

# VSH [PHTT 2,1%] - Tiềm năng tăng trưởng lớn nhưng tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu thấp - Báo cáo lần đầu

**Đinh Thị Thùy Dương**  
Chuyên viên cao cấp

**28/09/2015**

**Các chỉ số chính**

Sở hữu của khối ngoại	27%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	206,2 triệu
Số CP pha loãng hoàn toàn	206,2 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	14.700
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	11.300

**Cơ cấu cổ đông**

EVN Genco 3	31%
SCIC	24%
VIAC Ltd	11%
Hally Sicav	9%
Khác	25%

## CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh (VSH), Phát điện

Giá: 14.400 VND      Giá mục tiêu: 13.700 VND      TL tăng & cổ tức: 2,1%  
Giá trị vốn hóa: 131 tr USD      GTGD/ngày (30 ngày): 0,1 tr USD      Room KN: 22%

Các chỉ số chính	2013A	2014A	2015F	2016F
Doanh thu (tỷ đồng)	284	554	460	493
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS %	68,3%	64,2%	61,7%	63,4%
Tăng trưởng doanh thu	-14,6%	95,5%	-17,1%	7,1%
Tăng trưởng LN trước thuế	-16,2%	79,0%	-25,0%	10,1%
Tăng trưởng EPS (*)	0,0%	34,7%	8,6%	10,1%
PER theo giá thị trường	15,3	8,3	10,5	9,5
PBR theo giá thị trường	1,2	1,1	1,0	1,0
ROE	7,7%	12,8%	9,4%	10,1%
Lợi suất cổ tức theo giá thị trường	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Nợ ròng / Vốn CSH	0,1	0,1	0,2	0,6

Ghi chú: (\*) Tăng trưởng EPS được tính dựa trên lợi nhuận được điều chỉnh, không tính thu nhập bất thường và có khấu trừ khoản trích vào quỹ khen thưởng và phúc lợi (Thông tư 200).

- Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu cho CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh (VSH) với PER mục tiêu 10 lần và định giá 13.700 đồng (tổng mức sinh lời 2,1%) và khuyến nghị **PHÙ HỢP THÌ TRƯỜNG**. VSH sở hữu tài sản thủy điện tốt với tổng công suất 136MW, có hiệu suất sử dụng cao nhất so với các công ty cùng ngành. VSH hiện đang xây dựng dự án Thượng Kom Tum (220MW) để tăng gấp đôi công suất vào năm 2020.

- Triển vọng tỷ lệ sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) ảm đạm khi chưa tới 10% trong vòng 5 năm tới, cũng như rủi ro thua lỗ thêm 600 tỷ đồng đã xóa tan mọi sự hấp dẫn của cổ phiếu VSH.

- Các vấn đề cần theo dõi: chúng tôi sẽ nâng khuyến nghị của VSH bất kỳ khi nào một trong các sự kiện sau diễn ra: 1) Sản lượng cao hơn nhiều so với dự kiến; 2) Lượng điện bán trong thị trường cạnh tranh tăng đáng kể; 3) Tiến độ dự án Thượng Kon Tum tăng tốc.

**VSH là nhà máy thủy điện có hiệu quả nhất được niêm yết, với hiệu suất sử dụng cao nhất, mang lại biên EBITDA và lợi suất cổ tức cao nhất:**

- Hiệu suất sử dụng của VSH cao hơn 30% so với mức tiêu chuẩn của các nhà máy thủy điện và cao hơn 22% so với công ty cùng ngành trong nước. Tương ứng, VSH có biên EBITDA cao nhất so với công ty cùng ngành (79,9% so với 74,5%) và lợi suất cổ tức cao nhất 7,3% so với 5,5%.
- VSH được hưởng lợi nhiều nhất trong thị trường phát điện cạnh tranh (CGM). Giá CGM của VSH cao gấp đôi so với giá bán trong hợp đồng mua bán điện (PPA). Lượng điện bán trong CGM chiếm 17% trong năm 2014 và sẽ tăng lên 30% trong tương lai.
- Dự án Thượng Kon Tum là một trong những nguồn thủy điện tốt còn sót lại ở Việt Nam với tỷ lệ sinh lời cho nhà đầu tư (IRR) đầy hứa hẹn 12,7%, giá trị hiện tại thuần (NPV) 542 tỷ đồng và thời gian hoàn vốn (PBP) 8 năm. Khi đi vào hoạt động, nhà máy sẽ giúp EPS của VSH tăng trưởng với tốc độ hai con số trong 5 năm đầu tiên.

**Tuy nhiên, tỷ suất ROE thấp và rủi ro liên quan đến dự án Thượng Kon Tum khiến VSH kém hấp dẫn:**

- Tỷ suất ROE được dự kiến vẫn ở mức khiêm tốn trong vòng 5 năm tới, trung bình thấp hơn 10% do lượng vốn lớn được sử dụng để phát triển dự án Thượng Kon Tum kể từ năm 2009, và dự án bị trì hoãn trong 5 năm.
- VSH đang chịu rủi ro có thể thua lỗ thêm 600 tỷ đồng do tranh chấp pháp lý với nhà thầu cũ (từ Trung Quốc) tại dự án Thượng Kon Tum.

Vui lòng tham khảo thêm [báo cáo Ngành điện của chúng tôi](#) để biết thêm thông tin.

## Mục lục

Sơ lược về Công ty.....	4
Báo cáo Tài chính.....	5
KQKD theo quý.....	6
Dự báo KQLN.....	7
Tài sản của VSH.....	8
Ban lãnh đạo & Cổ đông.....	9
Miền Trung có lượng mưa lớn nhất.....	10
Lượng điện bán cho CGM đang gia tăng.....	10
Thị trường CGM giúp tăng giá bán trung bình thêm 40%.....	11
VSH có tỷ suất EBITDA tốt nhất trong số các công ty cùng ngành trong nước.....	12
Các dự án thủy điện Thượng Kon Tum.....	13
Một trong số ít các nguồn thủy điện giá trị lớn còn lại tại Việt Nam.....	13
Đây là khoản đầu tư hợp lý dù trì hoãn 5 năm.....	13
Cơ cấu vốn.....	14
Tiến độ thi công hiện nay của Dự án Thượng Kon Tum cho thấy có thể đi vào hoạt động thương mại năm 2020.....	14
Mục tiêu PPA và IRR của dự án.....	15
Tổng kết tình hình hoạt động 6 tháng đầu năm 2015.....	16
Triển vọng lợi nhuận và ROE.....	16
Rủi ro.....	17
VSH có thể mất 600 tỷ đồng nếu thua kiện nhà thầu Trung Quốc.....	17
Rủi ro dự án Thượng Kon Tum tiếp tục bị trì hoãn.....	17
Thời tiết.....	17
So sánh lợi suất cổ tức của VSH và các nhà máy điện khác.....	18
Định giá.....	19
Định giá theo phương pháp P/E.....	19
Định giá theo mô hình chi phí thay thế.....	19
Phương pháp tăng trưởng Gordon.....	19
Phụ lục.....	20

## Hình & Bảng

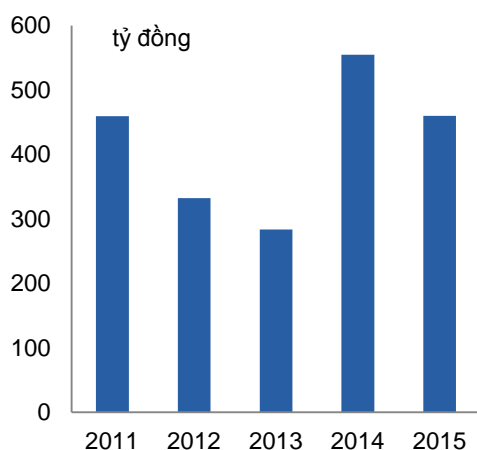
Hình 1: Các nhà máy của VSH đang hoạt động, đang xây dựng hoặc nghiên cứu tính khả thi.....	8
Hình 2: Công suất của các nhà máy thủy điện niêm yết.....	8
Hình 3: Cơ cấu cổ đông của VSH (09/2015).....	9
Hình 4: Hiệu suất sử dụng của VSH so với các nhà máy thủy điện khác.....	10
Hình 5: Sản lượng điện thương mại và sản xuất của VSH.....	11
Hình 6: Giá PPA, CGM và ASP của VSH.....	12
Hình 7: Biên EBITDA của VSH.....	12
Hình 8: Các dự án thủy điện trên sông Sê San.....	13
Hình 9: Đầu tư vào các dự án thủy điện được xây dựng gần đây.....	13
Hình 10: Cơ cấu vốn dự án Thủy điện Thượng Kon Tum.....	14
Hình 11: Kế hoạch thi công mới dự án Thượng Kon Tum.....	15
Hình 12: Khả năng sinh lời của Thượng Kon Tum theo ước tính của VSH và VCSC.....	16
Hình 13: Ước tính doanh thu và LNST của Thủy điện Thượng Kon Tum (tỷ đồng).....	16
Hình 14: Triển vọng 10 năm LNST và ROE của VSH.....	17
Hình 15: So sánh lợi suất cổ tức của VSH và một số công ty thủy điện khác.....	18
Hình 16: Định giá theo phương pháp P/E.....	19
Hình 17: Định giá theo mô hình chi phí thay thế.....	19
Hình 18: Mô hình tăng trưởng Gordon.....	19
Hình 19: Các công ty điện khác trong khu vực.....	20
Hình 20: Một số hình ảnh đập, hầm và nhà máy điện.....	21

## Sơ lược về Công ty

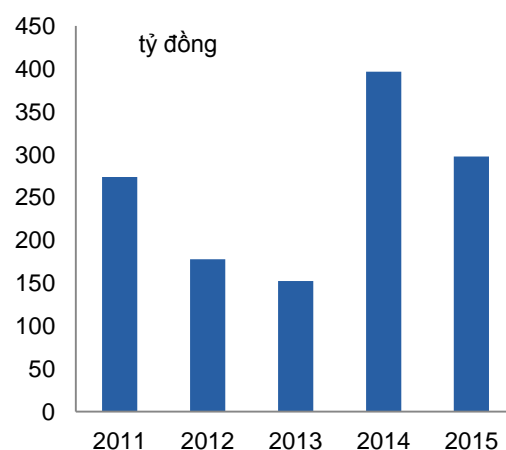
<b>Lĩnh vực kinh doanh</b>	Phát điện
<b>Yếu tố doanh thu chính</b>	Mở rộng công suất và sản lượng
<b>Yếu tố chi phí chính</b>	Chi phí khấu hao
<b>Yếu tố rủi ro chính</b>	Thời tiết và trì hoãn dự án
<b>Các khách hàng chính</b>	Tổng Công ty Mua bán điện (EPTC)
<b>Lãnh đạo</b>	Ông Võ Thành Trung (Chủ tịch HĐQT) & Ông Nguyễn Văn Thanh (CEO)
<b>Địa chỉ</b>	21 Nguyễn Huệ, Quy Nhơn, Bình Định
<b>Website</b>	<a href="http://www.vshpc.evn.com.vn">www.vshpc.evn.com.vn</a>
<b>Email</b>	<a href="mailto:hpp_vshh@evn.com.vn">hpp_vshh@evn.com.vn</a>
<b>Điện thoại</b>	(+84) 56 389 2792

### CÁC CHỈ SỐ CHÍNH

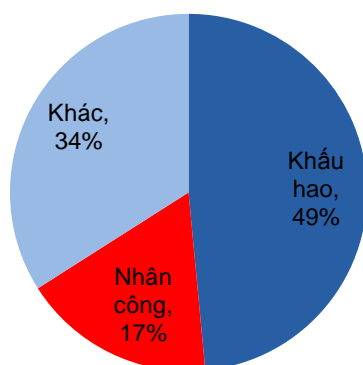
#### Doanh thu



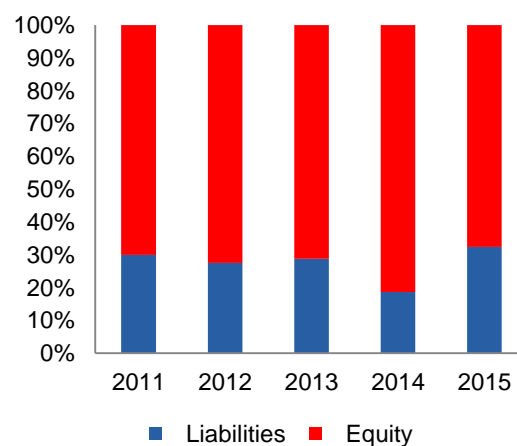
#### Lợi nhuận gộp



#### Cơ cấu chi phí %



#### Cơ cấu vốn %



Nguồn: Báo cáo tài chính gần nhất của VSH

## Báo cáo Tài chính

KQLN	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
Doanh thu thuần	554	460	493
Giá vốn hàng bán	-158	-162	-166
Lợi nhuận gộp	397	298	327
Chi phí bán hàng	0	0	0
Chi phí quản lý DN	-19	-18	-20
LN thuần HĐKD (EBIT)	377	279	307
Thu nhập tài chính	29	23	25
Chi phí tài chính	-6	-5	-4
trong đó, chi phí lãi vay	-3	-5	-4
Lỗ/lãi từ công ty liên kết	1	1	1
Lỗ/lãi thuần khác	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	398	298	329
Thuế TNDN	-42	-15	-16
LNST trước lợi ích CĐTS	356	284	312
Lợi ích CĐTS	0	0	0
<b>LNST trừ LI CĐTS. báo cáo</b>	<b>356</b>	<b>284</b>	<b>312</b>
<b>LNST trừ LI CĐTS. điều chỉnh</b>	<b>258</b>	<b>284</b>	<b>312</b>
EBITDA	454	356	384
EPS cơ bản theo báo cáo, VND	1.727	1.375	1.514
EPS cơ bản điều chỉnh <sup>(1)</sup> , VND	1.251	1.375	1.514
EPS pha loãng <sup>(2)</sup> , VND	1.727	1.375	1.514

TỶ LỆ	2014A	2015F	2016F
<b>Tăng trưởng</b>			
Tăng trưởng LN HĐKD	175,4%	-25,9%	10,0%
Tăng trưởng LN trước thuế	79,0%	-25,0%	10,1%
Tăng trưởng EPS	34,7%	8,6%	10,1%
<b>Khả năng sinh lời</b>			
Biên LN gộp	71,5%	64,7%	66,4%
Biên LN từ HĐKD (EBIT)	68,0%	60,7%	62,4%
Biên EBITDA	81,8%	77,4%	77,9%
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS. điều chỉnh	64,2%	61,7%	63,4%
ROE	12,8%	9,4%	10,1%
ROA	7,1%	7,0%	6,1%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>			
Số ngày tồn kho	83,8	82,8	83,0
Số ngày phải thu	210,4	296,4	195,0
Số ngày phải trả	153,0	182,7	151,4
TG luân chuyển tiền	141,2	196,6	126,5
<b>Thanh khoản</b>			
CS thanh toán hiện hành	1,8	2,0	1,9
CS thanh toán nhanh	1,8	1,9	1,8
CS thanh toán tiền mặt	0,4	1,0	0,9
Nợ/Tài sản	0,1	0,3	0,4
Nợ/Vốn CSH	0,1	0,3	0,4
Nợ ròng/Vốn CSH	0,1	0,2	0,6
Khả năng thanh toán lãi vay	117,8	56,4	69,0

Bảng CĐKT	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
Tiền và tương đương	230	557	521
Đầu tư TC ngắn hạn	32	0	0
Các khoản phải thu	482	265	261
Hàng tồn kho	36	37	38
TS ngắn hạn	207	207	207
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>987</b>	<b>1.066</b>	<b>1.027</b>
TS dài hạn (gộp)	4.762	5.614	7.034
- Khấu hao lũy kế	-2.125	-2.201	-2.278
TS dài hạn (ròng)	2.637	3.413	4.756
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0
TS dài hạn khác	15	15	15
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>2.652</b>	<b>3.428</b>	<b>4.772</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>3.640</b>	<b>4.494</b>	<b>5.799</b>
Phải trả ngắn hạn	94	68	69
Vay nợ ngắn hạn	258	258	258
Nợ ngắn hạn khác	187	209	224
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>540</b>	<b>535</b>	<b>552</b>
Vay và nợ dài hạn	137	919	2.101
Phải trả dài hạn khác	0	0	0
<b>Tổng nợ</b>	<b>677</b>	<b>1.455</b>	<b>2.653</b>
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Vốn điều lệ	2.062	2.062	2.062
Thặng dư vốn CP	6	6	6
Lợi nhuận giữ lại & vốn CSH khác	894	971	1.077
Lợi ích CĐTS	0	0	0
<b>Tổng vốn CSH</b>	<b>2.963</b>	<b>3.040</b>	<b>3.146</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>3.640</b>	<b>4.494</b>	<b>5.799</b>

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>574</b>	<b>230</b>	<b>557</b>
Lợi nhuận sau thuế	359	284	312
Khấu hao	77	77	77
Thay đổi vốn lưu động	-366	211	19
Điều chỉnh khác	10	0	0
<b>Tiền từ HĐKD</b>	<b>80</b>	<b>571</b>	<b>408</b>
Chi mua sắm TSCĐ	77	-852	-1.420
Đầu tư	-32	32	0
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>45</b>	<b>-820</b>	<b>-1.420</b>
Cổ tức đã trả	-45	-206	-206
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-424	782	1.182
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-	-	-
Khác	-	-	-
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-469</b>	<b>576</b>	<b>976</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>-344</b>	<b>327</b>	<b>-36</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>230</b>	<b>557</b>	<b>521</b>

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC. (1) EPS cơ bản điều chỉnh là EPS được điều chỉnh có khấu trừ khoản trích vào quỹ khen thưởng và phúc lợi theo thông tư 200.

## KQKD theo quý

2015F	Q1	Q2	Q3	Q4	Từ đầu năm đến nay	Mục tiêu của công ty	Dự báo của VCSC
Doanh thu, tỷ đồng	127	145	71	118	271	465	460
Mục tiêu LNST, chưa điều chỉnh	80	92	21	90	173	283	284
Mục tiêu LNST, điều chỉnh	80	92	21	90	173	283	284
Biên lợi nhuận gộp	69,7%	69,7%	36,5%	70,3%	69,7%		
Biên lợi nhuận từ hoạt động	66,1%	66,0%	32,5%	65,5%	66,0%		
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS (điều chỉnh)	63,6%	63,8%	29,2%	63,5%	63,7%		
Tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ năm trước	41,0%	0,0%	149,9%	-65,8%	15,7%		
Tăng trưởng LN từ hoạt động so với cùng kỳ năm trước	88,5%	114,5%	n.a	-73,9%	83,6%		
<b>2014</b>							
Doanh thu, tỷ đồng	90	145	28	344	554		
Biên lợi nhuận gộp	53,6%	54,2%	-7,6%	87,3%	71,5%		
Biên lợi nhuận từ hoạt động	49,4%	48,4%	-22,2%	85,9%	68,0%		
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS (điều chỉnh)	53,0%	50,5%	1,7%	81,9%	64,2%		
Tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ năm trước	49,7%	223,6%	-64,9%	250,3%	95,5%		
Tăng trưởng LN từ hoạt động so với cùng kỳ năm trước	76,3%	368,5%	n.a	461,4%	175,4%		

Ghi chú: LNST điều chỉnh = LNST trừ lợi ích cổ đông thiểu số, có khấu trừ quỹ khen thưởng, phúc lợi.

## Dự báo KQLN

	KQ 2014	Dự báo 2015	Tăng trưởng 2015 so với 2014	Ghi chú
Tỷ đồng				
Doanh thu	554	460	-17,1%	Năm 2014, VSH nhận 98 tỷ đồng doanh thu hồi tố; không tính con số này, doanh thu 2015 không biến động nhiều
Lợi nhuận gộp	397	298	-24,9%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị	0	0	0,0%	
Chi phí quản lý	-19	-18	-5,4%	
Lợi nhuận trước thuế	377	279	-25,9%	Kết thúc lợi nhuận hồi tố
Thu nhập từ lãi vay	29	23	-19,3%	Giảm tiền mặt cuối kỳ
Chi phí lãi vay	-6	-5	-10,0%	Giảm tiền mặt cuối kỳ
Lợi nhuận ngoài HĐKD	0	0	0,0%	
Thu nhập từ công ty LDLK	1	1	0,0%	
LN trước thuế	398	298	-25,0%	
LNST	356	284	-20,4%	
LNST sau lợi ích CĐTS chưa điều chỉnh	359	284	-21,0%	Kết thúc lợi nhuận hồi tố
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, đã điều chỉnh</b>	<b>258</b>	<b>284</b>	<b>9,9%</b>	Thuế gia tăng trong năm 2014 được giải thích bên dưới
EBITDA	454	356	-21,6%	
	<b>Thay đổi theo điểm cơ bản</b>			
Biên LN gộp %	71,5%	64,7%	-6,8%	Kết thúc doanh thu & lợi nhuận hồi tố
Chi phí bán hàng và tiếp thị / doanh thu %	0,0%	0,0%	0,0%	
Chi phí quản lý / doanh thu	3,5%	4,0%	0,5%	
Biên EBIT %	68,0%	60,7%	-7,3%	
Biên EBITDA %	81,8%	77,4%	-4,4%	Kết thúc doanh thu & lợi nhuận hồi tố
Biên LNST %	64,2%	61,7%	-2,6%	Lợi nhuận hồi tố làm sai lệch Biên LNST năm 2014
Thuế suất %	10,5%	5,0%	-5,5%	Thuế TNDN thông thường của VSH là 5%, nhưng trong năm 2014 công ty phải trả 18 tỷ đồng nhằm hoàn tất nghĩa vụ trong giai đoạn 2010-2013

## Tài sản của VSH

VSH được thành lập năm 1991 với các tài sản ban đầu của nhà máy Vĩnh Sơn (66MW). Năm 1999, VSH nhận nhà máy thứ hai - Sông Hinh (70MW) từ Tập đoàn Điện lực Quốc gia Việt Nam (EVN). VSH thực hiện cổ phần hóa năm 2005 và niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán TPHCM (HOSE) một năm sau đó.

Vĩnh Sơn và Sông Hinh đều là các nhà máy tốt sử dụng tua-bin và máy phát được sản xuất từ các nước thuộc nhóm G7. Công ty cũng có hồ chứa lớn (132-323 m3) giúp tích nước trong vài tháng. Điều này có ý nghĩa vô cùng to lớn trong bối cảnh tại Việt Nam đang tự do hóa thị trường điện (CGM). VSH có thể tích nước trong mùa khô khi giá CGM tăng cao.

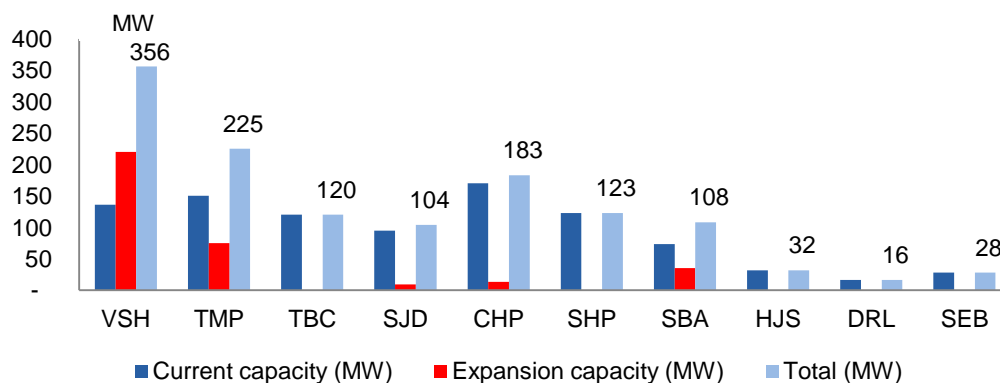
**Hình 1: Các nhà máy của VSH đang hoạt động, đang xây dựng hoặc nghiên cứu khả thi (FS)**

Nhà máy	Công suất (MW)	Sản lượng thiết kế (triệu kWh)	Trên sông/ Tỉnh	Tua-bin	Máy phát	Công suất hồ chứa (triệu m3)	Cột nước (m)
Vĩnh Sơn	66	306	Sông Ba (Bình Định)	N.A.	Pháp	132	588
Sông Hinh	70	370	Sông Hinh (Phú Yên)	Norway	Thụy Điển	323	141
Thượng Kon Tum	220	1,094	SeSan (Kon Tum)	Áo	Áo	103	844
Vĩnh Sơn 2	100	FS	FS	FS	FS	FS	FS
Vĩnh Sơn 3	30	FS	FS	FS	FS	FS	FS

Nguồn: VSH & VCSC

Khi nhà máy Thượng Kon Tum đi vào hoạt động, VSH sẽ trở thành nhà máy thủy điện lớn nhất được niêm yết với tổng công suất 356MW. Ngoài ra, VSH cũng có hai dự án khác, Vĩnh Sơn 2 (100MW) và Vĩnh Sơn 3 (30MW), đang trong quá trình nghiên cứu tính khả thi.

**Hình 2: Công suất của các nhà máy thủy điện niêm yết**



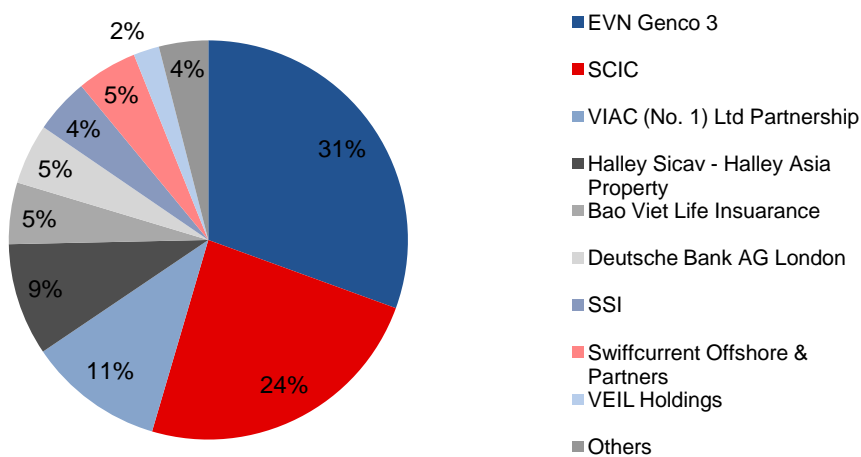
Nguồn: Các nhà máy thủy điện niêm yết & VCSC



## Ban lãnh đạo & Cổ đông

- **Ban lãnh đạo VSH đến từ EVN.** Chủ tịch HĐQT của VSH là người xuất thân từ lĩnh vực kế toán, trong khi Tổng giám đốc (CEO) lại là người rất thành thạo các vấn đề kỹ thuật. Cá nhân 2 vị lãnh đạo này đã cống hiến hơn 20 năm tại VSH và là đại diện của EVN Genco 3 trong HĐQT của VSH.
- **VSH có HĐQT khá độc lập.** HĐQT của công ty bao gồm 5 thành viên 3 trong số này không phải là đại diện của EVN. Ông Trần Mạnh Hữu đại diện cho cổ phần của Tổng Công ty đầu tư vốn nhà nước (SCIC), ông Nguyễn Hồng Sơn đại diện cho VIAC Ltd (một quỹ đầu tư của Oman). Ông Phan Hồng Quân là một thành viên độc lập không có cổ phần trong công ty. Chúng tôi cho rằng bộ máy này một mặt sẽ giúp kiểm soát chi phí của dự án Thượng Kon Tum (việc điều chỉnh vốn đầu tư sẽ chỉ được phê duyệt khi được tất cả các thành viên HĐQT đồng ý); mặt khác giúp VSH có thêm lợi thế thương thảo giá bán trong CGM trong dài hạn. Tuy nhiên, sự kiểm soát của EVN ở thời điểm này vẫn là quan trọng khi họ là người mua điện duy nhất và sở hữu khả năng kinh nghiệm chuyên môn trong quá trình xây dựng nhà máy điện.
- **Các cổ đông của VSH chủ yếu là các nhà đầu tư tổ chức.** Nhà đầu tư cá nhân chỉ chiếm 5% cổ phần. SCIC đã đăng ký bán 49,5 triệu cổ phiếu (24% cổ phần) với giá khởi điểm 18.300 đồng vào tháng 5/2015. Nếu SCIC bán hết thành công toàn bộ cổ phần, VSH sẽ trở thành công ty được tư nhân sở hữu đa số, khi cổ phần của Chính phủ giảm còn 31%.

Hình 3: Cơ cấu cổ đông của VSH (09/2015)



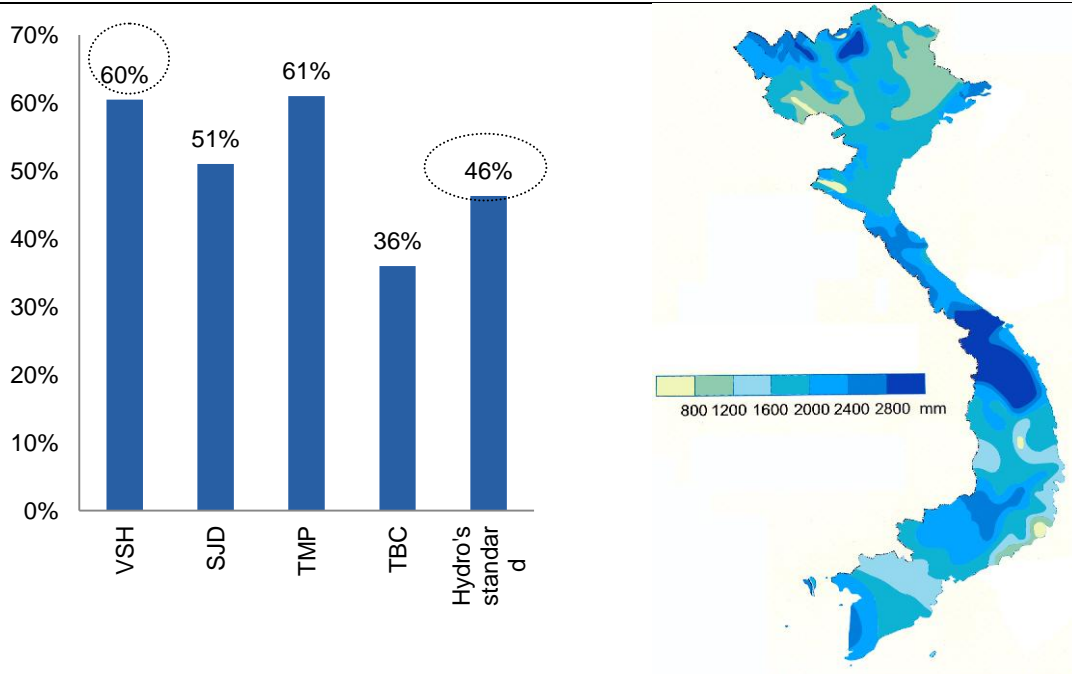
Nguồn VSH & VCSC

## Miền Trung có lượng mưa lớn nhất nước

VSH đã duy trì hiệu suất sử dụng ổn định 60% trong vòng 15 năm qua, cao hơn 30% so với mức trung bình của các nhà máy thủy điện (46%). Điều này là do VSH tọa lạc tại miền Trung Việt Nam nơi có lượng mưa 2.800 mm/năm

Chúng tôi so sánh hiệu suất sử dụng của VSH với các nhà máy điện khác, vốn có các số liệu về hiệu suất sử dụng được cung cấp trong vòng 10-20 năm, chúng tôi nhận thấy rằng hiệu suất sử dụng của VSH vượt cả SJD và TBC, trong khi thấp hơn không đáng kể so với TMP. So sánh với 3 công ty này, hiệu suất sử dụng của VSH cao hơn 22%.

**Hình 4: Hiệu suất sử dụng của VSH so với các nhà máy thủy điện khác**



Nguồn: Các nhà máy thủy điện niêm yết, Trung tâm Dự báo Khí tượng & Thủy văn TW & VCSC

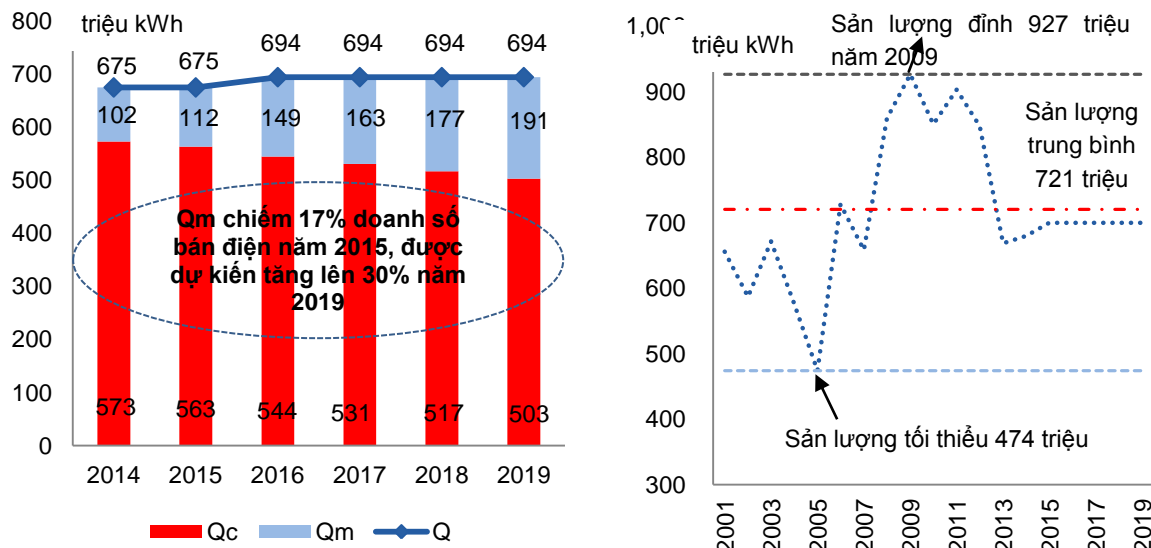
## Lượng điện bán cho CGM đang gia tăng

Theo Ban lãnh đạo công ty, khối lượng điện hợp đồng (Qc) của VSH dự kiến là 563 triệu kWh trong năm 2015, giảm 2% so với năm 2014. Điều này tương ứng với số lượng điện bán cho thị trường CGM (Qm) 112 triệu kWh hoặc 17% sản lượng thương mại. Chúng tôi ước tính lượng điện bán cho CGM sẽ tăng dần mỗi năm để đạt 30% năm 2019. Đáng chú ý, tỷ lệ này vẫn thấp hơn mức trần được đặt ra là 40%, khi chúng tôi cho rằng tự do hóa ngành điện sẽ không diễn ra một sớm một chiều mà sẽ được thực hiện từ từ, giúp Chính phủ có thể kiểm soát lạm phát.

Chúng tôi giả định sản lượng điện thương mại của VSH sẽ đạt 675 triệu kWh trong năm 2015, tương tự năm 2014. Mức giả định này thấp hơn không đáng kể 2% so với kế hoạch của ban lãnh đạo. Số điện trong 6 tháng đầu năm 2015 là 363 triệu kWh, giảm 11% so với cùng kỳ 2014, nhưng ban lãnh đạo công ty cho biết vẫn có thể đạt kế hoạch, đặc biệt là trong quý 4 do quý 3 là mùa thấp điểm nhất của VSH. Tính đến ngày 15/9/2015, sản lượng điện của VSH đạt 467 triệu kWh, đạt 69% dự báo cả năm của chúng tôi.

Từ năm 2016 trở đi, chúng tôi cho rằng lượng điện sẽ trở lại mức trung bình - 694 triệu kWh, quan sát trong 15 hoạt động của VSH. Trong khi chúng tôi kỳ vọng lượng mưa sẽ tăng trở lại trong năm 2016 sau 3 năm hạn hán, thì hiện tượng El Nino năm 2014 (bắt đầu vào năm thứ hai trong 3 năm hạn hán) diễn biến rất phức tạp và có thể kéo dài đến mùa xuân năm 2016. Đây là đợt El Nino khắc nghiệt nhất trong vòng 65 năm qua. Lưu ý, sản lượng điện thương mại thấp hơn khoảng 1% so với sản lượng sản xuất do sử dụng & thất thoát nội bộ.

**Hình 5: Sản lượng điện thương mại và sản xuất của VSH**



Nguồn: VSH & VCSC

### Thị trường CGM giúp tăng giá bán trung bình thêm 40%

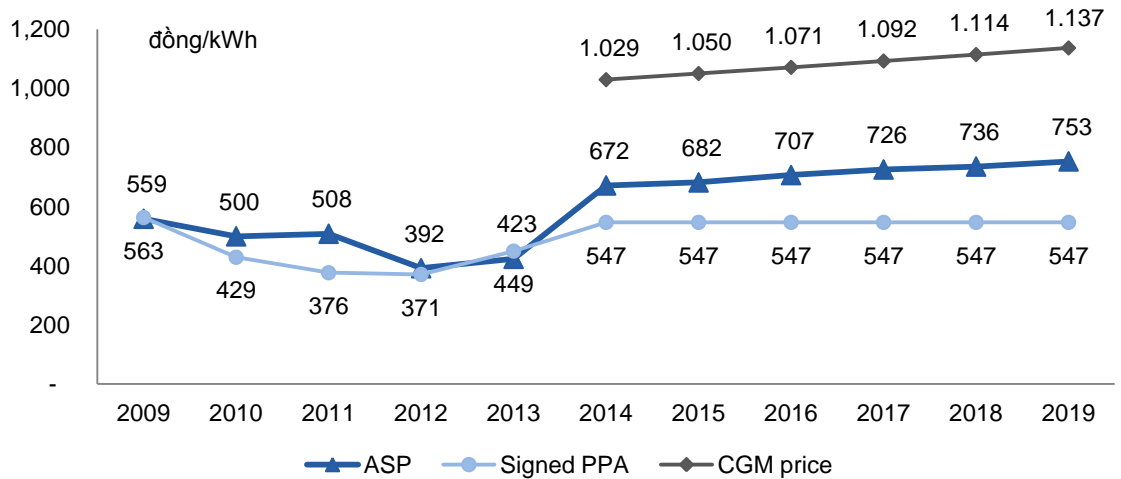
Giá bán trung bình (ASP) của VSH trong năm 2014 đạt 672 đồng/kWh, tăng 40% so với giá trung bình trong 5 năm do hợp đồng PPA mới được ký kết trong tháng 11/2014. Hợp đồng PPA mới này có hiệu lực từ năm 2014 trở đi và chưa có năm đáo hạn cụ thể, cho thấy hợp đồng này có thể kéo dài đến hết vòng đời chu kỳ của dự án (25 năm nữa).

Mức giá ASP cao trong năm 2014 được lý giải là do CGM, dù khi giá PPA (bao gồm cả thuế tài nguyên & phí trồng rừng) được thống nhất là 547 đồng/kWh, giá bán tại CGM gần gấp đôi giá của PPA. Chúng tôi dự kiến giá CGM sẽ tiếp tục tăng thêm 2%/năm, giúp nâng giá ASP dần dần và đạt 753 đồng/kWh, tăng 12% so với giá hiện tại.

Hợp đồng PPA sẽ được thương thảo lại trong trường hợp VSH có dự án nâng cấp lớn hoặc khi Bộ Công Thương phê duyệt sản lượng thiết kế mới của của VSH dựa theo quy định về vận hành hồ chứa trên cùng một dòng sông (Quyết định 1077, ngày 07/07/2014 của Thủ tướng Chính phủ). Theo quy định này, một phần hồ chứa của VSH phải được dành cho mục đích nông nghiệp, sản lượng thiết kế của VSH (đạt 638 triệu kWh ở thời điểm hiện tại) sẽ giảm và khiến giá PPA cao hơn để bù đắp cho khối lượng điện sụt giảm, đảm bảo tỷ lệ sinh lời theo quy định như cũ.

Ngoài ra, VSH cũng công bố đã ký kết chính thức giá điện của giai đoạn 2010-2013. Trước đây, VSH thường phải ghi nhận giá PPA tạm thời mỗi năm, bây giờ giá chính thức thấp hơn giá ghi nhận tạm thời giai đoạn 2010-2012, nhưng cao hơn trong năm 2013. Sau khi tính toán, VSH đã ghi nhận 98 tỷ đồng lợi nhuận hồi tố trong những năm trước.

Hình 6: Giá PPA, CGM và ASP của VSH



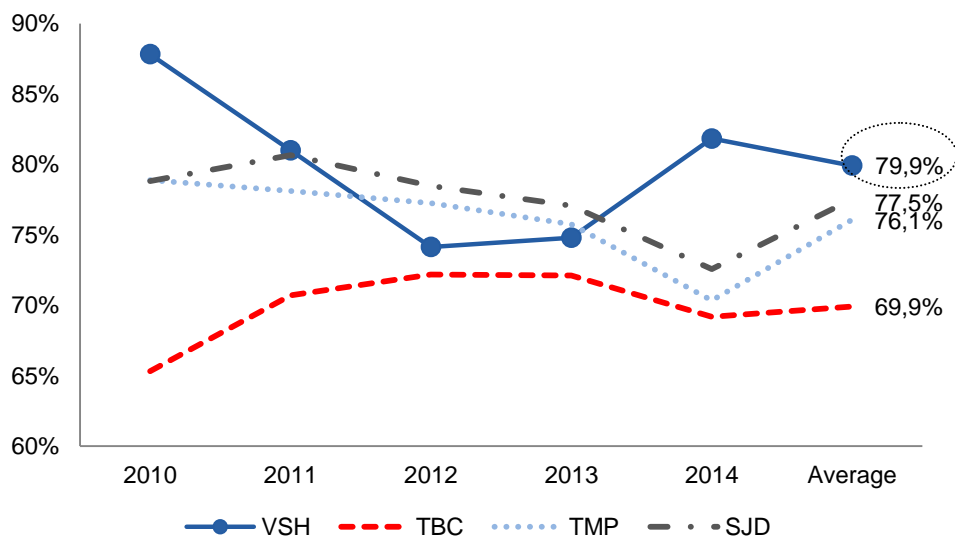
Nguồn: VSH & VCSC

### VSH có tỷ suất EBITDA tốt nhất trong số các công ty cùng ngành trong nước

VSH tạo ra biên EBITDA cao nhất trong vòng 5 năm qua, dù có giá PPA thấp hơn so với các công ty cùng ngành, cũng như phải đối mặt với hợp đồng PPA bị trì hoãn đến tháng 11/2014. Giá PPA của TMP cao hơn 4% so với VSH trong khi giá PPA của TBC và SJD cao hơn 30%-60% so với VSH. Các công ty cùng ngành cũng được có giá điện chính thức mỗi năm, trong khi VSH chỉ nhận được giá điện tạm tính. Giá thấp chủ yếu là do vị thế độc quyền điện của EVN khi mua sản lượng lớn từ VSH, trong khi quá trình thương thảo kéo dài là do ban lãnh đạo độc lập cố gắng mặc cả giá điện với EVN nhưng thất bại.

Tỷ lệ EBITDA cao là do hiệu suất sử dụng cao, cũng như kiểm soát chi phí tốt (chi phí vận hành, chi phí lao động và quản lý).

Hình 7: Biên EBITDA của VSH



Nguồn: Các nhà máy thủy điện niêm yết & VCSC

## Dự án thủy điện Thượng Kon Tum

### Một trong số ít các nguồn thủy điện giá trị lớn còn lại tại Việt Nam

Dự án Thủy điện Thượng Kon Tum hiện đang được phát triển trên sông Sê San, là sông có công suất thủy điện lớn như ba tại Việt Nam (1.768MW). Đến nay, trên sông Sê San đã có năm nhà máy thủy điện được xây dựng, trong đó lali là nhà máy lớn nhất, công suất 720 triệu MW. Thượng Kon Tum là đập cuối cùng được xây dựng trên sông này. Ban lãnh đạo cho biết Thượng Kon Tum có độ cao lý tưởng so với mực nước biển 1.170m, là thuận lợi lớn trong khai thác thủy điện.

Hình 8: Các dự án thủy điện trên sông Sê San



Nguồn: Công ty Thủy điện Ialy và VCSC

### Đây là khoản đầu tư hợp lý dù trì hoãn 5 năm

ĐHCĐ 2015 của VSH đã điều chỉnh ước tính vốn đầu tư vào dự án Thượng Kon Tum lên 7.100 tỷ đồng, tăng 24% so với ước tính trước đó là 5.700 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính vốn đầu tư cho mỗi MW là 32,3 tỷ đồng, hợp lý so với các nhà máy thủy điện được xây dựng tại Việt Nam trong thời gian qua như Đak Đring (24 tỷ đồng), Đa'Mbri (29,2 tỷ đồng), Sông Bung 4 (31,6 tỷ đồng) và Đồng Nai 2 (53 tỷ đồng).

90% lượng vốn bổ sung là chi phí xây dựng; 10% còn lại bao gồm các khoản khác:

- Chi phí xây dựng – tăng 50,7% so với ước tính ban đầu do nhà thầu HydroChina Huadong Engineering Corporation rút lui, thay đổi phương pháp đào hầm dẫn nước cũng như lạm phát.
- Chi phí đền bù đất được điều chỉnh tăng 164% trong khi chi phí điều hành và tư vấn cũng tăng.

Hình 9: Đầu tư vào các dự án thủy điện được xây dựng gần đây

Nhà máy điện	MW	Vốn đầu tư (tỷ VND/MW)	Năm đi vào hoạt động	Nhà đầu tư
Đạ Dâng 2	34	14,7	2010	SHP
Krông H'nhăng	64	23,1	2010	SBA
Srêpôk 4	80	21,7	2010	Điện Đại Hải

A Lưới	170	19,0	2012	CHP
Bá Thước 2	80	18,8	2012	HAGL
Bản Chát	220	41,8	2013	EVN
Hủa Na	180	38,9	2013	Hủa Na (PVN)
Đa M'Bri	75	29,2	2014	SHP
Đồng Nai 2	70	52,9	2014	Thủy điện Trung Nam
Đakđrinh	125	24,0	2014	PVN
Sông Bung 4	156	31,6	2014	EVN
<b>Trung bình</b>	<b>114</b>	<b>28,7</b>		

Nguồn: VSH và VCSC

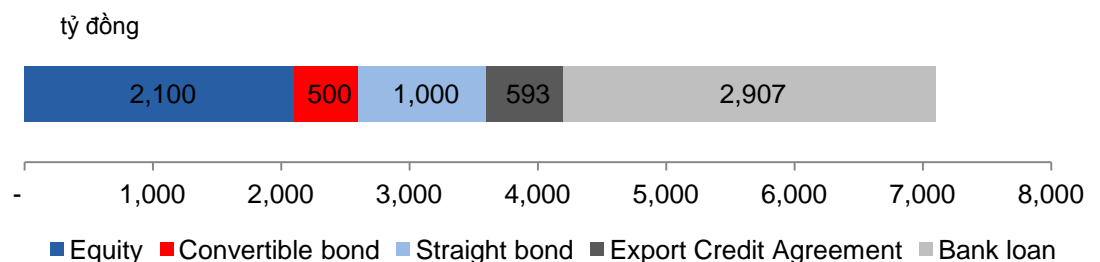
### Cơ cấu vốn

Đến nay, VSH tài trợ dự án bằng vốn chủ sở hữu và tính đến tháng 06/2015, công ty đã chi 2.100 tỷ đồng. VSH dự kiến vốn cho dự án Thượng Kon Tum sẽ gồm 30% là vốn chủ sở hữu và 70% là nợ, nên trong tương lai sẽ cần huy động 500 tỷ đồng thông qua trái phiếu chuyển đổi để duy trì được tỷ lệ này.

Lượng vốn bổ sung bằng vay nợ bao gồm:

- Thứ nhất, VSH đã ký được thỏa thuận tín dụng xuất khẩu 21,1 triệu USD và 3 triệu euro với Raiffeisenlandesbank (Áo) với lãi suất là Libor 6 tháng + 3% để mua turbine và tổ máy của Áo.
- Thứ hai, công ty cần huy động 1.000 tỷ đồng trái phiếu không thu hồi.
- Thứ ba, VCB, BIDV và ACB cam kết cung cấp cho VSH phần vốn còn lại (2.900 tỷ đồng). Tuy nhiên, lãi suất được tính là lãi suất tiết kiệm 12 tháng + 3,5% nên không thuận lợi lắm.

### Hình 10: Cơ cấu vốn dự án Thủy điện Thượng Kon Tum



Nguồn: VSH và VCSC

### Tiến độ thi công hiện nay của Dự án Thượng Kon Tum cho thấy có thể đi vào hoạt động thương mại năm 2020

Dự án Thượng Kon Tum được khởi công năm 2009 nhưng sau 5 năm, VSH chỉ hoàn tất 15% khối lượng công việc. Dự án bao gồm tám hạng mục chính như dưới đây, trong đó hạng mục lớn nhất là đường hầm dẫn nước dài 16.893m xuyên qua địa hình phức tạp. Theo kế hoạch mới, VSH sẽ đưa vào hoạt động Tổ máy 1 trong năm 2018 và Tổ máy 2 trong năm 2019, nên chúng tôi cho rằng dự án sẽ đi vào hoạt động thương mại năm 2020.

**Hình 11: Kế hoạch thi công mới dự án Thượng Kon Tum**

	Hạng mục	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	Đập									
2	Đường hầm (0-5 km)									
3	Cửa lấy nước									
4	Đường hầm (5-15 km)									
5	Nhà máy điện									
6	Đường truyền 220 kV									
7	Tổ máy 1									
8	Tổ máy 2									

Nguồn: VSH & VCSC

Nguyên nhân chính của tình trạng chậm tiến độ là nhà thầu EPC (thiết kế - cung cấp thiết bị công nghệ và thi công xây dựng công trình). Năm 2010, ban lãnh đạo VSH vui mừng thông báo đã ký kết được hợp đồng EPC với giá 2.154 tỷ đồng, thấp hơn 10% so với chi phí dự kiến, với HydroChina Huadong Engineering Corporation và China Railway 18th Bureau Group. Mức giá phía Trung Quốc đưa ra là 77 triệu USD, chỉ bằng một nửa so với giá của các chủ thầu khác (CTCP Tập đoàn Công nghệ CMC, CTCP Cavico Việt Nam Khai thác Mỏ và Xây dựng và CTCP Tư vấn xây dựng điện 3-PECC3).

Các nhà thầu trên không đảm bảo được tiến độ theo cam kết và ngừng thi công ngày 18/07/2014 sau 40 tháng triển khai nhưng chỉ thực hiện được 24% giá trị hợp đồng và 15% khối lượng công việc, trong khi theo cam kết đến tháng 09/2014 phải hoàn tất toàn bộ dự án.

Các doanh nghiệp Trung Quốc trên cho biết không thể tìm được công nhân xây dựng tại địa phương do khó khăn trong thủ tục hành chính, bên cạnh các vấn đề khác như mưa lớn và tranh chấp tại Biển Đông. Ngoài ra, các nhà thầu Trung Quốc còn đòi hỏi thêm 38 triệu USD chi phí bổ sung không bao gồm trong hợp đồng EPC.

ĐHCBĐ 2015 đã kiên quyết chấm dứt tình trạng này và quyết định chọn CTCP Xây dựng 47 (Mã: C47), Robbins (Mỹ) và CTCP Sông Đà 8 để thay thế các nhà thầu trên. Chúng tôi cho rằng có thể tin cậy vào năng lực của các nhà thầu này vì các lý do sau:

- C47 là một công ty xây dựng với bề dày 35 năm kinh nghiệm, trụ sở tại Bình Định, từng thi công một số dự án thủy điện và nhà ở;
- Sông Đà 8 từng thi công dự án Thủy điện Huội Quảng 520 MW và
- Robbins Company là nhà sản xuất hàng đầu thế giới trong lĩnh vực máy móc đào hầm ngầm qua đá với bề dày 60 năm kinh nghiệm.

### Mục tiêu PPA và IRR của dự án

Ban lãnh đạo cho biết giá theo dự thảo hợp đồng mua bán điện (PPA) cho Thượng Kon Tum được đưa ra theo hai kịch bản: 1) 970 đồng (theo nghiên cứu tính khả thi trước đây) và 2) 1.400 đồng (theo Thông tư 41). Tỷ lệ hoàn vốn nội bộ (IRR) của dự án trong từng kịch bản ước đạt lần lượt 13,6% và 20,5%.

Cũng trên cơ sở hợp đồng mua bán điện này, chúng tôi ước tính tỷ lệ hoàn vốn nội bộ sẽ thấp hơn, lần lượt là 10,8% và 16,7%. Lý do khiến khả năng sinh lời thấp hơn là chúng tôi giả định lãi suất cao hơn (10%, còn VSH giả định 8,5%) và mức chiết khấu cao hơn. Đáng chú ý, chúng tôi cũng giả định dự án Thượng Kon Tum sẽ hoạt động với công suất trung bình 57% theo dự kiến, thấp hơn 3% so với Nhà máy Vĩnh Sơn – Sông Hinh trong cùng điều kiện thời tiết và lượng mưa tại khu vực này.

Chúng tôi cho rằng giá theo hợp đồng mua bán điện dành cho Thượng Kon Tum sẽ ở giữa hai mức trên, cụ thể là 1.100 đồng/kWh vì mức 970 đồng quá thấp đối với VSH trong khi 1.400 đồng lại quá cao đối với EVN (chi phí điện tương đương chi phí bán cho các nhà máy nhiệt điện cũ).

Trên cơ sở hợp đồng mua bán điện này, Thượng Kon Tum dự kiến sẽ có giá trị hiện tại ròng (NPV) 542 tỷ đồng và tỷ lệ hoàn vốn nội bộ 12,7%.

#### Hình 12: Khả năng sinh lời của Thượng Kon Tum theo ước tính của VSH và VCSC

Giá (VND/kWh)	970 đồng		1.400 đồng		1.100 đồng
Khả năng sinh lời (%)	Mục tiêu của VSH	Dự báo của VCSC	Mục tiêu của VSH	Dự báo của VCSC	Kịch bản cơ sở của VCSC
Chiết khấu (%)	10,0%	10,5%	10,0%	10,5%	10,5%
NPV (tỷ đồng)	746	75	2.400	1.620	542
IRR (%)	13,6%	10,8%	20,5%	16,7%	12,7%
PBP (năm)	14 năm	14 năm	6 năm	6 năm	8 năm

Nguồn: VSH và VCSC

Chúng tôi ước tính dự án Thượng Kon Tum khi đi vào hoạt động năm 2020 sẽ mang lại 1.192 tỷ đồng doanh thu và 242 tỷ đồng LNST. Lợi nhuận ròng sẽ tăng 14%/năm, lên đến 709 tỷ đồng năm 2029 khi không còn chi phí lãi vay.

#### Hình 13: Ước tính doanh thu và LNST của Thủy điện Thượng Kon Tum (tỷ đồng)

Năm	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>Doanh thu</b>	<b>1.192</b>	<b>1.192</b>	<b>1.192</b>	<b>1.192</b>	<b>1.192</b>	<b>1.192</b>	<b>1.192</b>	<b>1.192</b>	<b>1.192</b>	<b>1.192</b>	<b>1.192</b>
LN trước thuế	667	663	659	655	650	721	720	718	717	716	715
CP lãi vay	(448)	(398)	(348)	(298)	(249)	(199)	(149)	(99)	(50)	(0)	(0)
<b>LNST</b>	<b>242</b>	<b>292</b>	<b>342</b>	<b>392</b>	<b>442</b>	<b>495</b>	<b>549</b>	<b>602</b>	<b>656</b>	<b>709</b>	<b>708</b>

Nguồn: VSH và VCSC

## Tổng kết tình hình hoạt động 6 tháng đầu năm 2015

Doanh thu và LNST 6 tháng đầu năm 2015 của VSH tăng mạnh lần lượt 16% và 84% so với cùng kỳ năm ngoái, dù sản lượng điện bán ra giảm 11%, vì giá bán trung bình tăng 31% từ 572 đồng/kWh lên 747 đồng/kWh (áp dụng hợp đồng mua bán điện trước đây khi ghi nhận). VSH chỉ mới áp dụng hợp đồng mua bán điện mới vào Bảng KQLN từ Quý 4/2014. Đáng chú ý, trong 6 tháng đầu năm 2015, VSH đã thu về 271 tỷ đồng doanh thu và 173 tỷ đồng LNST.

## Triển vọng lợi nhuận và ROE

VSH đề ra mục tiêu sản lượng điện bán ra cả năm 2015 đạt 691 triệu kWh, tăng nhẹ 2,5% so với năm 2014. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy sản lượng điện bán ra 6 tháng đầu năm chỉ đạt 363 triệu kWh, giảm 11% so với cùng kỳ năm ngoái. Do đó, chúng tôi ước tính sản lượng bán ra năm nay đạt 675 triệu kWh, xấp xỉ năm ngoái.

Bất chấp chênh lệch này, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST năm 2015 sẽ không chênh lệch nhiều so với dự báo của Công ty, lần lượt đạt 460 tỷ đồng và 284 tỷ đồng, so với dự báo 465 và 283 tỷ đồng.

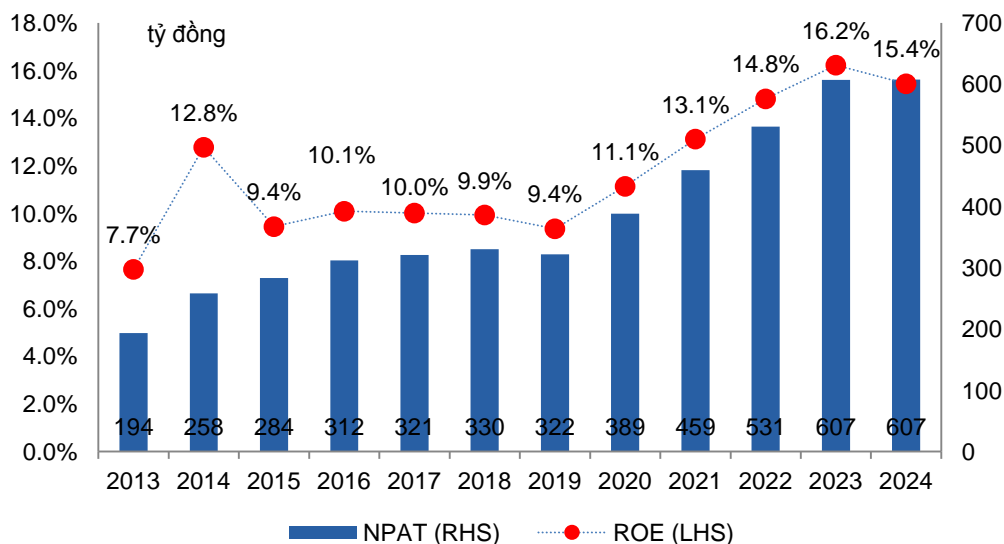
Đối với năm 2016, chúng tôi cho rằng LNST của VSH sẽ tăng 10,1% với sản lượng điện bán ra tăng 3% vì hạn hán đã kéo dài gần ba năm qua và năm 2016 dự báo sẽ trở về chu kỳ tăng. Từ nay trở đi, lợi nhuận của VSH sẽ ổn định trước khi tăng mạnh năm 2020 nhờ nhà máy thủy điện Thượng Kon Tum.

ROE của VSH dự báo sẽ tiếp tục khá thấp trong 5 năm tới, trung bình chưa đến 10%. Dự án Thượng Kon Tum bị trì hoãn khiến ROE của VSH từ năm 2009 giảm mạnh do một lượng lớn vốn chủ sở hữu được dùng để tài trợ dự án cũng như còn ở mức thấp 4 năm tiếp theo trong giai đoạn dự báo của chúng tôi.



Tuy nhiên, một khi đi vào hoạt động, Nhà máy Thủy điện Thượng Kon Tum sẽ giúp VSH đạt tăng trưởng lợi nhuận 2 chữ số trước khi tăng gấp đôi năm 2024, đồng thời giúp ROE tăng lên 14,1% trong 5 năm đầu hoạt động.

**Hình 14: Triển vọng 10 năm LNST và ROE của VSH**



Nguồn: VSH và VCSC

## Rủi ro

### VSH có thể mất 600 tỷ đồng nếu thua kiện nhà thầu Trung Quốc

Tháng 08/2014, các nhà thầu Trung Quốc đã khởi kiện lên Trung tâm Trọng tài Quốc tế Việt Nam (VIAC), yêu cầu bồi thường 1.035 tỷ đồng và 11,9 triệu USD là giá trị hợp đồng. VSH đã kiện ngược lại và đòi bồi thường 1.317 tỷ đồng. Đến nay, VSH đã thanh toán 450 tỷ đồng cho các nhà thầu này dành cho khối lượng công việc đã hoàn tất và còn 50 tỷ đồng đối với lượng công việc chưa được hai bên làm rõ và nhất trí. Đáng chú ý, ngày 29/07/2014, một ngân hàng Trung Quốc đã chuyển 428 tỷ đồng cho VSH (toàn bộ số tiền đảm bảo của ngân hàng đối với việc thực hiện hợp đồng và tạm ứng).

Một thành viên HĐQT của VSH cho biết nếu công ty thua kiện, số tiền bồi thường có thể lên đến 600 tỷ đồng. Trong trường hợp này, chi phí đầu tư cho dự án Thượng Kon Tum sẽ tăng thêm 10% nữa, khiến khả năng sinh lời của dự án giảm.

### Rủi ro dự án Thượng Kon Tum tiếp tục bị trì hoãn

Ban lãnh đạo VSH đề ra mục tiêu thi công trở lại dự án trong vòng 6 tháng kể từ ĐHCĐ hồi tháng tư, nhưng hiện vẫn chưa có thông tin nào về tiến độ dự án. Nếu dự án tiếp tục bị trì hoãn thì có thể kéo thêm chi phí bị vượt ngân sách.

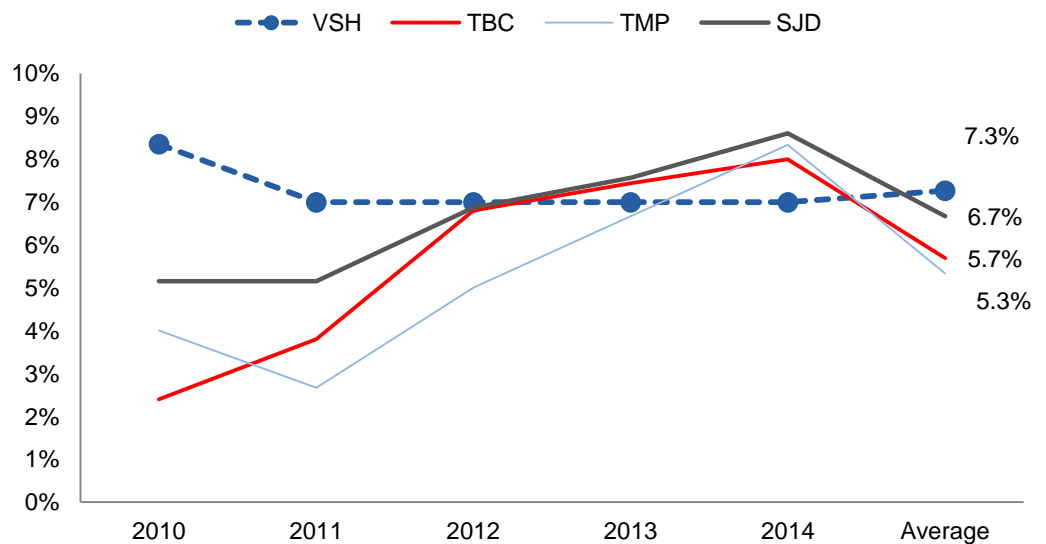
### Thời tiết

Sản lượng điện của VSH phụ thuộc hoàn toàn vào lượng mưa. Năm 2005, sản lượng điện của VSH giảm mạnh xuống 474 triệu kWh, thấp hơn 30% so với trung bình do hạn hán. Các hiện tượng El Nino, La Nina, biến đổi khí hậu và nóng lên toàn cầu v.v. là các rủi ro lớn đối với hoạt động sản xuất điện.

## So sánh lợi suất cổ tức của VSH và các nhà máy điện khác

Tuy vẫn chưa chính thức ký kết hợp đồng mua bán điện với EVN trong các năm 2010-2013, VSH vẫn trả cổ tức bằng tiền mặt 1.000 đồng/cổ phiếu mỗi năm dù việc trả cổ tức bị trì hoãn. Vì giá cổ phiếu thấp, VSH có lợi suất cổ tức cao nhất (trung bình 7,3%) so với các công ty thủy điện khác (trung bình 5,9%), cao hơn cả SJD – là công ty đáng chú ý trong ngành thủy điện nhờ lợi nhuận cao.

Hình 15: So sánh lợi suất cổ tức của VSH và một số công ty thủy điện khác



Nguồn: Các công ty trên và VCSC

## Định giá

### Định giá theo phương pháp P/E

Chúng tôi áp dụng phương pháp P/E đối với VSH vì dòng tiền tự do của VSH trong 5 năm tới sẽ âm do chi phí đầu tư XDCB vào dự án Thương Kon Tum rất lớn.

PER mục tiêu 10 lần (trên cơ sở số liệu PER của các công ty thủy điện khác trong khu vực) cho kết quả giá mục tiêu của VSH là 13.700 đồng (tổng mức sinh lời là +2,1%), với khuyến nghị tương ứng là PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG. Đáng chú ý, kết quả trung bình với hệ số bằng nhau khi áp dụng ba phương pháp (PER, mô hình tăng trưởng Gordon, và chi phí thay thế) cũng cho ra giá mục tiêu tương tự (13.712 đồng).

Phương pháp chi phí thay thế cho kết quả giá trị hợp lý của VSH là 19.031 đồng, có tỷ lệ tăng 32% và cho thấy cổ phiếu VSH rất rẻ so với các nhà máy điện được xây dựng gần đây. Tuy nhiên, khi áp dụng mô hình tăng trưởng Gordon, chúng tôi nhận thấy điều này không dẫn đến giá cổ phiếu cao do cổ tức bị hạn chế tối đa là 1.000 đồng/cổ phiếu. Giá trị hợp lý 8.403 đồng/cổ phiếu mà phương pháp này đưa ra trái ngược so với phương pháp chi phí thay thế.

#### Hình 16: Định giá theo phương pháp P/E

Năm	2015	2016
P/E mục tiêu (lần)	10,0	10,0
EPS (VND/CP)	1.375	1.514
<b>Giá mục tiêu (VND/CP)</b>	<b>13.700</b>	<b>15.100</b>
TL tăng (%)	-4,2%	5,6%
<b>Tổng mức sinh lời (%)</b>	<b>2,1%</b>	<b>11,8%</b>

Nguồn: VSH và VCSC

### Định giá theo mô hình chi phí thay thế

#### Hình 17: Định giá theo mô hình chi phí thay thế

Khoản mục	
Mục tiêu giá trị doanh nghiệp/MW (tỷ đồng)	<b>30</b>
Công suất hiện tại của VSH (MW)	136
Kết quả giá trị doanh nghiệp của VSH (tỷ đồng)	4.080
Nợ và lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	155
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	3.925
Số cổ phiếu	206
<b>Giá trị hợp lý (VND/CP)</b>	<b>19.031</b>
Giá cổ phiếu (VND/CP)	14.400
<b>TL tăng</b>	<b>32%</b>

Nguồn: VSH và VCSC

### Phương pháp tăng trưởng Gordon

#### Hình 18: Mô hình tăng trưởng Gordon

Khoản mục	
Cổ tức bền vững (VND/CP)	1.000
Chi phí Chủ sở hữu (%)	14%
Tăng trưởng liên tục (%)	2%
<b>Giá trị hợp lý (VND/CP)</b>	<b>8.403</b>
Giá cổ phiếu (VND/CP)	14.400
<b>TL tăng (%)</b>	<b>-42%</b>

Nguồn: VSH và VCSC

## Phụ lục

Có 28 công ty tiện ích tại khu vực Châu Á - Thái Bình Dương (các thị trường mới nổi) có thể được phân thành bốn nhóm theo giá trị vốn hóa:

- Giá trị vốn hóa càng thấp, các tỷ số càng mắc. Nhóm đầu tiên giao dịch với P/E 2015 là 10,4 lần và P/B 1,6 lần, trung vị giá trị vốn hóa là 2,2 tỷ USD. Trong khi đó, nhóm thứ ba giao dịch với P/E 2015 là 33 lần và P/B là 3 lần, với trung vị giá trị vốn hóa là 547 triệu USD.
- Nhóm thứ nhất, với giá trị vốn hóa trung bình là 2,7 tỷ USD, ít tập trung vào các mã Trung Quốc hơn, có thể mang lại các sự so sánh có ý nghĩa nhất về chỉ số.
- Nhóm thứ nhất cũng có lợi suất cổ tức và ROE cao nhất, lần lượt là 2,3% và 14,9%.
- Chúng tôi dùng nhóm thứ nhất để định giá P/E cho VSH.

**Hình 19: Các công ty điện khác trong khu vực**

Công ty	Quốc gia	GTVH (triệu USD)	P/E FY15 (lần)	P/E FY14 (lần)	P/B (lần)	EV/EBITDA (lần)	LS cổ tức (%)	ROE (%)
VSH	Việt Nam	131	10,5	8,3	1,0	7,4	7,0	12,8
<b>Nhóm 1</b>								
<b>Trung vị</b>		<b>2.243,9</b>	<b>10,4</b>	<b>12,0</b>	<b>1,6</b>	<b>9,9</b>	<b>2,3</b>	<b>14,9</b>
<b>Trung bình</b>		<b>5.336,1</b>	<b>11,2</b>	<b>55,7</b>	<b>1,8</b>	<b>8,3</b>	<b>2,7</b>	<b>13,3</b>
TENAGA NASIONAL	Malaysia	16.478,1	10,4	10,5	1,5	5,2	2,4	16,0
POWER GRID CORP	Ấn Độ	10.352,6	9,9	13,6	1,8	10,3	1,5	13,8
MANILA ELECTRIC	Philippines	7.241,9	19,5	16,7	4,1	10,0	5,1	23,4
TATA POWER CO	Ấn Độ	2.537,2	12,0	365,6	1,3	8,5	2,1	0,4
K-ELECTRIC LTD	Pakistan	1.950,5	6,2	7,2	2,4	9,9	n.a	20,7
SJVN LTD	Ấn Độ	1.570,4	n.a	6,2	1,0	4,2	4,2	17,4
RELIANCE INFRAS	Ấn Độ	1.351,7	4,1	5,0	0,3	9,9	2,3	6,7
XINJIANG TIANF	Trung Quốc	1.206,3	16,6	20,8	1,6	n.a	1,4	8,0
<b>Nhóm 2</b>								
<b>Trung vị</b>		<b>827,7</b>	<b>15,3</b>	<b>20,7</b>	<b>2,1</b>	<b>6,7</b>	<b>1,6</b>	<b>6,6</b>
<b>Trung bình</b>		<b>873,8</b>	<b>26,7</b>	<b>23,2</b>	<b>1,9</b>	<b>7,8</b>	<b>1,6</b>	<b>5,9</b>
GUANGXI GUIDON	Trung Quốc	1.180,5	91,0	18,1	2,2	n.a	1,8	1,1
TORRENT POWER	Ấn Độ	1.123,2	12,4	20,7	1,1	6,7	1,0	5,6
CESC LTD	Ấn Độ	1.025,7	8,4	33,1	1,1	10,1	1,8	3,4
SHENYANG JINSH	Trung Quốc	856,8	15,3	26,5	2,3	n.a	1,6	16,2
FIRST PHILIP HLD	Philippines	798,5	5,5	5,9	0,6	6,6	3,0	8,8
SICHUAN GUANGA	Trung Quốc	708,1	24,6		3,0	n.a		-8,3
CHONGQING THRE	Trung Quốc	673,3	n.a	20,3	2,0	n.a	1,2	12,5
YUNNAN WENSHAN	Trung Quốc	623,8	29,5	38,0	2,7	n.a	0,8	7,6
<b>Nhóm 3</b>								
<b>Trung vị</b>		<b>547,1</b>	<b>33,0</b>	<b>22,0</b>	<b>3,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,7</b>	<b>6,8</b>
<b>Trung bình</b>		<b>523,1</b>	<b>31,0</b>	<b>29,1</b>	<b>2,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,7</b>	<b>-19,2</b>
HUNAN CHENDIAN	Trung Quốc	608,2	19,5	19,2	1,5	n.a	0,8	8,4
SICHUAN MINGX	Trung Quốc	591,7	n.a	42,8	2,1	n.a	0,4	5,5
SICHUAN MINJ	Trung Quốc	570,9	n.a	22,0	4,1	n.a	0,7	21,5
LESHAN ELEC PO	Trung Quốc	569,1	33,0	n.a	3,8	n.a	n.a	-168,8
SHENZ NANSHAN	Trung Quốc	525,0	n.a	n.a	1,9	n.a	n.a	-23,0
ADANI TRANSMISSI	Ấn Độ	462,3	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
SICHUAN XICHAN	Trung Quốc	440,3	40,7	46,4	3,0	n.a	0,4	6,8
CHONGQING FULI	Trung Quốc	417,4	n.a	15,2	4,2	n.a	1,2	15,1

<b>Nhóm 4</b>								
<b>Trung vị</b>		<b>277,3</b>	<b>6,7</b>	<b>40,4</b>	<b>2,4</b>	<b>26,4</b>	<b>1,4</b>	<b>3,8</b>
<b>Trung bình</b>		<b>264,9</b>	<b>6,7</b>	<b>63,9</b>	<b>2,3</b>	<b>91,2</b>	<b>3,9</b>	<b>8,0</b>
DESCO	Bangladesh	344,2	n.a	40,4	2,4	306,3	0,6	6,1
POWER GRID CO	Bangladesh	279,7	n.a	n.a	0,7	13,0	2,1	-0,1
LIAONING HONGY	Trung Quốc	277,3	n.a	144,7	5,0	n.a	0,2	3,8
KSK ENERGY VENTU	Ấn Độ	220,8	6,4	n.a	0,4	39,8	n.a	-10,5
NISHAT CHUNIAN	Pakistan	202,4	7,0	6,6	2,9	5,5	12,8	40,5

Nguồn: Bloomberg và VCSC

**Hình 20: Một số hình ảnh đập, hầm và nhà máy điện**



Nguồn: VCSC

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đinh Thị Thùy Dương, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Ví dụ, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn)

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+848 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+848 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Giám đốc

Vũ Thanh Tú, +848 3914 3588 ext 105  
[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)

#### Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

##### Trưởng phòng cao cấp

Ngô Hoàng Long, ext 145

Đặng Văn Pháp, CV cao cấp ext 143

Đình Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140

Nguyễn Lê Hoàng Yến, CV cao cấp ext 124

Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116

Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

#### Vĩ mô và Thị trường

Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142

Dương Mỹ Thanh, CV vĩ mô ext 173

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+844 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. HCM  
+848 3914 3588

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

#### Bất động sản, Hàng tiêu dùng

##### Trưởng phòng cao cấp

Anirban Lahiri, ext 130

Hoàng Anh Tuấn, CV cao cấp ext 120

Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147

#### Dầu khí

Nguyễn Đức Tuấn, Trưởng phòng ext 185

Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

Nguyễn Thị Kim Chung, Chuyên viên ext 132

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.  
+848 3914 3588 ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+848 3914 3588 ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

#### Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+848 3914 3588 ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+844 6262 6999 ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.