch bản 1:

Chúng tôi định giá cổ phiếu VSH qua 3 phương pháp P/E, P/B và chiết khấu luồng tiền DCF. Với hai phương pháp so sánh ngang P/E, P/B chúng tôi nhận thấy việc so sánh VSH với các doanh nghiệp đã niêm yết trên sở giao dịch cùng ngành là không hợp lý khi mà có sự chênh lệch nhau khá lớn về quy mô giữa các doanh nghiệp. Vì thế, chúng tôi đã loại bỏ những doanh nghiệp chiếm tỷ trọng nhỏ về quy mô vốn so với toàn ngành. Và lọc ra các cổ phiếu có quy mô tương đương để tính chỉ số ngành, thì sẽ không có sự khác biệt quá lớn về cơ cấu doanh thu cũng như sản lượng điện sản xuất.

MCK	SLCP đang lưu hành	Giá (04/08)	GTVH (tỷ đồng)	BVPS	P/B	Trailing EPS	
						EPS điều chỉnh	P/E điều chỉnh
VSH	137,494,258	35.00	4,812.299	16.46	2.13	2.85	12.29
TBC	72,390,000	27.50	1,990.725	10.88	2.53	2.74	10.05
SJD	29,899,629	16.00	478.394	13.06	1.23	1.60	9.97
KHP	20,890,903	16.70	348.878	11.46	1.46	2.22	7.52
Trung bình					<b>1.74</b>		<b>11.15</b>

Với phương pháp định giá P/E, P/E trung bình ngành đã điều chỉnh ở mức 11.15 lần, P/E của VSH ở mức 12.29 lần cao hơn P/E trung bình ngành. Chúng tôi dự báo giá cho cổ phiếu này vào quý IV năm 2009 là ở mức **48.725** đồng theo phương pháp P/E. Xét trên toàn bộ thị trường thì P/E ngành điện đang ở mức thấp hơn P/E thị trường (P/E thị trường là 13.x lần). Như vậy có thể thấy, ngành điện ở trên thị trường đang được định giá thấp hơn với giá trị thực của ngành. Và nhà đầu tư hiện đang đánh giá cao và quan tâm đến cổ phiếu VSH là do quy mô hoạt động của công ty lớn, tiềm lực tài chính lành mạnh, có nhiều dự án lớn tầm cỡ quốc gia đang được triển khai, hứa hẹn sẽ đem lại lợi nhuận khả quan trong tương lai của doanh nghiệp. Với tiềm năng phát triển ngành điện cao thì mức giá của VSH theo chúng tôi định giá cũng là hợp lý khi mà thị trường nhìn nhận đúng đắn tầm quan trọng của ngành điện.

Mã chứng khoán	Trailing EPS	Dự báo Trailing EPS Q4 2009	Giá hiện tại (4/8/09)	P/E hiện tại	Benchmark P/E	Giá mục tiêu
VSH	2.85	3.333	35	12.29	14.62	48.725

Tương tự, với phương pháp định giá P/B, P/B trung bình ngành đang ở mức 1.74 lần, P/B của VSH là 2.13 lần thì giá cổ phiếu VSH được định giá tại **28.572 đồng**.

### Chiết khấu dòng tiền DCF

Dựa trên các giả định của kịch bản 1, phương pháp này sẽ chiết khấu luồng tiền của doanh nghiệp qua hai giai đoạn. Giai đoạn 1 gồm 10 năm từ năm 2009 –2019 với tốc độ tăng trưởng  $g=15\%$ . Giai đoạn hai bắt đầu từ năm 2019 trở đi, có tốc độ tăng trưởng ổn định  $g=7\%$  năm.

Chỉ một sự thay đổi nhỏ của thời tiết gây ảnh hưởng đến lưu lượng nước cung cấp cho các hồ chứa cũng đủ làm thay đổi cả sản lượng cũng như kết quả kinh doanh của công ty, và tác động đến giá trị cổ phiếu. Vì thế, chi phí vốn cổ phần được xác định tại mức 14.85% với các yếu tố đầu vào như trái phiếu chính phủ dài hạn là 9.75%, mức bù rủi ro 5%.

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Giá trị dòng tiền giai đoạn 1 quy về hiện tại (2009-2019)	3,657 tỷ đồng
Giá trị dòng tiền giai đoạn 2 quy về hiện tại (2019 trở đi)	2,830 tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	6,487 tỷ đồng
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	137,494,258 cổ phiếu
Giá trị cổ phiếu	47,179 VNĐ

Phân tích độ nhạy:

	Discount rate					
47,179	12%	13%	14%	15%	16%	17%
15%	47,178.51	39,645.00	34,386.48	30,513.68	27,540.11	25,179.21
16%	47,178.51	39,645.00	34,386.48	30,513.68	27,540.11	25,179.21
17%	47,178.51	39,645.00	34,386.48	30,513.68	27,540.11	25,179.21
18%	47,178.51	39,645.00	34,386.48	30,513.68	27,540.11	25,179.21
19%	47,178.51	39,645.00	34,386.48	30,513.68	27,540.11	25,179.21
20%	47,178.51	39,645.00	34,386.48	30,513.68	27,540.11	25,179.21

Growth rate

Phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF đo lường giá trị nội tại của doanh nghiệp trong khi phương pháp P/E, P/B lại phụ thuộc vào biến động của ngành.

### Kết luận:

Mỗi nhà đầu tư đều có một mục tiêu riêng cho mình, chúng tôi phân tích dựa trên sự quan tâm của phần lớn các nhà đầu tư ngắn hạn và các quỹ, công ty quản lý quỹ. Do đó, chúng tôi đưa ra nhận định:

Đối với các nhà đầu tư ngắn hạn, thường quan tâm đến chỉ số P/E của ngành thì giá cổ phiếu VSH trong ngắn hạn sẽ ở mức **48,725 đồng**.

Các công ty quản lý quỹ hay các quỹ thường quan tâm đến giá trị nội tại của doanh nghiệp nên thường phương pháp DCF thường được đưa ra để định giá. Và như thế, giá cổ phiếu VSH sẽ đứng tại mức **47,179 đồng** theo phương pháp này.

## Kịch bản 2—Dự Báo Thận Trọng

Trong năm 2009, nền kinh tế vẫn chưa thoát ra khỏi tình trạng suy thoái kinh tế nặng nề của năm 2008 để lại, cộng thêm công ty đang rót vốn đầu tư vào các dự án lớn nên chi phí xây dựng cơ bản cao, vốn vay để đầu tư vào các dự án tăng lên. Thêm vào đó, chúng tôi cũng lo ngại rằng việc điều chỉnh tăng giá bán điện cho EVN không được thông qua và công ty vẫn phải giữ nguyên mức giá bán điện như năm 2008 trong giai đoạn 2009 - 2014. Như thế, giá bán điện trong mùa mưa vẫn ở mức 476 đồng/KWh, và trong mùa khô là 580 đồng/ KWh. Giả định rằng lãi suất cơ bản được điều chỉnh tăng lên khi nền kinh tế đang và đã có dấu hiệu hồi phục khi đó cả lãi suất huy động lẫn lãi suất cho vay ngân hàng đều sẽ được điều chỉnh tăng. Doanh số bán hàng tăng nhờ năng lực sản xuất tăng. Vì thế, kịch bản thứ hai được chúng tôi đưa ra phác họa một bức tranh nghi ngại về tình hình kinh doanh của doanh nghiệp.

### Tổng doanh thu

Như đã phân tích, doanh thu của doanh nghiệp phụ thuộc chủ yếu vào giá và sản lượng bán điện cho EVN. Khi chúng tôi quan ngại về việc thương thảo lại hợp đồng mua bán điện với EVN không thành công thì chính điều này cũng sẽ ảnh hưởng tới doanh thu của toàn công ty. Chúng tôi vẫn hi

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

vọng sản lượng điện sản xuất của công ty vẫn đạt được mức tăng trưởng khá, vì tình hình thời tiết năm nay khá thuận lợi cho việc tích trữ nguồn nước tuy chúng tôi không đánh giá được chính xác lưu lượng nước và tốc độ dòng chảy. Vì vậy, dự kiến VSH sẽ sản xuất được khoảng 790 triệu KWh điện. Theo đó, doanh thu từ việc bán điện sẽ vào khoảng 450.46 tỷ đồng, với giá định sản lượng mùa khô chiếm 5% tổng sản lượng điện sản xuất cả năm. Từ đó, chúng tôi dự báo sản lượng điện năm 2010 và 2011 là 863 triệu KWh và 950 triệu KWh.

### **Giá vốn hàng bán**

Khi chi phí khấu hao vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong giá vốn và mức khấu hao trung bình là 5.2% năm. Dự kiến chi phí bảo dưỡng và sửa chữa cũng sẽ tăng lên 50% so với năm 2008 do công ty cần cải tạo lại cơ sở hạ tầng của hai nhà máy Vĩnh Sơn và Sông Hinh, thay thế một số thiết bị dây truyền công nghệ. Vì công ty cũng đã hoạt động khá lâu trong ngành, thời gian khấu hao cũng gần hết, nên khả năng chi phí giá vốn năm 2009 sẽ tăng khoảng 38% so với 2008, và giữ nguyên mức tăng này trong hai năm tiếp theo.

### **Thu nhập từ hoạt động tài chính**

Ở kịch bản một, chúng tôi mong đợi 3 triệu cổ phiếu PPC do công ty nắm giữ được hưởng mức cổ tức là 1,000 đồng một cổ phiếu, lãi 10% từ việc đóng góp vốn 19.5 tỷ đồng vào công ty du lịch Bình Thuận. Thu nhập từ khoản 500 tỷ EVN là cố định ở mức 85 tỷ, và lãi từ ủy thác đầu tư là 12 tỷ đồng (lợi tức 10%). Trong trường hợp này chúng tôi thận trọng hơn khi quan ngại rằng nhiều doanh nghiệp vẫn chưa thoát ra khỏi nền kinh tế, thị trường chứng khoán vẫn là kênh huy động vốn chứa đựng rủi ro cao. Công ty thận trọng trong các quyết định đầu tư tài chính mặc dù nguồn tiền mặt là khá dồi dào từ việc trích khấu hao tài sản. Do đó, chúng tôi ước doanh thu từ hoạt động tài chính ở mức 114.475 tỷ đồng. Sang năm 2010 thì EVN đã hoàn trả nợ gốc là 500 tỷ nên nguồn thu từ hoạt động này cũng giảm đáng kể, chỉ khoảng 32.475 tỷ do nguồn thu từ lãi cho EVN vay đã không còn nữa. Và số tiền 500 tỷ này chúng tôi cho rằng VSH sẽ đưa vào việc đầu tư các dự án trung và dài hạn.

### **Chi phí lãi vay**

Cũng theo như chúng tôi dự đoán, lãi suất cơ bản trong thời gian tới có thể sẽ tăng lên khi nền kinh tế dần đi vào ổn định, kéo theo lãi suất huy động và lãi suất cho vay cũng tăng theo. Doanh thu tài chính công ty giảm khi mất nguồn lãi từ EVN, và hiện công ty đang đầu tư khá nhiều vào các dự án lớn, nguồn vốn chủ công ty tuy cao nhưng không một doanh nghiệp nào dùng toàn bộ số vốn đó vào đầu tư. Chính vì vậy, VSH cũng phải đi vay tín dụng tại các ngân hàng, chủ yếu là vay từ BIDV chi nhánh Phú Yên. Chi phí lãi vay tăng lên, doanh thu tài chính giảm. Lợi nhuận dự tính trong năm 2009 giảm xuống 326.61 tỷ đồng. Năm 2010, khi nền kinh tế phục hồi, doanh thu cũng tăng, dự án nâng cấp hai hồ A và B Vĩnh Sơn hoàn thành góp phần tăng sản lượng sẽ giúp công ty giảm bớt được gánh nặng chi phí. Dự kiến lợi nhuận 2010 đạt 356.18 tỷ, năm 2011 đạt 377.95 tỷ đồng.

### **Chi phí quản lý doanh nghiệp**

Được giả định tăng 2% trong giai đoạn 2009—2011 so với năm 2008. Vì vậy, chi phí quản lý doanh nghiệp năm 2009 là 10.37 tỷ đồng, năm 2010 là 10.58 tỷ đồng và năm 2011 đạt 10.79 tỷ đồng.

### **Các dự án tăng công suất**

**Trung hạn:** Trong quý III/2009, VSH sẽ tiến hành nâng cấp hai hồ chứa A và B, sau khi việc nâng cấp hồ chứa C và đường vận hành thủy điện Vĩnh Sơn đã hoàn thành trong năm 2008 giúp nâng tổng công suất hàng năm của nhà máy Vĩnh Sơn thêm 78 triệu KWh.. Dự kiến sau khi hoàn thành nâng cấp hai hồ chứa này, sản lượng của VSH sẽ tăng thêm 35 triệu KWh.

**Dài hạn:** Khác với các công ty cùng ngành đã niêm yết khác trên hai sàn. Thủy điện Vĩnh Sơn—Sông Hinh có đủ thực lực tài chính cũng như được thiên nhiên ưu đãi về mặt vị trí địa hình, địa lý để có một loạt các danh mục dự án đầu tư phong phú khi tọa lạc giữa Thác Bà và Sông Cồn với mạng

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

lưới nhánh sông rộng lớn. Tổng công suất các dự án hiện tại là 518 MW, với tổng giá trị đầu tư các dự án này lên tới hơn 6178 tỷ đồng. Hai dự án Vĩnh Sơn 3 và Thượng Kon Tum được xây dựng trong năm 2009 với chi phí đầu tư bằng 2.6 lần tổng tài sản của VSH. Công ty có dự tính phát hành thêm cổ phiếu và trái phiếu trong giai đoạn 2011-2013 (30% tổng chi phí đầu tư) và vay ngân hàng (70% chi phí đầu tư) để có nguồn vốn tài trợ cho hai dự án này. Theo nguồn thông tin chúng tôi được biết thì dự án Vĩnh Sơn 5 có công suất thiết kế 28 MW đã được BIDV tài trợ thêm 500 tỷ đồng.

### Các dự án của VSH

Dự án	Công suất thiết kế (MW)	Sản lượng (triệu KWh)	Vốn đầu tư ước tính (ước tính)	Giai đoạn
Hồ C Vĩnh Sơn	#	78.2	135	2005-2007
Nâng cấp hồ A, B Vĩnh Sơn	#	35	30	Q3/2009 - 2010
Nâng cấp hồ Sông Hình	#	50	70	2010-2011
Thượng Kon Tum	220	1100	5775	2009-2014
Vĩnh Sơn 2	100	365.6	2300	2009-2013
Vĩnh Sơn 3	32	102	660	2009-2011
Vĩnh Sơn 4	18	72	400	2008-2011
Vĩnh Sơn 5	28	98	600	2008-2012
Đồng Cam	120	430	2118	2009-2013

Dựa vào các giả định của kịch bản 2, chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh của VSH trong 3 năm tới như sau:

Nội dung	Đơn vị	2008	2009F	2010F	2011F
Sản lượng điện sản xuất	Triệu Kwh	859.167	790	863	950
Sản lượng điện thương phẩm	Triệu Kwh	853.244	783.68	856.10	935.75
Tỷ lệ điện tự dùng	%	0.69	0.80	0.80	1.50
Suất sự cố	%	0.19	0.15	0.15	0.22
Tổng doanh thu	Tỷ đồng	584.229	587.18	636.10	672.44
Doanh thu từ sản xuất điện	Tỷ đồng	482.691	450.46	526.07	575.02
Doanh thu từ HĐTC	Tỷ đồng	100.549	136.73	110.03	97.43
Giá vốn hàng bán			223.13	241.72	255.53
Chi phí tài chính	Tỷ đồng	26.545	27.08	27.62	28.17
Chi phí quản lý doanh nghiệp	Tỷ đồng	10.168	10.37	10.58	10.79
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	370.945	326.61	356.18	377.95
Tỷ lệ trả cổ tức	%	18%	15%	15%	18%

Nguồn: TVSI dự báo



## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

### Định giá theo kịch bản 2 theo phương pháp DCF:

Dựa theo các giả định của kịch bản 2 và với cách tiếp cận thận trọng về triển vọng ngành cũng như tình hình thời tiết không thuận lợi, cùng với nguồn nước không thể dồi dào mãi, ảnh hưởng trực tiếp đến doanh số của công ty cộng thêm vào đó là tác động của nền kinh tế vĩ mô, vi mô sau khủng hoảng. Chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng của công ty thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh trong giai đoạn 10 năm đầu (2009 –2019) là  $g=10\%$ , và giai đoạn ổn định (từ 2019 trở đi) là ở mức  $g=5\%$ .

Chi phí vốn cổ phần, lãi suất chính phủ dài hạn và mức bù rủi ro không đổi, lần lượt ở mức 14.85%, 9.75% và 5%.

Giá trị dòng tiền giai đoạn 1 quy về hiện tại (2009-2019)	3,657 tỷ đồng
Giá trị dòng tiền giai đoạn 2 quy về hiện tại (2019 trở đi)	2,830 tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	6,487 tỷ đồng
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	137,494,258 cổ phiếu
Giá trị cổ phiếu	47,179 VNĐ

Phân tích độ nhạy

discount rate

30,222	12%	13%	14%	15%	16%	17%
15%	30,221.61	26,740.57	24,086.66	21,993.68	20,296.16	18,886.60
16%	30,221.61	26,740.57	24,086.66	21,993.68	20,296.16	18,886.60
17%	30,221.61	26,740.57	24,086.66	21,993.68	20,296.16	18,886.60
18%	30,221.61	26,740.57	24,086.66	21,993.68	20,296.16	18,886.60
19%	30,221.61	26,740.57	24,086.66	21,993.68	20,296.16	18,886.60
20%	30,221.61	26,740.57	24,086.66	21,993.68	20,296.16	18,886.60

growth rate

Như vậy, theo kết quả định giá của chúng tôi với phương pháp DCF hai giai đoạn thì cổ phiếu của VSH được định giá ở mức **30,222 đồng**

**Phụ Lục**

**Bảng cân đối kế toán**

Đơn vị tính: 1.000 đ

<b>VSH</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>20091</b>	<b>20092</b>
<b>Tổng TS</b>	1,882,745,821	2,458,582,319	2,483,250,341	2,593,416,718	2,543,029,665
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	161,941,308	833,737,183	993,925,785	1,136,285,580	1,114,112,492
Tiền mặt	52,758,690	228,783,515	47,989,060	116,582,200	128,270,005
Đầu tư ngắn hạn	57,740,000	510,685,326	825,685,326	870,685,326	840,685,326
Các khoản phải thu	25,435,391	70,857,213	99,349,591	122,830,697	118,809,544
Hàng tồn kho	25,237,856	23,361,815	20,932,364	25,956,696	26,199,616
Tài sản lưu động khác	769,371	49,314	69,444	230,661	148,000
<b>TS dài hạn</b>	1,720,804,513	1,624,845,136	1,439,324,556	1,457,131,138	1,428,917,173
Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-	0	-
<b>TSCĐ</b>	1,711,905,243	1,614,583,802	1,473,057,271	1,446,019,605	1,417,805,640
TSCĐ hữu hình	1,568,501,312	1,572,542,636	1,421,966,827	1,384,197,070	1,347,021,244
TSCĐ thuê mua TC	-	-	-	0	-
TSCĐ vô hình	-	-	-	0	-
Xây dựng CBDD	143,403,931	42,041,166	56,090,444	61,822,534	70,784,396
Bất động sản đầu tư	-	-	-	0	-
Đầu tư TC Dài hạn	8,517,190	9,812,957	9,968,708	9,812,957	9,812,957
Tài sản dài hạn khác	382,080	448,377	1,298,576	1,298,576	1,298,576
<b>Nguồn vốn</b>	1,882,745,822	2,458,582,319	2,483,250,341	2,593,416,718	2,453,029,665
<b>Nợ phải trả</b>	546,436,502	437,462,566	340,832,602	332,949,989	278,884,552
Nợ ngắn hạn	125,870,823	123,455,234	115,838,469	107,955,856	53,896,584
Nợ dài hạn	420,565,679	314,007,332	224,994,133	224,994,133	224,987,968
Nợ khác	-	-	-	0	-
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	1,336,309,320	2,021,119,753	2,142,417,739	2,260,466,729	2,264,145,113
Vốn chủ sở hữu	1,336,120,848	2,019,782,947	2,141,119,982	2,259,307,879	2,262,765,015
Vốn điều lệ	125,000,000	1,374,942,580	1,374,942,580	1,374,942,580	1,374,942,580
Lợi nhuận chưa phân phối	95,173,848	256,799,799	309,636,834	427,824,731	431,281,867
Các quỹ	188,472	1,336,806	1,297,756	-	1,380,098
<b>Lợi ích của cổ đông thiểu số</b>	-	-	-	1,158,850	-

**Kết quả kinh doanh**

<b>Tổng doanh thu</b>	409,274,295	370,161,500	483,680,051		131,286,236
Doanh thu thuần	409,274,295	370,161,500	483,680,051		131,286,236
Giá vốn hàng bán	166,348,045	168,039,781	177,684,637	138,470,094	46,603,860
<b>Lợi nhuận gộp</b>	242,926,250	202,121,719	305,995,414	138,470,094	84,682,377
Doanh thu từ HĐTC	58,309,538	75,835,030	100,549,005	44,254,482	34,061,710
Chi phí HĐTC	26,014,147	15,980,350	26,545,201	94,215,612	1,509,328
Chi phí lãi vay	19,310,596	-	10,620,291	31,475,758	
Chi phí dự phòng giảm giá CK	-	-		2,280,375	
Lãi lỗ do chênh lệch tỉ giá	-	-		2,280,375	
Chi phí bán hàng	-	-	-		-
Chi phí quản lý doanh nghiệp	4,984,565	7,606,243	10,168,033		1,993,536
<b>Lợi nhuận từ HĐSXKD</b>	270,237,076	254,370,156	369,831,185	0	115,241,223
Lợi nhuận khác	9,318	9,028	375,490	-17,941	64,960
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	270,246,394	254,379,184	370,206,675	0	115,306,183
Thuế TNDN	-	-	738,576	-17,941	-
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	270,246,394	254,379,184	370,945,251	121,069,228.2	115,306,183
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	0	-
<b>LNST công ty mẹ</b>	-	-	370,945,251	121,069,228	115,306,183



---

### **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 Tân Việt (TVSI) 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 TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm 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.

TVSI 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 TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

### **PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ ĐẦU TƯ**

#### ***Phó phòng Phân tích và Đầu tư***

TS Phạm Thị Vân Hà	haptv@tvs.com.vn
--------------------	------------------

#### ***Chuyên viên phân tích***

Phan Hoàng Diệu	dieuph@tvs.com.vn
Trương Trần Dũng	dungtt@tvs.com.vn
Phạm Việt Hùng	hungpv@tvs.com.vn
Võ Lan Phương	phuongvl@tvs.com.vn
Nguyễn Thị Bích	bichnt@tvs.com.vn