



## VSH – CTCP THỦY ĐIỆN VĨNH SƠN SÔNG HÌNH (HOSE)

### Quan điểm đầu tư của ARTEX

Hành động <b>Mua</b>	Giá mua <b>17 – 18x</b>	Giá mục tiêu <b>22.000</b>	Chiến lược đầu tư <b>Trung hạn</b>
-------------------------	----------------------------	-------------------------------	---------------------------------------

#### Tổng quan Doanh nghiệp

CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hình đang vận hành Nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn và Nhà máy thủy điện Sông Hình với tổng công suất thiết kế 136MW.

**Ngành: Năng lượng/ Thủy điện**

EVN là người mua duy nhất với sản phẩm điện của VSH theo Hợp đồng Mua bán Điện theo giá 580 VNĐ/Kwh vào mùa khô và 476 VNĐ/Kwh vào mùa mưa. Hợp đồng được thương lượng lại về giá bán từ đầu năm 2009 tuy nhiên tới nay, chưa có thỏa thuận chính thức nào được đưa ra giữa EVN và VSH và công ty đang tạm tính doanh thu trên giá bán bằng 90% giá bán theo hợp đồng cũ.

### Những thống kê chính, 4 quý gần nhất

Giá cao nhất 52 tuần	29.080	Beta	0,91	ROAA	9,61%	Vốn điều lệ (tỷ VND)	2.062,41
Giá thấp nhất 52 tuần	15.500	EPS	1.632	ROAE	10,96%	Cổ đông nhà nước	54,55%
Khối lượng lưu hành	206.241.246	P/E	10,23	Nợ/Vốn CSH	11%	Cổ đông trong nước	21,35%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	3.444	DIV	Na	Giá sổ sách	10.999	Cổ đông nước ngoài	24,10%

### Tiêu điểm đầu tư

Ngành điện luôn là nhóm ngành đầu tư mang tính dài hạn và an toàn vì bản chất đây là hoạt động sản xuất ổn định, tính cạnh tranh thấp và nguồn cung chưa đáp ứng được nhu cầu.

VSH là cổ phiếu có độ rủi ro thấp, tính thanh khoản cao. Hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty tăng trưởng tương đối bền vững.

Trong ngắn hạn, sản lượng và doanh thu của VSH khó có thể có đột biến nhưng trong trung và dài hạn khi các hồ chứa nước, và các dự án xây dựng nhà máy Thượng Kon Tum, Vĩnh Sơn 2&3 hoàn thành sẽ tạo ra sự tăng trưởng rất lớn cho Công ty.

Tuy nhiên, vấn đề thỏa thuận giá bán điện của Công ty cho EVN vẫn chưa kết thúc và kết quả của việc thỏa thuận này sẽ tác động tương đối lớn lên kết quả kinh doanh của VSH.

Hết tháng 10/2009, tổng sản lượng điện sản xuất của công ty đạt 739,3 triệu Kwh, lợi nhuận ròng lũy kế 254,2 tỷ VNĐ.

### Diễn biến giá



## TỔNG QUAN NGÀNH

### Nhu cầu sử dụng điện trong nước ngày càng tăng

Nhu cầu sử dụng điện tại Việt Nam tăng bình quân 15%/năm cho giai đoạn 1995 – 2005 (theo BMI) và dự kiến sẽ tiếp tục giữ đà tăng 16%/năm cho giai đoạn 2006 – 2010 sau đó giảm xuống 11%/năm từ năm 2011 - 2015. Nhu cầu tiêu thụ điện sẽ tiếp tục tăng nhanh trong tương lai nhờ vào nhu cầu điện công nghiệp và điện sinh hoạt.

- Tăng trưởng kinh tế và quá trình công nghiệp hóa, hiện đại hóa làm công nghiệp phát triển nhanh và mạnh trong các năm qua (trung bình giai đoạn 2000 – 2007, giá trị sản xuất công nghiệp tăng 25%/năm, mặc dù tốc độ tăng trưởng giảm xuống 7,6% trong năm 2009 nhưng vẫn tiềm năng sẽ tăng trở lại) đặc biệt là công nghiệp nhẹ, công nghiệp chế biến với xu hướng tự động hóa.
- Sự gia tăng dân số tại thành thị và nhu cầu điện khí hóa nông thôn cùng với mức sống và thu nhập dân cư ngày càng cải thiện.

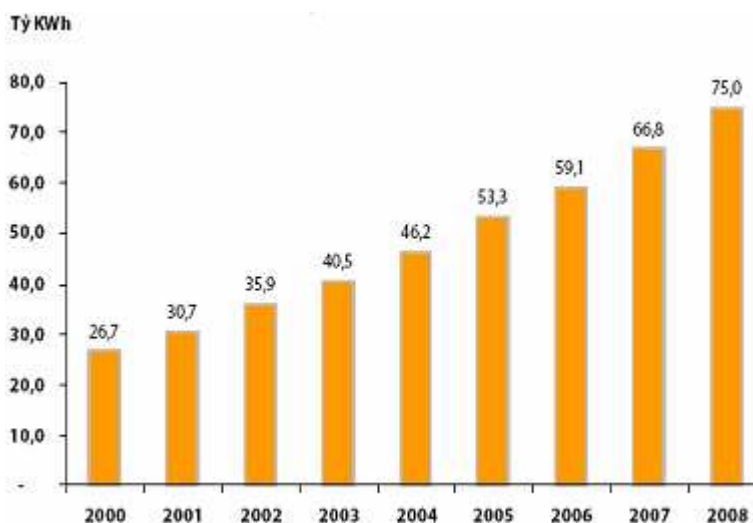
Cuối năm 2008, tổng sản lượng điện tiêu thụ tại Việt Nam khoảng 68,1 tỷ Kwh và BMI dự kiến tới năm 2013, sản lượng điện nền kinh tế cần tối thiểu là 116,8 tỷ Kwh với tốc độ tăng bình quân 10,9%/năm.

### Nguồn cung cấp điện trong nước

Sản lượng điện sản xuất toàn ngành năm 2008 đạt khoảng 75 tỷ Kwh và dự kiến sẽ đạt 115 tỷ Kwh vào năm 2013 và đạt khoảng 228 tỷ Kwh vào năm 2020.

**Sản lượng ngành điện qua các năm**

Đơn vị: tỷ kWh



Nguồn: Tổng cục thống kê

Các nguồn nguyên liệu sản xuất điện ở nước ta bao gồm: sức nước, dầu mỏ, than đá, khí ga và dầu diesel. Theo BMI, thủy điện hiện chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu sản lượng điện (45%), tiếp theo là điện sản xuất từ khí gas (35%) và nhiệt điện than (18%). Dự kiến sau năm 2010, cơ cấu nguồn điện Việt Nam chắc chắn vẫn tiếp tục thay đổi mạnh mẽ và nghiêng hẳn về nhiệt điện, với hàng loạt các dự án nhiệt điện lớn được hoàn chỉnh và đi vào hoạt động.

Tại Việt Nam, điện được cung cấp bởi ba nguồn chính: các nhà máy điện trực thuộc EVN, nhà máy điện độc lập (IPP) và điện nhập khẩu. Theo Bộ Công Nghiệp, hiện nay cả nước có trên 30 nhà máy điện lớn và hàng chục nhà máy điện nhỏ đang tham gia phát điện với tổng công suất toàn hệ thống là 12.000 MW. Trong đó, các nhà máy thuộc EVN chiếm 80% sản lượng điện sản xuất năm 2006, các nhà máy điện độc lập và điện nhập khẩu (chủ yếu nhập từ Trung Quốc với tổng sản lượng điện nhập khẩu 2,3-3 tỷ kWh) cung cấp 20% sản lượng điện còn lại. Tuy nhiên, với nhu cầu điện ngày càng tăng cao, theo EVN năm 2007 nguồn điện của cơ quan này chỉ đủ cung cấp 50% tổng nhu cầu điện toàn quốc và EVN phải mua ngoài và nhập khẩu thêm 50% để đáp ứng đủ nhu cầu điện. Trong năm 2008 EVN ước tính mua ngoài khoảng 50% trong tổng 77 tỷ Kwh điện thương phẩm.

Nằm trong kế hoạch nâng cao công suất thiết kế của ngành điện Việt Nam lên 81GW vào năm 2020, hiện nay có 74 dự án xây dựng nhà máy điện được lên kế hoạch xây dựng, trong đó 48 dự án xây dựng nhà máy thủy điện.

Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, từ 2006 – 2025, ngành điện cần gần 80 tỷ USD vốn đầu tư trong đó 52 tỷ USD là chi phí xây dựng các nhà máy sản xuất điện và còn lại để xây dựng hệ thống truyền tải và phân phối điện.

## **Hệ thống phân phối điện**

Hệ thống truyền tải và phân phối điện tại Việt Nam do EVN độc quyền nắm giữ. EVN đóng vai trò là người mua điện duy nhất từ các nhà máy phát điện sau đó phân phối điện đến người tiêu dùng thông qua hệ thống truyền tải và phân phối điện của mình. Mạng lưới phân phối điện gồm 3 cấp: 500 kV, 220 kV và 110 kV.

Do điện là nguồn năng lượng tối quan trọng đối với an ninh quốc gia nên việc nhà nước nắm giữ độc quyền trong phân phối điện vì nhà nước có thể kiểm soát, điều độ được nguồn điện, đảm bảo an toàn cho sinh hoạt, sản xuất và an ninh quốc phòng. Giá bán điện của EVN cho người tiêu dùng sẽ do nhà nước quản lý với sự tư vấn của Bộ kế hoạch đầu tư.

Tuy nhiên việc độc quyền trong phân phối điện cũng có những bất lợi như thực trạng quản lý mạng lưới phân phối điện kém hiệu quả, gây thất thoát điện. Hiện nay EVN đang phải đối mặt với việc thất thoát điện khá cao (11,19% năm 2005; 11,05% năm 2006 và 10,5% năm 2007). Nguyên nhân chính của việc thất thoát điện là hệ thống phân phối điện của EVN còn nhiều lưới điện cũ nát, kém chất lượng, đặc biệt là lưới điện trung, hạ áp được các công ty điện lực tiếp nhận từ các địa phương để bán điện trực tiếp đến các hộ gia đình. Bên cạnh đó, thất thoát điện cũng do nhiều nguyên nhân khác ít nhiều liên quan đến công tác quản lý như: chất lượng điện kém, nhiều mô hình quản lý và kinh doanh chưa phù hợp (gây thất thoát điện dưới dạng lầy cấp điện, dùng điện qua các công tơ ưu tiên..).

Để giảm tổn thất điện năng xuống còn 8% năm 2010 theo yêu cầu của Chính Phủ và nâng cao khả năng cung cấp điện, EVN đề ra kế hoạch phát triển lưới điện phân phối của mình. Theo đó, từ nay đến năm 2010, Tập đoàn sẽ xây dựng thêm 282.714 km đường dây trung và hạ áp (tăng 183% so với khối lượng hiện nay) và 19010 MVA công suất máy biến áp phân phối (tăng 78,9%) so với hiện nay). Bên cạnh đó hệ thống truyền tải cũng được nâng cấp và mở rộng để tăng cường lượng cung điện cho người sử dụng. Trong tình trạng lưới điện của EVN đang xuống cấp như hiện nay, việc đầu tư và nâng cấp một cách đồng bộ hệ thống lưới điện từ đường dây truyền tải và các trạm truyền dẫn của EVN là điều rất cần thiết. Với chiến lược này EVN hy vọng có thể giảm thiểu tối đa việc thất thoát điện, tránh lãng phí cho nền kinh tế.

## **Phân tích ngành-Mô hình 5 áp lực của Porter.**

*Chúng tôi sử dụng mô hình năm áp lực của Porter “Porter’s Five forces” để phân tích ngành điện Việt Nam. Theo mô hình này, các doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh trong ngành điện sẽ chịu ảnh hưởng của 5 lực lượng: Đối thủ cạnh tranh tiềm năng, nhà cung cấp, người mua, sản phẩm thay thế và mức độ cạnh tranh giữa các đối thủ đang hoạt động trong ngành.*

### **Áp lực từ sản phẩm thay thế (Thấp)**

Điện là nguồn năng lượng thiết yếu cho sản xuất và sinh hoạt do đó gần như không có sản phẩm thay thế. Các sản phẩm năng lượng khác như dầu, gas v.v. đều là những nguồn nguyên liệu khai thác từ thiên nhiên có trữ lượng hữu hạn. Do vậy áp lực từ sản phẩm thay thế đối với điện gần như không có.

### **Áp lực cạnh tranh từ đối thủ tiềm ẩn (Thấp)**

Ở Việt Nam, khả năng gia nhập ngành điện của các đối thủ cạnh tranh tiềm ẩn là không cao do rào cản về chính sách, những khó khăn và rủi ro trong công tác xây dựng và vận hành các nhà máy điện. Luật Điện lực (2004), điều 4 khoản 2 nêu rõ “Nhà nước độc quyền trong truyền tải, điều độ hệ thống điện quốc gia, xây dựng và vận hành các nhà máy điện lớn có ý nghĩa đặc biệt quan trọng về kinh tế-xã hội, quốc phòng, an ninh”. Trên thực tế, phần lớn các nhà máy sản xuất điện đều trực thuộc Tập đoàn điện lực Việt Nam. Hiện nay, ngoài các dự án IPP lớn đã hoàn thành như Tổ Hợp nhà máy điện Phú Mỹ, còn rất nhiều dự án nhà máy điện kêu gọi đầu tư nước ngoài thông qua hình thức IPP và BOT. Tuy nhiên, có nhiều ý kiến cho rằng, các nhà đầu tư nước ngoài không mặn mà lắm với các dự án IPP và BOT do EVN độc quyền về phân phối điện nên khi xây dựng các nhà máy điện, chủ đầu tư cần phải đạt được thoả thuận với EVN về sản lượng điện mua, giá điện mua nếu không điện sản xuất ra sẽ không có nơi tiêu thụ.

Bên cạnh đó, việc xây dựng các nhà máy điện đòi hỏi mức đầu tư lớn, thời gian xây dựng lâu, yêu cầu trình độ kỹ thuật cao và rủi ro lớn trong công tác vận hành. Đối với nhà máy nhiệt điện, chi phí xây dựng lên đến hàng trăm triệu USD và thời gian xây dựng khoảng 2-3 năm. Việc vận hành các nhà máy thủy điện phụ thuộc rất nhiều vào điều kiện tự nhiên và việc bảo dưỡng các thiết bị trong nhà máy thủy điện rất tốn kém. Bên cạnh những khó khăn kể trên, do đặc trưng của ngành điện là sử dụng tài nguyên thiên nhiên nên các nhà máy điện phụ thuộc rất lớn vào nguyên vật liệu đầu vào. Với

việc cung cấp các tài nguyên như than, ga và dầu khí do nhà nước quy định, các doanh nghiệp ngoài quốc doanh và các doanh nghiệp giới hạn về nguồn lực tài chính rất khó tìm được chỗ đứng trên thị trường.

Như vậy, theo phân tích ở trên khả năng thâm nhập thị trường điện từ các doanh nghiệp ngoài quốc doanh và có quy mô nhỏ là rất thấp. Cơ hội dành lại cho các doanh nghiệp trong nước có tiềm lực tài chính lớn, đặc biệt là EVN với vai trò là người dẫn đầu trong ngành điện. Tuy nhiên với nhu cầu điện tăng một cách chóng mặt (15-16%/năm từ nay đến 2010 và 11% giai đoạn 2011-2015), việc gia nhập của các nhà máy điện mới không thực sự là một nguy cơ đe dọa đối với các nhà máy điện sẵn có.

### **Áp lực từ nhà cung cấp (Trung bình)**

Hai nhà cung cấp lớn cho ngành điện là Tập đoàn Than-Khoáng sản Việt Nam và Công ty khí Việt nam (PVGC). 2 nhà cung cấp này bán nguyên liệu cho các doanh nghiệp sản xuất điện theo giá bán mà chính phủ quy định. Vừa qua, Tập đoàn Công nghiệp Than Khoáng Sản Việt Nam (TKV) đã có văn bản gửi Bộ Tài chính và Bộ Công Thương đề nghị tăng giá bán than cho EVN kể từ tháng 1/2010, với mức giá đề xuất mới được tính bằng mức giá than xuất khẩu trừ 10%. Theo lộ trình của Chính phủ, cụ thể trong thông báo 244/TB-VPCP của Văn phòng Chính phủ ngày 11/8/2009, giá than bán cho các nhu cầu tiêu thụ trong nước (trừ giá điện) sẽ thấp hơn giá than xuất khẩu tối đa là 10%. Đối với ngành điện, giá than bán cho điện phải đảm bảo đến năm 2010 phải được thực hiện theo cơ chế thị trường.

Tuy nhiên, đến thời điểm hiện nay, giá bán điện vẫn chưa được thực hiện theo cơ chế giá thị trường (do chưa có thị trường phát điện cạnh tranh) nên việc tăng giá than cho điện là không thể tránh khỏi nhưng sẽ diễn ra từ từ cho đến cuối năm 2010.

Đối với các nhà máy điện độc lập ngoài EVN (IPP), các nhà đầu tư thường thuộc các bên khai thác và phát triển khí do đó các nhà máy điện này có những thuận lợi về nguồn cung nguyên liệu. Như vậy, do việc cung cấp nguyên liệu được chính phủ quy định và sự tham gia đầu tư trực tiếp của nhà cung cấp đối với các nhà máy sản xuất điện, áp lực từ nhà cung cấp đối với ngành điện ở Việt Nam là không đáng kể.

### **Áp lực từ người mua (Thấp)**

Người mua đối với sản phẩm điện gồm: Nhà phân phối và người tiêu dùng cuối cùng. Hiện nay EVN là người mua và nhà phân phối duy nhất trong ngành điện nên EVN có áp lực lớn đối với các nhà máy điện thuộc EVN và các nhà máy điện tư nhân nhỏ. Giá mua điện từ các nhà máy IPP cao hơn các nhà máy thuộc EVN. Tuy nhiên các nhà máy điện IPP chỉ có thể bán giá cao với EVN trong trường hợp EVN không đủ khả năng cung cấp điện cho cả nước. Trong khi EVN luôn lấy việc giảm sản lượng điện mua ngoài làm chỉ tiêu phấn đấu, thì việc EVN độc quyền trong việc mua điện và phân phối điện dĩ nhiên cũng gây áp lực đối với cả các nhà máy điện độc lập IPP.

Trái ngược với quyền lực gần như tuyệt đối của EVN, người tiêu dùng điện cuối cùng là người dân, các nhà máy sản xuất, xí nghiệp và doanh nghiệp lại không có sức ép nào lên ngành điện. Nguyên nhân là do giá điện bán lẻ đã được nhà nước quy định cụ thể.

### **Cạnh tranh trong nội bộ ngành (Thấp)**

Đặc trưng của ngành điện Việt Nam là độc quyền nhà nước hơn nữa cung luôn không đủ đáp ứng cầu nên cạnh tranh trong ngành điện tương đối thấp. Nhằm nâng cao tính cạnh tranh giữa các nhà máy điện, bắt đầu từ ngày 1/1/2007, Việt Nam chính thức triển khai thị trường cạnh tranh nguồn (thị trường người mua duy nhất) thí điểm nội bộ.

Về lý thuyết, mô hình người mua duy nhất nhằm nâng cao tính cạnh tranh giữa các nhà máy phát điện khi nhiều người bán phải cạnh tranh nhau để bán cho một người mua duy nhất. Tuy nhiên, tại Việt nam thị trường này mới được thực hiện trong nội bộ EVN khi các nhà máy điện và đơn vị mua đều thuộc sở hữu của EVN. Do đó, mô hình này sẽ không thực sự hiệu quả trong việc tạo ra áp lực cạnh tranh trong bản thân nội bộ của EVN. Hơn nữa, do người mua duy nhất thuộc EVN nên dễ gây ra cạnh tranh bất bình đẳng giữa các nhà máy phát điện độc lập ngoài EVN và các nhà máy do EVN sở hữu.

Chính phủ vẫn chủ trương giao cho EVN là người mua điện duy nhất và sẽ không thành lập công ty cổ phần mua bán điện độc lập sau năm 2010 theo lộ trình phát triển ngành điện của Bộ Công nghiệp.

### **Triển vọng phát triển ngành điện**

Mặc dù tốc độ tăng trưởng GDP 2009 và dự báo 2010 của Việt Nam không khả quan như những năm trước và các doanh nghiệp và người dân đều thực hiện tiết kiệm, hạn chế sản xuất và tiêu dùng trong bối cảnh nền kinh tế thế giới đang suy thoái và được dự báo cần thời gian để hồi phục, theo chúng tôi nhu cầu về điện vẫn không ngừng tăng mạnh trong năm tiếp theo cũng như các công ty trong ngành sẽ phải chịu ít áp lực do cung vẫn chưa đáp ứng được cầu.



Theo Bộ Công Thương, sản lượng điện sản xuất và mua ngoài năm 2009 dự kiến đạt 86 tỷ Kwh. Trong khi đó, sản lượng điện thương phẩm đạt 77,1 tỷ kWh, tăng 14,5% so với kế hoạch 2008.

Hiện nay, hàng loạt dự án điện đang được thực hiện. Theo EVN, đến cuối năm 2009 sẽ có khoảng 10 nhà máy điện đi vào hoạt động với công suất 3.000 MW và 16 nhà máy điện IPP sẽ được đưa vào hoạt động với tổng công suất 282 MW, nâng tổng công suất của toàn hệ thống lên trên 15.000 MW. Bên cạnh đó, Chính phủ đã chỉ đạo EVN xúc tiến nhanh tiến độ của một số dự án điện lớn nhờ đó có thể cung cấp điện kịp thời vào năm sau. Nhiều tổ máy nhiệt điện hiện cũng đang lần lượt được sửa chữa, bảo dưỡng để phục vụ cho mùa khô năm 2009.

Gần đây, Tập đoàn Công nghiệp Than Khoáng Sản Việt Nam (TKV) đã có văn bản gửi Bộ Tài chính và Bộ Công Thương đề nghị tăng giá bán than cho EVN kể từ tháng 1/2010, với mức giá đề xuất mới được tính bằng mức giá than xuất khẩu trừ 10%. So với giá bán trước đó thì đây là một mức tăng đáng kể (than cám 4, cám 5 tăng trên 100%), và điều này sẽ có ảnh hưởng đến ngành điện. Đối với ngành điện, Tập đoàn điện lực (EVN) sẽ chịu ảnh hưởng nhiều nhất của việc tăng giá này, trong khi các công ty nhiệt điện than với giá bán điện cho EVN tự động điều chỉnh sẽ không chịu ảnh hưởng nhiều. Do vậy, những nhà máy nhiệt điện đang phải đối mặt với thách thức giá đầu vào tăng trong khi giá điện đầu ra do EVN quy định. Lộ trình tăng giá điện vẫn chưa được thống nhất, song EVN đã đề xuất giá điện bình quân năm 2009 sẽ là 1.017 đồng/kWh; năm 2010 đến 2011 là 1.088 đồng/kWh và năm 2012 là 1.146 đồng/kWh. Như vậy, so với mức tăng giá gần nhất (từ 1-1-2007, chỉ tăng trung bình 7,6%) thì lần này mức tăng lên gấp đôi (khoảng 16%). Ngoài ra, EVN còn đề xuất sẽ điều chỉnh giá điện theo các yếu tố hình thành giá như nhiên liệu, tỷ giá hối đoái, lạm phát, v.v.,

Bất chấp những yếu kém & thất thoát trong quản lý, ngành điện vẫn là một ngành cơ yếu của đất nước. Và trong tình hình kinh tế có nhiều bất ổn thì việc đầu tư vào ngành điện vẫn được coi là an toàn và mang lại lợi nhuận tốt.

## **PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP**

### **1. TỔNG QUAN**

#### ***Lịch sử hình thành***

Công ty cổ phần Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh tiền thân là Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn trực thuộc Công ty Điện lực III, khởi công xây dựng ngày 15/09/1991, đưa vào vận hành ngày 04/12/1994. Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn có công suất 66MW, sản lượng điện hàng năm 230 triệu KWh và là nhà máy có quy mô lớn đầu tiên ở khu vực miền Trung và Tây Nguyên.

Năm 1999, Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn được giao nhiệm vụ quản lý và vận hành dự án Nhà máy Thủy điện Sông Hinh. Tháng 7 năm 2000, Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn đổi tên thành Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh.

Ngày 04/05/2005, Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh chuyển thành Công ty cổ phần Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh.

Ngày 14/07/2005, VSH được cấp giấy phép giao dịch trên TTGDCK Hà Nội. Sau đó, VSH chuyển sang giao dịch tại Sở GDCK Hồ Chí Minh từ ngày 18/07/2006.

#### ***Sản phẩm***

99% doanh thu của Công ty đến từ bán điện. Công ty sản xuất tại 2 nhà máy là nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn và nhà máy Thủy điện Sông Hinh. Nhà máy thủy điện Sông Hinh tuy sáp nhập vào sau (năm 2000) nhưng chiếm tỷ trọng lớn hơn trong tổng sản lượng điện sản xuất. Năm 2008, hồ C thuộc nhà máy Vĩnh Sơn được hoàn thành đã nâng công suất thêm 75 triệu Kwh.

Đặc thù của nhà máy thủy điện là phụ thuộc nhiều vào nguồn nguyên liệu thiên nhiên là sức nước. Vì vậy sản lượng điện phát ra và kết quả sản xuất kinh doanh của Công ty chủ yếu bị ảnh hưởng trực tiếp bởi điều kiện thời tiết hàng năm và các mùa trong năm. Tuy nhiên, năm 2008, 2009 thời tiết thuận lợi, công ty có điều kiện vượt kế hoạch về sản lượng điện thương phẩm cho năm 2008 cũng như năm 2009.

#### ***Thị phần***

Trong năm 2008, thị phần điện thương phẩm của VSH chiếm 1,3% tổng lượng điện thương phẩm của EVN và 1% công suất phát điện của cả nước. Tuy nhiên, thị phần của VSH sẽ giảm dần do VSH đã hoạt động hết công suất trong khi tăng trưởng tiêu thụ điện dự báo vẫn ở mức 15%/năm. Trong năm 2009, Theo EVN sẽ có khoảng 10 nhà máy điện đi vào hoạt động, đó là các dự án thủy điện Buôn Kuốp, A Vương, Pleikrông, sông Ba Hạ, tổ máy số 3 thủy điện Tuyên Quang, cùng các dự án nhiệt điện Nhơn Trạch 1, Sơn Động v.v. với công suất 3.000 MW, nâng tổng công suất của toàn hệ thống lên trên 15.000 MW, tăng 25%.

## 2. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG

### **Sản lượng và doanh thu bán điện giảm bớt phụ thuộc vào điều kiện tự nhiên**

Doanh thu bán điện phụ thuộc vào sự biến động về sản lượng điện và giá bán điện thỏa thuận giữa VSH và EVN – người mua duy nhất. Những năm tiếp theo, sản lượng điện sẽ tăng dần do sự bổ sung từ việc cải tạo các hồ chứa nước. Cụ thể, từ năm 2010, hồ A cung cấp thêm 35 triệu Kwh, sang năm 2011, hồ Sông Hình cấp thêm 60 triệu Kwh và nâng tổng công suất thiết kế của VSH lên 850 triệu Kwh/năm. Vì vậy, từ năm 2011, lượng điện thương phẩm của VSH sẽ ổn định ở mức 771 kwh/năm dựa trên cơ sở hiệu suất phát điện bình quân là 91,9% và lượng điện tự dùng là 1,3%. Chính vì vậy, tốc độ tăng trưởng doanh thu của VSH dựa chủ yếu vào giá bán điện. 2 dự án Thượng Kon Tum (1.056 triệu Kw) và Vĩnh Sơn 2&3 (400 triệu Kw) chưa có sự đầu tư đáng kể và chưa tạo ra doanh thu trong năm 2009 - 2010.

### **Giá bán điện cho EVN**

Hiện nay, việc phân phối do EVN độc quyền nên EVN là người mua duy nhất với sản phẩm của VSH. Hợp đồng bán điện của VSH cho EVN với giá 476 VNĐ/Kwh vào mùa mưa (01/07 – 31/09) và 580 VNĐ/Kwh vào mùa khô (từ tháng 10 đến tháng 6 năm sau).

Trong bối cảnh giá bán điện cho người tiêu dùng tăng từ tháng 3/2009, giá bán điện của VSH có nhiều khả năng sẽ được tăng thêm, tuy nhiên hiện nay công ty vẫn ghi nhận doanh thu theo giá bán bằng 90% giá bán cũ. Chúng tôi cho rằng đây là hành động khá thận trọng của ban lãnh đạo VSH.

### **Giá vốn sản xuất – chi phí khấu hao và sửa chữa lớn là chủ yếu**

Chi phí khấu hao chiếm 75% - 79% giá thành sản xuất; ngoài ra còn các khoản chi phí vật liệu, chi phí sửa chữa. Dây chuyền máy móc của VSH hiện được sửa chữa định kỳ 2 năm trung tu và 1 năm tiểu tu với chi phí bình quân 6 – 7 tỷ VNĐ/năm.

### **Hoạt động tài chính – an toàn**

Tới 30/09/2009, VSH có số dư đầu tư tài chính ngắn hạn là hơn 845 tỷ VND, đây đều là các khoản đầu tư rất an toàn, bao gồm

- 500 tỷ cho EVN vay với lãi suất 8%/năm cho kỳ hạn 12 tháng. Tới 30/09/2009 hợp đồng cho vay đã hết hạn tuy nhiên VSH và EVN chưa gia hạn hợp đồng hay ký hợp đồng mới.
- 3.011.866 cổ phiếu PPC với giá mua theo mệnh giá.
- Ngoài ra, Công ty cũng còn một số khoản đầu tư ủy thác cho CTCP Tài chính Điện lực, CTCP Chứng khoán Quốc tế... đây đều là những khoản đầu tư với lãi suất cố định.

## 3. HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ, CÁC DỰ ÁN TRIỂN VỌNG

VSH đang tiếp tục đầu tư mạnh cho hoạt động sản xuất, thực hiện đúng theo định hướng phát triển của mình – mở rộng sản xuất theo chiều rộng và chiều sâu.

STT	Tên dự án	Sản lượng điện tăng thêm (triệu KW)	Vốn đầu tư (tỷ VND)	Thời gian
1	Cải tạo hồ A và B – Vĩnh Sơn	35 triệu KW	30	2009 – Q3'10
2	Cải tạo hồ Sông Hình	T 60 triệu KW	100	2010 – 2011
3	Nhà máy Thủy điện Thượng Kon Tum	1.056 triệu KW (Công suất 250 MW)	5.245	2008 – 2012
4	Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn 2&3	400 triệu KW (Tổng công suất 130 MW)	2.000	2008 - 2012

*Nguồn: BCTC của VSH, BCTN 2008*

Tiềm năng phát triển của VSH phụ thuộc rất nhiều vào các dự án mở rộng năng lực sản xuất đang được đầu tư. Cụ thể gồm: Nhà máy Vĩnh Sơn 2 và 3 (100 MW), Nhà máy Thượng Kon Tum (240 MW) và dự án Đồng Cam (120 MW). Nếu hoàn thành tổng công suất của Công ty sẽ tăng thêm 460 MW và sản lượng tăng thêm khoảng 2.000 triệu kWh. Tất cả các dự án này đã được phê duyệt tuy nhiên thời gian đầu tư tương đối dài (3 – 5 năm) nên hiệu quả sẽ chỉ được thể hiện rõ ràng về trung và dài hạn.

Các dự án mở rộng hồ chứa nước dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2010 và 2011 sẽ giúp khả năng tích trữ nước tốt hơn, duy trì được hiệu quả kinh doanh hiện nay.

Ngoài ra, thị trường phát điện cạnh tranh là xu hướng tất yếu của ngành điện Việt Nam. Do đó, sự phát triển của VSH về nhân lực, công nghệ và cơ sở hạ tầng kỹ thuật để đón đầu xu hướng này là hợp lý.

VSH cũng đang xem xét đầu tư sang lĩnh vực đầu tư bất động sản và tư vấn, đào tạo; tuy nhiên tất cả chỉ mới dừng lại ở xem xét tính khả thi của các dự án này.

#### 4. CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

Trong năm 2009, kết quả kinh doanh vẫn khả quan do các hồ chứa đã tích đủ lượng nước cần thiết. Hiệu quả hoạt động kinh doanh tiếp tục được giữ ổn định và cải thiện hơn khi các dự án mở rộng hồ chứa được hoàn thành trong năm 2010, 2011.

Lưu ý: Năm 2005 chỉ có số kiểm toán 8 tháng cuối năm, do đó, doanh thu và lợi nhuận của năm 2005 được thiết lập dựa trên sản lượng điện thương phẩm cả năm 2005 và BCKT 2005.

9 tháng năm 2009, công ty vẫn chưa đàm phán thành công với EVN về giá bán điện từ năm 2009 nên doanh thu được tạm tính trên giá bán bằng 90% giá cũ theo hợp đồng đã ký.

##### ○ **Cấu trúc/tăng trưởng vốn, tài sản, doanh thu, lợi nhuận**

Chỉ tiêu	2005	2006	2007	2008	3Q'09
Tổng vốn CSH	1.266.341	1.336.309	2.022.286	2.141.418	2.260.466
% tăng trưởng	3,29%	5,53%	51,33%	5,94%	5,93%
Tổng tài sản	1.984.102	1.896.536	2.459.449	2.483.250	2.593.416
% tăng trưởng	2,84%	-4,41%	29,68%	9,68%	2,64%
Tổng nợ/Tổng TS	0,36	0,29	0,18	0,14	0,11
TSLĐ/TSCĐ	0,08	0,10	0,52	0,67	0,79

Nguồn: BCTC VSH 2005 - 2009

Cấu trúc tài sản và nguồn vốn của VSH đã được cải thiện đáng kể trong giai đoạn 2004-2009.

Nguyên nhân do VSH đã dùng nguồn khấu hao để trả phần lớn nợ vay trong giai đoạn này. Bên cạnh đó, năm 2007, vốn chủ sở hữu tăng mạnh nhờ nguồn thặng dư hơn 370 tỷ VND sau đợt phát hành tăng vốn điều lệ thêm 10%. Tháng 11/2009, VSH đã phát hành cổ phiếu thưởng tỷ lệ 2:1 cho cổ đông hiện hữu làm cho vốn điều lệ của công ty tăng từ hơn 1.374 tỷ VNĐ lên 2.062 tỷ VNĐ. Ngoài ra, hiện nay máy móc của VSH đã được trích khấu hao hơn 50% vì vậy hàng năm công ty có quỹ khấu hao khoảng 150 tỷ VNĐ, nguồn tiền này giúp VSH thanh toán nợ vay và duy trì lượng tiền gửi ngân hàng, đầu tư ngắn hạn khá cao.

Về mặt trung hạn, để phát triển các dự án mới với nhu cầu vốn lớn, VSH dự kiến sẽ phát hành trái phiếu vào năm 2011 và phát hành cổ phiếu tăng vốn chủ sở hữu nhưng đảm bảo tỷ lệ vốn vay trên vốn chủ ở mức 40/60.

Hoạt động sản xuất kinh doanh của VSH chịu ảnh hưởng chủ yếu vào thời tiết. VSH đã có những giải pháp khắc phục khá hiệu quả thông qua việc mở rộng khả năng trữ nước cho các hồ chứa.

Kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh

Chỉ tiêu	2005(*)	2006	2007	2008	3Q'09
Doanh thu (tr. VND)	269.271	436.625	370.162	483.680	339.577
% tăng trưởng		62,15%	-15,22%	30,67%	-
LNR (tr. VND)	108.930	270.592	256.841	370.945	241.835
% tăng trưởng	53,30%	148,41%	-5,08%	44,43%	-
Tỷ suất LNR	40,45%	61,97%	69,39%	76,69%	71,22%
LNT từ HĐ tài chính	-19.125	33.167	61.757	74.004	53.903

Nguồn: BCTC của VSH

##### ○ **Khả năng thanh toán tốt**

Chỉ tiêu	2005	2006	2007	2008	Q3'09
HS thanh toán hiện hành	0,74	1,27	6,77	8,58	43,35
HS thanh toán nhanh	0,60	1,08	6,58	8,40	42,40

Nguồn: BCTC của VSH

Khả năng thanh toán liên tục được cải thiện trong giai đoạn 2004-2009. Trong năm 2009, khả năng thanh toán tăng mạnh là do nợ ngắn hạn giảm trong khi tài sản ngắn hạn tăng. Nợ ngắn hạn của VSH chủ yếu là các khoản nợ dài hạn đến hạn trả. Trong khi đó, tài sản ngắn hạn tăng do khoản tăng từ đầu tư tài chính ngắn hạn mà phần đa là tiền gửi ngân hàng và cho vay, ủy thác đầu tư hưởng lãi suất cố định.

#### ○ **Hiệu quả quản lý**

Dựa trên cơ sở số liệu công bố của VSH tính đến hết tháng 10/2009, sản lượng sản xuất điện năm 2009 đã xấp xỉ kế hoạch năm, tuy nhiên doanh thu hoạt động tài chính 9 tháng mới đạt gần 69% kế hoạch nhưng hiệu quả hoạt động của VSH dự kiến sẽ vẫn được duy trì ổn định trong năm 2009.

*Hiệu quả sử dụng vốn đang có xu hướng chuyển lại*

Chỉ tiêu	2005	2006	2007	2008	Q3'09
Vòng quay tổng TS	0,14	0,23	0,17	0,20	0,13
Vòng quay vốn CSH	0,22	0,34	0,22	0,23	0,15
Vòng quay TSCĐ	0,17	0,25	0,22	0,31	0,23

*Nguồn: BCTC của VSH*

Năm 2008 và 9 tháng 2009, doanh thu của VSH tăng mạnh so với năm 2007, tuy nhiên, do ảnh hưởng từ đợt tăng vốn năm 2007 của VSH nên vòng quay bình quân của tài sản và vốn CSH chưa tăng rõ rệt. Thêm vào đó, tháng 11/2009, VSH vừa phát hành hơn 69 triệu cổ phiếu thưởng nên cũng gây áp lực tạm thời lên kết quả kinh doanh. Hiệu quả sử dụng vốn sẽ được thể hiện rõ hơn vào năm 2010 - 2011.

#### ○ **Khả năng sinh lời**

*Khả năng sinh lời có xu hướng tăng vững*

Chỉ tiêu	2005	2006	2007	2008	Q3'09
LN gộp/DT	51,2%	55,8%	54,6%	63,3%	59,8%
LNST/DT	40,5%	62,0%	69,4%	76,7%	71,22%
ROAE	13,8%	20,8%	15,3%	17,8%	11,0%
ROAA	8,8%	13,9%	11,8%	15,0%	9,6%

*Nguồn: BCTC của VSH*

Công ty đã quản lý chi phí đầu vào bằng cách giảm thiểu sự cố cho hệ thống máy móc thông qua việc bảo dưỡng tốt thiết bị, vận hành đúng kỹ thuật. Bên cạnh đó, việc mở rộng hồ chứa nước cũng làm tăng sản lượng điện sản xuất. Do đó, chi phí trên một Kw điện phẩm có xu hướng giảm dần. Đây là nguyên nhân dẫn đến tỷ suất lợi nhuận gộp so với doanh thu tăng trưởng tốt trong giai đoạn 2005-2009.

#### ○ **Khả năng trả nợ**

*Khả năng trả nợ của công ty ở mức an toàn*

Chỉ tiêu	2005	2006	2007	2008	Q3'09
Tổng nợ/Tổng tài sản	0,36	0,29	0,18	0,14	0,11
LNTT và lãi vay/Lãi vay	6,24	14,42	17,65	35,86	48,18

*Nguồn: BCTC của VSH*

Khả năng trả nợ của VSH liên tục được cải thiện dựa trên nguồn khấu hao hàng năm từ 140-150 tỷ VND. Bên cạnh đó, các dự án mới chỉ dừng ở mức lập dự án và làm đường lưu thông nên VSH chưa có nhu cầu vay thêm nợ. Sang năm 2011 - 2012, nếu các dự án thủy điện Thượng Kon Tum và Thượng Sông Kôn được chuyển sang công đoạn xây dựng thì nợ vay và chi phí lãi của VSH sẽ tăng mạnh.



## 5. SO SÁNH NGÀNH

Mã CK	Tên Công Ty	ROE	ROA	EPS	GTSS	EV	P/E cơ bản	P/B	Công nợ/ Tài sản	KLCPLH hiện tại
		%	%	VND	VND	Tỷ VND	Lần	Lần	Lần	Cổ phiếu
HJS	Thủy điện Nậm Mu	14,9%	3,0%	2.038	14.548	416	8,98	1,25	0,80	6.000.000
NLC	Thủy điện Nà Lơi	34,9%	23,2%	6.357	19.172	184	4,89	1,61	0,24	5.000.000
PPC	Nhiệt điện Phả Lại	-0,9%	-0,3%	(109)	13.503	11.481	(181,41)	1,46	0,62	325.154.614
RHC	Thủy điện Ry Ninh II	18,5%	10,5%	3.824	21.078	118	6,15	1,11	0,44	3.200.000
SEB	Điện miền Trung	11,6%	4,4%	1.392	11.829	436	13,01	1,53	0,62	12.500.000
SJD	Thủy điện Cần Đơn	16,9%	5,9%	2.232	14.258	1.226	9,14	1,42	0,61	29.899.629
TBC	Thủy điện Thác Bà	20,5%	19,0%	2.613	12.951	1.035	7,81	1,57	0,05	63.500.000
TIC	Điện Tây Nguyên	13,3%	10,7%	1.275	9.552	277	11,68	1,56	0,20	16.582.600
TMP	Thủy điện Thác Mơ	17,0%	8,5%	1.972	12.466	1.905	9,84	1,56	0,48	70.000.000
VSH	Thủy điện Vĩnh Sơn SH	15,1%	13,2%	1.632	10.999	3.429	10,72	1,59	0,11	206.241.246

Nguồn: Stox

## 6. PHÂN TÍCH SWOT

## Điểm mạnh

*Vị trí địa lý thuận lợi.*

Hai nhà máy của VSH nằm trong khu vực có tiềm năng thủy điện (sông Côn và sông Ba) và ít nhà máy khai thác, địa bàn đặc biệt được hưởng chính sách hỗ trợ đầu tư của Nhà nước. Hơn nữa, VSH còn có cơ hội mở rộng tầm hoạt động của mình ngay tại miền Trung bởi tiềm năng khai thác thủy điện vẫn còn rất lớn dựa trên các hệ thống sông như: Sê san; Srepok; Vu Gia – Thu Bồn; sông Ba – sông Trà Khúc. 2 dự án thủy điện Thượng Kon Tum và Thượng sông Côn đã thể hiện rõ lợi thế này.

Thời gian mùa mưa cho hoạt động của VSH kéo dài 9 tháng. Trong khi mùa mưa với hoạt động sản xuất của VSH lại là mùa khô với hầu hết các nhà máy thủy điện khác do vậy giá điện của công ty bán cho EVN cao hơn với khả năng đàm phán giá cao.

*Đội ngũ nhân lực ổn định và nhiều kinh nghiệm.*

Lực lượng lao động của VSH thường xuyên được duy trì quanh mức 140 người với hơn 45% là lao động có trình độ đại học và trên đại học. VSH sở hữu bộ phận đào tạo cán bộ và công nhân có thâm niên hơn 10 năm. Chất lượng của nguồn nhân lực được thể hiện qua việc VSH là một trong những nơi đào tạo nguồn nhân lực kỹ thuật hoặc cung cấp dịch vụ quản lý cho các nhà máy thủy điện mới.

*Tình hình tài chính lành mạnh và mức thuế thu nhập doanh nghiệp thấp.*

Vay nợ ít, chi phí vốn thấp, công ty có đủ khả năng thanh toán nợ vay, dễ dàng vay thêm nợ để đầu tư mở rộng sản xuất. Ngoài ra, đặc thù nhà máy thủy điện nên chi phí vận hành hàng năm không đáng kể, chủ yếu là chi phí duy trì hoạt động của tổ máy, khấu hao và lãi, khả năng sinh lời tốt và ổn định, hoạt động nằm trong lĩnh vực cơ bản và được ưu tiên phát triển, việc huy động vốn để đầu tư các dự án nâng cao công suất của Công ty là rất khả quan.

Dòng tiền từ quỹ khấu hao lớn, trung bình 140 - 150 tỷ VND/năm do đó nguồn tiền gửi ngân hàng lớn (lãi tiền gửi năm 2008 là 108 tỷ VND và dự kiến vào khoảng 78 tỷ VND cho năm 2009).

Ngoài 3 triệu cổ phiếu PPC vẫn đang nắm giữ mua bằng mệnh giá, VSH đã gửi toàn bộ khoản tiền của mình vào ngân hàng, cho EVN vay hoặc gửi ủy thác hưởng lãi suất cố định. Chính điều này đã giúp công ty không bị tổn thất do sự sụt giảm của thị trường chứng khoán, bất động sản.

Công ty lại được hưởng ưu đãi thuế do chuyển từ mô hình công ty nhà nước sang cổ phần hóa. VSH được miễn thuế đến năm 2010, từ năm 2011-2016 chịu mức thuế 5%/năm, từ 2017-2019 chịu mức thuế 10%/năm. Điều này giúp công ty tăng được lợi nhuận cho cổ đông cũng như có điều kiện mở rộng tái đầu tư phát triển.

*Đầu tư mở rộng sản xuất theo chiều rộng và chiều sâu*

Hoạt động kinh doanh chính của công ty ổn định, khả năng sinh lời cao, quản lý hiệu quả cũng như tiềm năng tăng trưởng dài hạn.

Dự án mở rộng khả năng trữ nước tại hồ A và B – Vĩnh Sơn và hồ Sông Hình trong tương lai sẽ giúp VSH nâng cao hiệu quả khai thác các nhà máy thủy điện hiện có. Bên cạnh đó, VSH cũng tiến hành các bước ban đầu để triển khai 2 dự án Thủy điện Thượng Kon Tum (250 MW), Thủy điện Thượng Sông Kôn (Vĩnh Sơn 2) (100 MW). Rõ ràng, khi các dự án này được đưa vào vận hành, năng lực sản xuất của VSH sẽ tăng lên đáng kể.

*Giá bán điện có sức cạnh tranh cao.*

Thủy điện là nguồn điện có chi phí đầu vào thấp so với nguồn điện từ than, diesel, khí thiên nhiên v.v. Bên cạnh đó, các nhà máy của VSH đang hoạt động hết công suất và đã khấu hao hơn 50%. Chính vì vậy, VSH có sức cạnh tranh tốt so với các doanh nghiệp cùng ngành khác. Điều này cũng tạo ra lợi thế nhất định cho VSH khi thị trường bán điện cạnh tranh được triển khai.

### **Điểm yếu**

Sự phụ thuộc vào việc đàm phán giá bán điện với EVN sẽ tác động khá nhiều đến kết quả kinh doanh của VSH do hiện nay EVN vẫn đang độc quyền phân phối điện.

Việc tập trung hoàn thành các dự án mới trong thời gian ngắn sẽ giúp công ty sớm nâng cao sản lượng nhưng cũng sẽ làm gia tăng nợ và có thể tác động lên cơ cấu dòng tiền của doanh nghiệp, từ đó ảnh hưởng tới chính sách cổ tức (VSH đang duy trì tỷ lệ cổ tức trung bình 14 – 15%/năm).

Việc tăng vốn điều lệ đang tạm thời tạo áp lực lên khả năng sinh lời và làm giảm EPS của VSH.

### **Cơ hội**

*Thị trường thuận lợi và tiềm năng*

Điện là nguồn năng lượng rất quan trọng và cần thiết với đời sống cũng như sản xuất. Thị trường ngành điện vẫn tăng trưởng ổn định thời gian tới khi nhu cầu vẫn rất lớn, tốc độ tăng cầu cao hơn tốc độ tăng trưởng nền kinh tế và tốc độ sản xuất điện trong nước. Hơn nữa, trong tương lai gần, điện vẫn là ngành được nhà nước bảo hộ và thị trường vẫn sẽ gần như không có cạnh tranh.

*Lộ trình phát triển thị trường điện cạnh tranh*

Thị trường điện cạnh tranh đang được hình thành, tiền đề cho khả năng cạnh tranh giá bán điện của các nhà máy sản xuất cho EVN, ảnh hưởng đến doanh thu và lợi nhuận. Nhất là khi hiện nay tỷ trọng nhập khẩu điện là tương đối lớn; tuy nhiên giá thành cộng vào khi phân phối trong nước là rất cao, do đó các doanh nghiệp sản xuất điện trong nước có lợi thế cạnh tranh.

### **Thách thức**

*Đầu vào cho sản xuất phụ thuộc vào điều kiện tự nhiên*

Đầu vào của sản xuất thủy điện là nước, chính vì vậy hoạt động sản xuất của VSH phụ thuộc rất nhiều vào điều kiện tự nhiên. Trong trường hợp hạn hán, lượng nước tích trong hồ chứa thấp sẽ ảnh hưởng lớn đến sản lượng điện. Trong trường hợp mưa lớn, lũ quét v.v. có thể gây thiệt hại về đường xá, công trình đập của nhà máy, gây sự cố cho việc phát điện và tăng chi phí sản xuất. Hơn nữa, diễn biến thời tiết vốn là yếu tố thất thường, khó dự đoán chính xác trong trung và dài hạn. Vì vậy hoạt động sản xuất điện của công ty chắc chắn sẽ bị ảnh hưởng nhiều từ yếu tố này.

*Khả năng tăng trưởng lợi nhuận chưa cao*

Hiện tại, VSH đã khai thác hết công suất của 2 nhà máy trong khi các dự án tăng công suất chỉ được đưa vào khai thác dần từ năm 2010. Bên cạnh đó, mặc dù hợp đồng mua bán điện với EVN sẽ kết thúc vào năm 2008, tuy nhiên, do EVN vẫn là cổ đông chi phối của VSH do đó, việc thỏa thuận hợp đồng tiếp theo với giá bán điện cao hơn cũng không quá dễ dàng.

*Các dự án thủy điện không còn được ưu tiên phát triển như các dạng năng lượng điện khác*

Hai nhà máy Vĩnh Sơn và Sông Hình được vay vốn ưu đãi của nước ngoài với lãi suất thấp. Tuy nhiên, các dự án Thủy điện mới như Thượng Kon Tum hay Vĩnh Sơn 2& 3 (thượng Sông Kôn) sẽ khó có được lợi thế này do vấn đề tác động tới môi trường của dự án thủy điện. Sự đảm bảo an toàn năng lượng điện quốc gia của các dự án thủy điện đang trở nên thấp hơn so với dự án nhiệt điện than, nhiệt điện khí và năng lượng điện nguyên tử.

*Chi phí lãi vay và vấn đề tỷ giá*

VSH bán điện hiện nay cho EVN bằng tiền VNĐ, trong khi phần lớn tiền lãi vay phải trả bằng Đô-la Mỹ. Do vậy, những biến động về tỷ giá trên thị trường sẽ có ảnh hưởng tương đối với lợi nhuận của công ty.

Về dài hạn, khi vay nợ tăng để đáp ứng nhu cầu đầu tư và khả năng vay hỗ trợ không còn cao thì chi phí lãi vay của công ty sẽ tăng lên khá nhiều, và biến động của thị trường lãi suất ngân hàng sẽ có tác động tới chi phí cũng như lợi nhuận của Công ty.

**7. ĐỊNH GIÁ**

Dự báo một cách thận trọng về kết quả kinh doanh của VSH với 2 vấn đề chính còn đang trong quá trình thỏa thuận: (i) giá bán điện của VSH cho EVN và (ii) lãi suất của khoản tiền trị giá 500 tỷ VND cho EVN vay cũng như kế hoạch sử dụng nguồn tiền đầu tư tài chính ngắn hạn và giải ngân cho các dự án trong năm 2010, chúng tôi dự đoán một số chỉ tiêu tài chính của Công ty cho năm 2009 và 2010 như sau:

	2009F	2010F
Doanh thu	480.041	504.043
LNST	310.771	333.174
VCSH	2.899.330	2.923.142
VĐL	2.062.412	2.062.412
EPS	1.507	1.615
BVPS	14.058	14.173
Cổ tức	15%	15%

Dựa trên kết quả dự báo, sử dụng phương pháp so sánh P/E và P/B với tỷ lệ P/E = 13,59x dự báo cho ngành năm 2010 và P/B trung bình ngành ở mức 1,56x, chúng tôi có giá hợp lý của cổ phiếu VSH ở mức **22.000 VND/cp**.

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng
PE	21,954	50%
PB	22,096	50%
Giá cổ phiếu (VND/CP)	<b>22,000</b>	

**Công ty Cổ phần Chứng khoán Artex (ART)**  
**Phòng Phân tích và Đầu tư**

Số 2A Phạm Sư Mạnh,  
Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: 84.4.39 368 368  
Fax: 84.4.39 368 367

Website: [www.artex.com.vn](http://www.artex.com.vn)  
Email: [info@artex.com.vn](mailto:info@artex.com.vn)

**Khuyến cáo**

Bản tin thị trường của Công ty Cổ phần Chứng khoán Artex (ART) chỉ để dùng cho mục đích tham khảo. Quý khách không nên dựa vào những thông tin này cho bất kỳ mục đích gì, bao gồm, nhưng không giới hạn, việc ra quyết định đầu tư. ART/đối tác/nhà cung cấp dịch vụ của ART không chịu bất kỳ trách nhiệm nào về những thiệt hại trực tiếp, gián tiếp, do bị xử phạt, do ngẫu nhiên, do một tình huống đặc biệt hay mang tính hệ quả nào phát sinh từ, hoặc do liên hệ theo một cách nào đó với việc sử dụng Bản tin thị trường của ART hay dựa vào những thông tin được cung cấp trên đó.