



GIỮ

Báo cáo lần đầu

Chuyên viên phân tích

Trịnh Thị Ngọc Điệp
diep.trinh@kimeng.com.vn
 (844) 2221 2208 - 131

Giá 11.700 VND
Mục tiêu 13.700 VND
VN Index 457,13

Biểu đồ giá



% thay đổi	1T	3T	6T
Giá	(1,7)	(5,6)	(24,0)
So với Index	(1,2)	(0,3)	(9,9)

Thông tin cổ phiếu

Mã chứng khoán	VSH
Vốn hóa TT (tỷ VND)	2.413
Cao nhất 52 tuần (VND)	24.300
Thấp nhất 52 tuần (VND)	10.900
Số lượng CP (triệu)	206,24
KLGD bq 6T (1.000 cp)	671,9
Tỷ lệ giao dịch tự do (%)	n/a
Cổ đông lớn (%)	
EVN	30,6
SCIC	24,0

Chỉ số cơ bản

ROE (%)	12,8
Nợ ròng/VCSH (%)	TM ròng
NTA (VND)	12.370
Khả năng trả lãi vay (x)	33,9

TĐ Vĩnh Sơn Sông Hình

Đáng quan tâm trong dài hạn

Cổ phiếu thủy điện lớn nhất trên thị trường CK Việt Nam

Sau khi cổ phần hoá vào tháng 5/2005, Công ty cổ phần Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hình là công ty thủy điện đầu tiên niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam vào ngày 7/7/2005 với số vốn điều lệ ban đầu là 1.250 tỷ đồng. Hiện nay, với vốn điều lệ tăng lên 2.062,4 tỷ đồng, VSH là công ty thủy điện có quy mô lớn nhất trên thị trường chứng khoán xét cả về giá trị vốn hoá và quy mô hoạt động sản xuất.

Tiềm năng lớn nhờ nâng cao hiệu suất và mở rộng quy mô

Với mục tiêu phát triển cả về chiều rộng và chiều sâu, một loạt dự án đang được công ty triển khai thực hiện. Trong ngắn hạn, công ty tiến hành dự án nâng cao năng lực hồ chứa Vĩnh Sơn Sông Hình. Ngoài ra, công ty đang triển khai một số dự án gồm Thượng Kon Tum (tỉnh Kon Tum), Vĩnh Sơn 2 & 3 (tỉnh Bình Định) và Đồng Cam (tỉnh Phú Yên). Theo đó, dự kiến đến 2014 các dự án này sẽ góp thêm 470MW vào tổng công suất và 2.000 triệu kWh vào tổng sản lượng điện của toàn công ty.

Giá bán điện mới vẫn chưa ngã ngũ

Sau khi cổ phần hoá vào tháng 5/2005, VSH và EVN đã ký Hợp đồng mua bán điện với đơn giá 476 đồng/kWh vào mùa mưa (1/7 – 30/9) và 580 đồng/kWh vào mùa khô (1/10 – 30/6) có hiệu lực đến 31/12/2008. Hợp đồng mua bán điện mới hiện vẫn đang trong quá trình đàm phán. Do đó, doanh thu 2009 được tính theo giá bình quân 563 đồng/kWh và doanh thu từ đầu năm 2010 đến nay được tạm tính bằng 90% giá của hợp đồng cũ.

Kế hoạch SXKD khiêm tốn trong năm nay có thể hoàn thành

Lường trước những khó khăn có thể ảnh hưởng đến hoạt động của công ty, Ban lãnh đạo công ty đã đề ra kế hoạch SXKD khá khiêm tốn với sản lượng 700 triệu kWh. Theo đó, doanh thu từ kinh doanh điện 388 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế 245 tỷ đồng, giảm lần lượt 25% và 36,7% so với 2009. Chúng tôi cho rằng kế hoạch không nhiều tham vọng của công ty trong năm nay sẽ được hoàn thành. Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu cả năm đạt 417 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 306 tỷ đồng.

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá dựa trên EV/EBITDA. Với EV/EBITDA trung bình 6,7x của một số công ty cùng ngành trong khu vực, giá trị nội tại của VSH được xác định khoảng 13.700 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi khuyến nghị GIỮ cổ phiếu VSH trong ngắn hạn. Về dài hạn, với tiềm năng phát triển của công ty từ các dự án lớn đang thực hiện, VSH là cổ phiếu đáng quan tâm.

Kết thúc năm TC 31/12	2007	2008	2009	2010E	2011F
Doanh thu (tỷ VND)	370,2	483,7	517,6	417,0	444,8
LN trước thuế (tỷ VND)	256,3	370,2	387,1	306,8	266,9
LN ròng (tỷ VND)	256,8	370,9	374,5	306,8	253,5
EPS (VND)	1.245	1.799	1.816	1.488	1.229
Tăng trưởng EPS (%)	(5,0)	44,4	1,0	(18,1)	(17,4)
PER (x)	9,4	6,5	6,4	7,9	9,5
EV/EBITDA (x)	6,2	5,6	5,0	5,5	6,1
Yield (%)	12,0	15,4	12,0	12,8	8,5

XEM PHỤ LỤC 1 VỀ NHỮNG KHUYẾN CÁO QUAN TRỌNG KHI SỬ DỤNG BÁO CÁO NÀY

Tiêu điểm đầu tư

Cổ phiếu thủy điện lớn nhất trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Sau khi được cổ phần hoá và đi vào hoạt động theo mô hình mới từ tháng 5/2005, Công ty cổ phần Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh là công ty thủy điện đầu tiên niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam vào ngày 7/7/2005 với số vốn điều lệ ban đầu là 1.250 tỷ đồng. Hiện nay, với số vốn điều lệ tăng lên 2.062,4 tỷ đồng, VSH là công ty có quy mô lớn nhất trong số các công ty thủy điện niêm yết trên thị trường chứng khoán xét cả về giá trị vốn hoá và quy mô hoạt động sản xuất.

Bảng 1: Các công ty thủy điện niêm yết trên TTCK

STT	Tên	Mã CK	Giá trị vốn hoá (tỷ đồng)	Công suất (MW)	Sản lượng (triệu kWh)
1	Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh	VSH	2.433,6	136,0	676,7
2	Thủy điện Thác Bà	TBC	793,7	120,0	400,0
3	Thủy điện Thác Mơ	TMP	763,0	150,0	610,0
4	Thủy điện Cần Đơn	SJD	477,2	77,6	292,5
5	Thủy điện Nậm Mu	HJS	186,0	12,0	60,0
6	Thủy điện Nà Loi	NLC	91,0	9,3	46,0
7	Thủy điện Ry Ninh	RHC	64,6	8,1	55,0

Nguồn: Dữ liệu Công ty, Bloomberg

Hiệu suất hoạt động tăng sau khi cổ phần hoá

CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh vận hành hai nhà máy là Nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn (đặt ở tỉnh Bình Định) và Nhà máy thủy điện Sông Hinh (đặt tại tỉnh Phú Yên) với công suất thiết kế lần lượt là 66MW và 70MW. Sản lượng điện hàng năm theo thiết kế của nhà máy Vĩnh Sơn là 306,7 triệu kWh và của nhà máy Sông Hinh là 370 triệu kWh, theo đó tổng sản lượng là 676,7 triệu kWh. Chúng tôi nhận thấy từ 2006 sau khi cổ phần hoá, cả hai nhà máy hầu như đều hoạt động vượt công suất và sản lượng thiết kế. Điều này cho thấy hiệu suất hoạt động của công ty tăng cao sau khi chuyển sang hoạt động theo mô hình cổ phần.

Bảng 2: Sản lượng và doanh thu

Năm	Vĩnh Sơn (triệu kWh)	Sông Hinh (triệu kWh)	Tổng sản lượng (triệu kWh)	Doanh thu từ KD điện (VND bn)
Thiết kế	306,7	370,0	676,7	
2005	184,6	289,7	474,3	195,8
2006	331,3	397,3	728,6	409,1
2007	260,1	398,5	658,7	369,6
2008	361,1	498,1	859,2	482,7
2009	456,5	470,4	926,9	516,6
2010 (kế hoạch)	350,0	350,0	700,0	388,0

Nguồn: Dữ liệu Công ty

Lợi nhuận biên duy trì ở mức cao

Hoạt động sản xuất kinh doanh điện của công ty đem lại mức lợi nhuận cao. Tính trung bình trong 5 năm từ 2005 – 2009, lợi nhuận biên gộp của công ty đạt khoảng 59%, lợi nhuận biên hoạt động đạt 57% và lợi nhuận biên ròng đạt 65%. Trong đó, lợi nhuận biên gộp và lợi nhuận biên hoạt động có xu

hướng tăng dần qua các năm, tăng từ 53,9% và 52% trong năm 2005 lên 64,3% và 61,4% trong năm 2009. Mức sinh lời của công ty tiếp tục được duy trì ở mức cao trong 6 tháng đầu năm 2010: lợi nhuận biên gộp đạt 59,9%, lợi nhuận biên hoạt động đạt 57,5% và lợi nhuận biên ròng đạt 76%. (Hình 1 & 2). Chúng tôi nhận thấy từ năm 2006 đến 2009, lợi nhuận biên ròng luôn cao hơn lợi nhuận biên hoạt động. Đó là nhờ khoản lợi nhuận ròng từ hoạt động tài chính, chủ yếu là nguồn thu nhập lãi vay từ nguồn tiền nhàn rỗi gửi ngân hàng và cho EVN vay.

Chi phí khấu hao chiếm phần lớn chi phí hoạt động

Với đặc trưng của thủy điện là tận dụng nguồn năng lượng từ nước, công ty không phải chịu nhiều chi phí nguyên liệu đầu vào (than, khí) như các nhà máy nhiệt điện. Khoản chi phí lớn nhất trong cơ cấu chi phí đầu vào và hoạt động của công ty là chi phí khấu hao tài sản cố định. Cụ thể, chi phí khấu hao chiếm tới 75-80% tổng chi phí của công ty. Chúng tôi nhận thấy 4 tổ máy của công ty sẽ hết khấu hao trong năm 2011, với chi phí khấu hao tổng cộng khoảng 40 tỷ đồng. Như vậy, từ đó đến khi các nhà máy mới đi vận hành và bắt đầu khấu hao, công ty sẽ giảm được một phần chi phí, nhờ đó lợi nhuận biên sẽ được cải thiện.

Bảng 3: Cơ cấu chi phí

Chi phí	2008		2009		10M2010	
Chi phí nguyên vật liệu	2,7	1,4%	2,1	1,1%	1,7	1,2%
Chi phí nhân công	9,2	4,9%	13,3	6,7%	9,0	6,2%
Chi phí khấu hao TSCĐ	151,3	80,6%	151,5	75,7%	114,2	78,8%
Chi phí dịch vụ mua ngoài	4,4	2,4%	7,5	3,8%	1,7	1,1%
Chi phí khác	20,0	10,7%	25,6	12,8%	18,3	12,6%
Tổng	187,7	100,0%	200,1	100,0%	144,9	100,0%

Nguồn: Dữ liệu Công ty

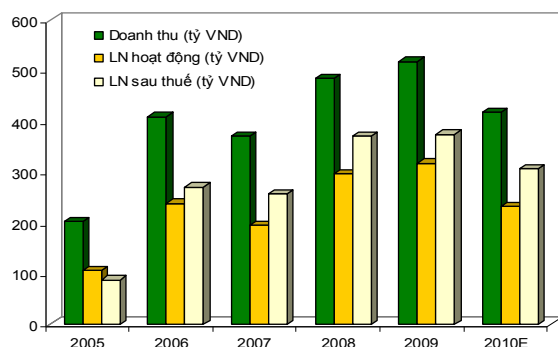
Tiềm năng lớn nhờ nâng cao hiệu suất và mở rộng quy mô

Với mục tiêu nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh và phát triển cả về chiều rộng và chiều sâu, một loạt dự án đang được công ty triển khai thực hiện. Trong ngắn hạn, công ty tiến hành dự án nâng cao năng lực hồ chứa Vĩnh Sơn Sông Hinh nhằm tăng sản lượng của hai nhà máy hiện có, trong đó dự án nâng cao hồ chứa A và B của nhà máy Vĩnh Sơn dự kiến hoàn thành trong năm 2010 và dự án nâng cao hiệu quả khai thác hồ Sông Hinh dự kiến hoàn thành trong năm 2011. Ngoài ra, công ty cũng đang triển khai một số dự án thủy điện, gồm Thượng Kon Tum (tỉnh Kon Tum), Vĩnh Sơn 2 & 3 (tỉnh Bình Định) và Đồng Cam (tỉnh Phú Yên). Theo đó, dự kiến đến 2014 các dự án này sẽ góp thêm 470MW vào tổng công suất và khoảng 2.000 triệu kWh vào tổng sản lượng điện của toàn công ty.

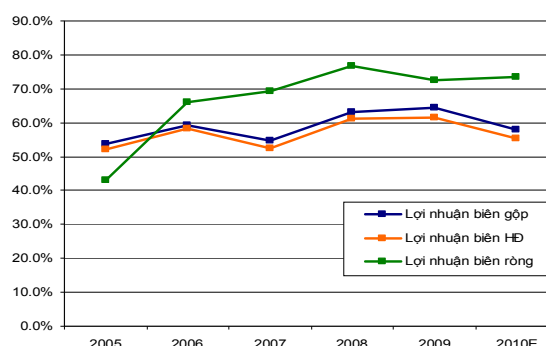
Bảng 4: Các dự án đang triển khai

STT	Dự án	Công suất (MW)	Sản lượng (triệu kWh)	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Thời gian thực hiện
1	Thượng Kon Tum	220	1.094,2	5.744	2009 – 2014
2	Vĩnh Sơn 2	100	365,6	2.300	2010 – 2014
3	Vĩnh Sơn 3	30	113,0	777	2009 – 2012
4	Đồng Cam	120	430,0	2.118	2009 – 2013
Tổng cộng		470	2.002,8	10.939	

Nguồn: Dữ liệu Công ty

Hình 1: Doanh thu và lợi nhuận

Nguồn: Dữ liệu Công ty, Kim Eng

Hình 2: Lợi nhuận biên

Nguồn: Dữ liệu Công ty, Kim Eng

Triển vọng ngành

Điều kiện tự nhiên thuận lợi cho phát triển thủy điện

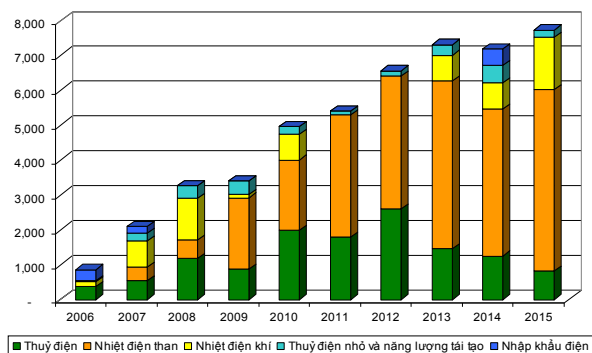
Việt Nam nằm ở vùng nhiệt đới gió mùa, mưa nhiều, nóng và ẩm. Lượng mưa trung bình năm khoảng 2.000mm. Việt Nam có hệ thống sông ngòi dày đặc với khoảng hơn 2.000 con sông có chiều dài lớn hơn 10km. Nhờ đó, tiềm năng thủy điện của Việt Nam rất lớn với tiềm năng kinh tế kỹ thuật xác định khoảng 75-80 tỷ kWh, tương đương với công suất khoảng 18.000-20.000MW.

Thủy điện chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu nguồn điện

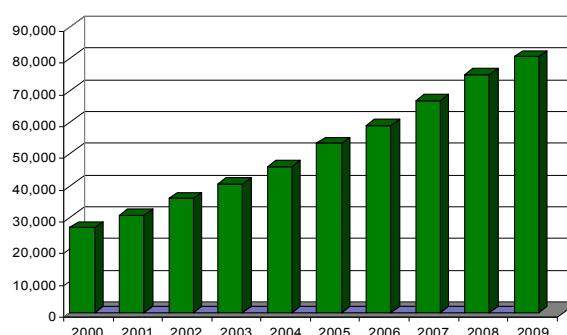
Theo Tập đoàn điện lực Việt Nam, hiện nay tổng công suất toàn hệ thống đạt khoảng 19.000MW, trong đó thủy điện chiếm 34% (6.500MW). Trong quy hoạch phát triển ngành điện từ 2006 - 2015 có xét triển vọng đến 2025, thủy điện tiếp tục chiếm tỷ trọng đáng kể trong cơ cấu nguồn điện của cả nước. Từ nay đến 2012, công suất từ các dự án thủy điện mới vẫn chiếm hơn 30% tổng công suất lắp mới. Sau đó tỷ trọng sẽ giảm dần nhường chỗ cho các dự án nhiệt điện than và khí (Hình 3).

Ưu điểm của thủy điện so với các nguồn điện khác

Lợi ích lớn nhất của thủy điện so với các phương thức phát điện khác là sử dụng nguồn thủy năng từ thiên nhiên, không phải sử dụng các loại nguyên liệu khác như than, khí. Nhờ đó, các nhà máy thủy điện không phải chịu cảnh tăng giá nhiên liệu đầu vào. Ngoài ra, các nhà máy thủy điện cũng có tuổi thọ cao hơn các nhà máy nhiệt điện, chi phí nhân công cũng thấp hơn do các nhà máy được tự động hoá cao và có ít người làm việc tại chỗ khi vận hành.

Hình 3: Công suất lắp đặt (MW)

Nguồn: Quy hoạch phát triển ngành điện, EVN

Hình 4: Sản lượng điện (kWh)

Nguồn: Tổng cục Thống kê

Triển vọng lợi nhuận

Sản lượng dự kiến tăng hơn hai lần trong 4-5 năm tới

Với các dự án thủy điện đang được triển khai gồm Thượng Kon Tum, Vĩnh Sơn 2, Vĩnh Sơn 3 và Đồng Cam, quy mô hoạt động sản xuất của công ty sẽ tăng lên đáng kể từ năm 2014. Hiện nay, hai trong số 4 dự án đang được triển khai thực hiện theo tiến độ đề ra.

- Dự án thủy điện Thượng Kon Tum: dự án lớn nhất trong số các dự án đang triển khai đã chính thức được khởi công ngày 27/9/2009. Hiện nay công ty đang tiến hành lựa chọn nhà thầu thực hiện 3 gói thầu chính của dự án. Tổng tiến độ dự kiến của dự án là đưa tổ máy số 1 vào vận hành trong quý 3/2013 và tổ máy 2 trong quý 1/2014.
- Dự án thủy điện Vĩnh Sơn 3: đã hoàn thành công tác chuẩn bị đầu tư và đang triển khai công tác khảo sát, thiết kế kỹ thuật và đo đạc địa chính phục vụ công tác bồi thường giải phóng mặt bằng. Tiến độ dự kiến của dự án Vĩnh Sơn 3 là phát điện vào cuối năm 2012.
- Dự án thủy điện Vĩnh Sơn 2: công ty đang tiếp tục làm việc với Bộ Công thương để xác định tính khả thi quy hoạch thủy điện trên lưu vực Sông Kôn như đã được Bộ phê duyệt do có tranh chấp về quy hoạch với Thủy điện Sơn Lang 2. Do vậy, tiến độ hoàn thành dự án được điều chỉnh đến năm 2014.
- Dự án thủy điện Đồng Cam: đang nghiên cứu quy hoạch bổ sung

Khi các dự án Thượng Kon Tum, Vĩnh Sơn 2 & 3 được đưa vào hoạt động (chưa tính dự án thủy điện Đồng Cam do chưa có kế hoạch triển khai), tổng công suất dự kiến tăng hơn 2,5 lần từ 136MW lên 486MW và tổng sản lượng tăng khoảng 2,3 lần từ 676,7 triệu kWh lên 2.250 triệu kWh.

Giá bán điện mới vẫn chưa ngã ngũ

Trong hệ thống sản xuất và phân phối điện ở Việt Nam, Tập đoàn điện lực Việt Nam (EVN) hiện vẫn là nhà phân phối độc quyền điện thương phẩm của các nhà máy điện trên toàn quốc. Sau khi được cổ phần hoá vào tháng 5/2005, VSH và EVN đã ký Hợp đồng mua bán điện với đơn giá 476 đồng/kWh vào mùa mưa (1/7 – 30/9) và 580 đồng/kWh vào mùa khô (1/10 – 30/6) có hiệu lực đến 31/12/2008. Hợp đồng mua bán điện mới với EVN hiện vẫn đang trong quá trình đàm phán và dường như theo chiều hướng chưa thuận lợi cho công ty. Do đó, doanh thu năm 2009 được tính theo đơn giá bình quân 563 đồng/kWh và doanh thu từ đầu năm 2010 đến nay được tạm tính bằng 90% giá của hợp đồng cũ. Theo chúng tôi, khó khăn trong việc đàm phán giá bán điện mới cho EVN sẽ không phải là vấn đề lớn trong dài hạn khi thị trường điện dần hướng đến một môi trường cạnh tranh. Tuy nhiên, trong ngắn hạn và trung hạn, việc này sẽ đem lại khó khăn cho công ty, nhất là trong thời điểm hiện nay khi công ty cần tích lũy vốn để đầu tư các dự án lớn đang thực hiện.

Cần lượng vốn lớn để đầu tư dự án

Với các dự án đang triển khai, VSH sẽ phải huy động số vốn đáng kể. Tổng vốn đầu tư dự kiến cho các dự án này là hơn khoảng 10.900 tỷ đồng (Bảng 3), trong đó công ty dự kiến huy động 70% vốn vay và 30% vốn chủ sở hữu. Như vậy, số vốn vay cần huy động có thể lên tới khoảng 7.600 tỷ đồng. Theo kế hoạch của công ty, về vốn vay công ty sẽ phát hành trái phiếu khi dự án cần vốn vào năm 2011. Cụ thể, Đại hội đồng cổ đông đã thông qua phương án phát hành 1.000 tỷ đồng trái phiếu với kỳ hạn 5 năm, dự kiến phát hành cuối năm 2010 hoặc đầu năm 2011. Ngoài ra, để đảm bảo nguồn vốn đối ứng, công ty dự kiến phát hành cổ phiếu cho cổ đông chiến lược và cổ đông hiện hữu vào năm 2012 và 2013. Hiện công ty còn khá nhiều tiền tồn quỹ và cho vay ngắn hạn có thể sử dụng đáp ứng nhu cầu đầu tư.

Bảng 5: Tiền mặt và cho vay ngắn hạn (tính đến 30/9/2010)

STT	Khoản mục	Số tiền (tỷ đồng)	Lãi suất (%)	Kỳ hạn
1	Tiền mặt tại quỹ	42,7	-	
2	Cho vay < 3 tháng	427,4	n/a	
3	Cho vay > 3 tháng	200,0	n/a	
4	Cho EVN vay	500,0	8,0	12 tháng
Tổng cộng		1.170,1		

Nguồn: Dữ liệu Công ty

Kế hoạch SXKD khiêm tốn trong năm nay có thể hoàn thành

Từ đầu năm nay, lường trước những khó khăn có thể ảnh hưởng đến hoạt động của công ty, Ban lãnh đạo công ty đã đưa ra kế hoạch SXKD khá khiêm tốn với sản lượng 700 triệu kWh. Theo đó, doanh thu từ kinh doanh điện 388 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế 245 tỷ đồng, giảm lần lượt 25% và 36,7% so với 2009. Theo số liệu báo cáo mới nhất về kết quả kinh doanh chưa hợp nhất của công ty, trong 3 quý đầu năm, doanh thu của công ty đạt 300,1 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế 213,4 tỷ đồng, đạt lần lượt 77,3% và 87,1% kế hoạch năm.

Bảng 6: Trữ lượng nước các hồ chứa (tính đến ngày 07/11/2010)

STT	Khoản mục	Dung tích (triệu m ³)	Mức nước dâng bình thường (m)	Mức nước chết (m)	Mức nước thực tế (m)
1	Hồ Vĩnh Sơn A	43,0	775,0	765,0	775,53
2	Hồ Vĩnh Sơn B	97,0	862,0	813,6	821,73
3	Hồ Vĩnh Sơn C	68,6	985,0	977,5	976,75
4	Hồ Sông Hình	357,0	209,0	196,0	208,98

Nguồn: Dữ liệu Công ty

Mức nước ở các hồ chứa đã được cải thiện sau đợt bão lũ ở khu vực miền Trung Nam Bộ thời gian qua. Tính đến ngày 07/11/2010, sản lượng điện lũy kế năm của công ty đạt 684,78 triệu kWh. Chúng tôi cho rằng kế hoạch không nhiều tham vọng của công ty trong năm nay sẽ được hoàn thành. Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu cả năm sẽ đạt 417 tỷ đồng (dựa trên giá bán điện bằng giá tạm tính năm 2009, khoảng 560 đồng/kWh) và lợi nhuận sau thuế đạt 306 tỷ đồng.

Rủi ro đầu tư

Hoạt động SXKD phụ thuộc vào điều kiện thời tiết

Điều kiện khí hậu thời tiết là yếu tố rủi ro gắn liền với hoạt động sản xuất phát điện bằng thủy điện. Hiệu suất hoạt động của nhà máy thủy điện luôn phụ thuộc vào nguồn năng lượng nước. Trữ lượng nước tích trong các hồ chứa sẽ không đủ để nhà máy hoạt động nếu xảy ra hạn hán kéo dài. Ngoài ra, thiên tai cũng có thể gây thiệt hại, sự cố trong việc phát điện và tăng chi phí sửa chữa.

Cơ chế độc quyền trong mua bán điện gây khó khăn cho doanh nghiệp

Với cơ chế độc quyền hiện nay trong ngành điện, Tập đoàn điện lực Việt Nam (EVN) là cơ quan duy nhất phụ trách truyền tải và phân phối điện trên cả nước. Việc mua bán điện giữa các nhà máy điện và EVN được thực hiện thông qua các hợp đồng mua bán điện (PPA). Do đó, lợi nhuận của các nhà máy điện hiện nay phụ thuộc rất nhiều vào giá điện thoả thuận với EVN. Khó khăn này chỉ được tháo gỡ khi cơ chế độc quyền dần được xóa bỏ, thay vào

đó là một thị trường điện cạnh tranh lành mạnh.

Chênh lệch tỷ giá có thể làm giảm lợi nhuận

Hiện nay, công ty còn một số khoản vay dài hạn bằng USD thông qua Chi nhánh Ngân hàng phát triển Phú Yên. Đây là khoản vay để đầu tư Dự án Nhà máy Thủy điện Sông Hinh từ năm 2005. Với hai khoản vay này, mỗi năm công ty phải trả khoản gốc vay khoảng 1,19 triệu USD cùng với khoản lãi vay và phí quản lý khoảng hơn 200.000 USD. Như vậy, nếu đồng Việt Nam tiếp tục yếu đi so với đồng USD sẽ là mối lo cho công ty. Ngoài ra, để đầu tư vào các dự án đang thực hiện, dự kiến công ty sẽ cần huy động vốn vay từ nước ngoài để mua sắm trang thiết bị, tạo thêm gánh nặng về tỷ giá.

Bảng 7: Dư nợ vay bằng tiền USD (tính đến 30/6/2010)

Bên cho vay	Nợ vay (\$1.000)	Lãi suất (%)	Kỳ hạn	Phí quản lý và dịch vụ (%)	Dư nợ (\$1.000)
Quỹ phát triển Bắc Âu	8.378,3	0	30 năm	0,95	7.708
Ngân hàng đầu tư Bắc Âu	10.725,2	LIBOR+1,35	10 năm	0,2	5.618
Tổng cộng	19.103,5				13.326

Nguồn: Dữ liệu Công ty

Định giá cổ phiếu

Xét đặc trưng của các công ty trong ngành thủy điện là tài sản cố định chiếm phần lớn tổng tài sản trong khi cơ cấu vốn có thể không giống nhau, chúng tôi không sử dụng phương pháp định giá theo PER do phương pháp này không xét đến cơ cấu vốn khác nhau giữa các công ty. Phương pháp định giá dựa vào dòng tiền chiết khấu (DCF) cũng không được sử dụng do dòng tiền trong 4-5 năm tới dự kiến sẽ có nhiều biến động tùy theo kế hoạch huy động vốn cụ thể để đầu tư dự án. Do đó, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá dựa trên EV/EBITDA. Theo đó, EV/EBITDA trung bình của một số công ty cùng ngành thuộc các nước trong khu vực được sử dụng để định giá cổ phiếu VSH. Với EV/EBITDA trung bình 6,7x, giá trị nội tại của VSH được xác định khoảng 13.700 đồng/cổ phiếu, cao hơn mức giá đóng cửa ngày 08/11/2010 (11.700 đồng/cổ phiếu) khoảng 17%. Mức giá này tương đương với PER 2010 là 9,2x dựa vào EPS kỳ vọng trong năm nay là 1.488 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi khuyến nghị GIỮ cổ phiếu VSH trong ngắn hạn với mức giá nội tại 13.700 đồng/cổ phiếu. Về dài hạn, với tiềm năng phát triển của công ty từ các dự án lớn đang thực hiện, VSH là cổ phiếu đáng quan tâm.

Bảng 8: Định giá cổ phiếu VSH

STT	Công ty	Quốc gia	Giá trị vốn hoá (triệu USD)	PER (x)	EV/EBITDA (x)
1	Alsons Consolidated Res Inc (ACR PM)	Philippines	207,9	31,8	6,1
2	SPC Power Corp (SPC PM)	Philippines	138,7	12,9	
3	Sahacogen Chonburi PCL (SCG TB)	Thailand	130,7	13,9	10,3
4	Vallibel Power Erathna PLC (VPEL SL)	Sri Lanka	66,3	18,0	
5	Asia Power Corp Ltd (API SP)	Singapore	59,7	23,9	3,8
5	Energy Development Co (ENGY IN)	India	44,1	16,1	
7	Vidulanka PLC (VLL SL)	Sri Lanka	28,3	21,4	
Trung bình				19,7	6,7

Nguồn: Bloomberg

PHỤ LỤC

Quá trình hoạt động

- 11/7/1994: Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn được thành lập theo Quyết định số 415NL/TCCB-LĐ của Bộ Năng lượng
- 3/7/2000: đổi tên thành Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh theo Quyết định số 163EVN/HĐQT-TCCB.ĐT của Tổng công ty Điện lực Việt Nam
- 2/12/2004: chuyển Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh thành Công ty cổ phần Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh theo Quyết định số 151/2004/QĐ-BCN của Bộ Công nghiệp
- 4/5/2005: Công ty cổ phần Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh chính thức đăng ký kinh doanh và đi vào hoạt động theo mô hình công ty cổ phần
- 7/7/2005: Cổ phiếu VSH của Công ty cổ phần Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh được giao dịch phiên đầu tiên tại Trung tâm giao dịch chứng khoán Hà Nội
- 18/7/2006: Cổ phiếu VSH được chuyển sang chính thức giao dịch tại Trung tâm giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh
- 12/2007: Tăng vốn điều lệ từ 1.250 tỷ đồng lên 1.374,9 tỷ đồng
- 12/2009: Tăng vốn điều lệ từ 1.374,9 tỷ đồng lên 2.062,4 tỷ đồng

Nhà máy đang hoạt động

1. Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn
 - Đặt tại xã Vĩnh Kim, huyện Vĩnh Thạnh, tỉnh Bình Định
 - Chính thức vận hành vào tháng 12/1994
 - Công suất lắp đặt: 66MW
 - Điện năng sản xuất: 306,7 triệu kWh/năm
2. Nhà máy Thủy điện Sông Hinh
 - Đặt tại xã Sơn Giang, huyện Sông Hinh, tỉnh Phú Yên
 - Chính thức vận hành vào tháng 7/2000
 - Công suất lắp đặt: 70MW
 - Điện năng sản xuất: 370 triệu kWh/năm

Cơ cấu cổ đông

Bảng 9: Cổ đông lớn

Cổ đông	Số lượng cổ phần sở hữu	Số vốn cổ đông sở hữu (triệu VND)	Tỷ lệ sở hữu (%)
Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN)	63.016.948	630.169,48	30,55
TCT Đầu tư và KD vốn nhà nước (SCIC)	49.497.930	494.979,30	24,00
Amersham Industries Ltd	10.004.169	100.041,69	4,85
Deutsche Bank London	6.243.610	62.436,10	3,03
UBS AG London Branch	4.134.865	41.348,65	2,00

Nguồn: Dữ liệu Công ty

Kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	2007	2008	2009	2010E	2011F
Doanh thu	370,2	483,7	517,6	417,0	444,8
GVHB (loại trừ khấu hao)	(20,6)	(26,4)	(33,4)	(58,9)	(61,7)
Khấu hao	(147,5)	(151,3)	(151,5)	(116,2)	(116,3)
Lợi nhuận gộp	108,9	242,9	202,1	306,0	332,7
Chi phí bán hàng & QLDN	(7,6)	(10,2)	(14,9)	(10,4)	(11,1)
EBIT	194,5	295,8	317,7	231,4	255,8
Lãi (lỗ) hoạt động tài chính	59,9	74,0	62,8	75,4	11,1
Lãi (lỗ) từ liên doanh, liên kết	1,9	0,3	6,5	-	-
Lãi (lỗ) khác	0,0	0,1	0,1	-	-
Lợi nhuận trước thuế	256,3	370,2	387,1	306,8	266,9
Thuế TNDN	0,6	0,7	(12,6)	-	(13,3)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	256,8	370,9	374,5	306,8	253,5
EBITDA	342,0	447,1	469,3	347,7	372,0
EPS (VND)	1.245,3	1.798,5	1.815,9	1.487,7	1.229,3

Nguồn: Dữ liệu Công ty, Kim Eng

Lưu chuyển tiền tệ

(tỷ VND)	2007	2008	2009	2010E	2011F
Dòng tiền hđ kinh doanh	292,3	433,2	414,1	474,8	420,4
Lợi nhuận ròng	256,3	370,2	387,1	306,8	266,9
Khấu hao	147,5	151,3	151,5	116,2	116,3
Thay đổi vốn hoạt động	(51,4)	(52,7)	(58,0)	33,5	(9,1)
Khác	(60,1)	(35,6)	(66,5)	18,2	46,3
Dòng tiền hđ đầu tư	(423,4)	(265,3)	43,4	14,7	(683,8)
Đầu tư TSCĐ ròng (capex)	(41,3)	(15,2)	(98,6)	(78,9)	(741,2)
Thay đổi trong đầu tư DH	(403,0)	(315,0)	40,0	-	-
Khác	20,9	64,9	101,9	93,6	57,4
Dòng tiền sau hđ đầu tư	(131,1)	167,9	457,5	489,6	(263,4)
Dòng tiền hđ tài chính	307,2	(348,7)	(309,2)	(258,7)	770,0
Thay đổi vốn góp cổ đông	505,5	-	-	-	-
Thay đổi khoản nợ vay	(123,5)	(101,3)	(61,7)	(52,5)	976,2
Thay đổi nợ dài hạn khác	-	-	-	-	-
Cổ tức	(74,9)	(247,4)	(247,5)	(206,2)	(206,2)
Dòng tiền ròng	176,0	(180,8)	148,3	230,8	506,6

Nguồn: Dữ liệu Công ty, Kim Eng

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	2007	2008	2009	2010E	2011F
Tổng tài sản	2.459,4	2.483,3	2.580,9	2.927,8	4.055,0
Tài sản ngắn hạn	833,4	993,9	1.159,2	1.544,8	2.047,1
Tiền	228,8	48,0	196,3	641,1	1.159,4
Đầu tư ngắn hạn	510,7	825,7	785,7	755,7	730,7
Hàng tồn kho	23,4	20,8	20,5	26,3	28,0
Phải thu khách hàng	62,4	60,3	107,2	83,4	89,0
Khác	8,3	39,1	49,5	38,4	40,0
Tài sản dài hạn	1.626,0	1.489,3	1.421,8	1.383,0	2.007,9
Đầu tư dài hạn	10,4	10,0	13,5	14,2	14,2
Tài sản cố định ròng	1.614,6	1.478,1	1.406,2	1.368,8	1.993,7
Khác	1,0	1,3	2,1	-	-
Nợ phải trả	437,2	340,8	316,3	376,5	1.233,5
Nợ phải trả ngắn hạn	123,2	115,8	67,1	64,6	29,8
Phải trả nhà cung cấp	12,8	1,3	5,9	5,3	5,3
Vay ngắn hạn	101,3	104,2	30,9	33,6	-
Khác	9,1	10,3	30,3	25,8	24,5
Nợ phải trả dài hạn	314,0	225,0	249,3	311,8	1.203,7
Vay dài hạn	313,9	224,8	249,1	311,8	1.203,7
Khác	0,1	0,2	0,2	-	-
Nguồn vốn	2.022,3	2.142,4	2.264,6	2.551,3	2.821,5
Vốn góp của cổ đông	1.745,6	1.745,6	2.062,4	2.045,8	2.062,4
Các quỹ	14,4	85,9	35,9	35,9	35,9
Khác	1,3	1,3	3,5	-	-
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-

Nguồn: Dữ liệu Công ty, Kim Eng

Chỉ số cơ bản

	2007	2008	2009	2010E	2011F
Tăng trưởng (% YoY)					
Doanh thu	(9,6)	30,7	7,0	(19,4)	6,7
EBIT	(18,3)	52,1	7,4	(27,2)	10,5
EBITDA	(11,2)	30,7	5,0	(25,9)	7,0
Lợi nhuận ròng	(5,0)	44,4	1,0	(18,1)	(17,4)
EPS	(5,0)	44,4	1,0	(18,1)	(17,4)
Khả năng sinh lợi (%) *					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	54,6	63,3	64,3	58,0	60,0
Tỷ suất EBIT	52,5	61,2	61,4	55,5	57,5
Tỷ suất EBITDA	92,4	92,4	90,7	83,4	83,6
Tỷ suất lợi nhuận ròng	69,4	76,7	72,4	73,6	57,0
ROA	11,8	15,0	14,8	11,1	7,3
ROE	15,3	17,8	17,0	12,8	9,4
Tình hình tài chính					
Nợ vay/VCSH (%)	20,5	15,4	12,4	13,5	42,7
Nợ vay ròng/VCSH (%)	9,2	13,1	3,7	(11,6)	1,6
Khả năng trả lãi vay (X)	12,6	27,9	48,8	33,9	7,1
K.năng trả lãi&vay NH (X)	1,6	2,6	4,3	5,9	4,8
Dòng tiền/lãi vay (X)	18,8	19,0	40,8	63,6	69,6
Điền/lãi&nợ vay NH (X)	2,9	2,6	5,8	10,6	9,0
Khả năng TT hiện hành (X)	6,8	8,6	17,3	23,9	68,7
Khả năng TT nhanh (X)	6,6	8,4	17,0	23,5	67,7
Tiền mặt/(nợ) ròng (tỷ VND)	(186,4)	(281,0)	(83,7)	295,6	(44,3)
Trên mỗi cổ phiếu (VND)					
EPS	1.245	1.799	1.816	1.488	1.229
CFPS	1.417	2.101	2.008	2.302	2.038
BVPS	9.799	10.381	10.963	12.370	13.680
SPS	1.795	2.345	2.509	2.022	2.157
EBITDA/share	1.658	2.168	2.275	1.686	1.804
Cổ tức tiền mặt	1.400	1.800	1.400	1.500	1.000

Nguồn: Dữ liệu Công ty, Kim Eng

SINGAPORE

Stephanie WONG *Head of Research*
Regional Head of Institutional Research
+65 6432 1451 swong@kimeng.com

- Strategy
- Small & Mid Caps

Gregory YAP

+65 6432 1450 gyap@kimeng.com

- Conglomerates
- Technology & Manufacturing
- Transport & Telcos

Rohan SUPPIAH

+65 6432 1455 rohan@kimeng.com

- Airlines
- Marine & Offshore

Pauline LEE

+65 6432 1453 paulinelee@kimeng.com

- Bank & Finance
- Consumer
- Retail

Wilson LIEW

+65 6432 1454 wilsonliew@kimeng.com

- Hotel & Resort
- Property & Construction

Anni KUM

+65 6432 1470 annikum@kimeng.com

- Industrials
- REITs

James KOH

+65 6432 1431 jameskoh@kimeng.com

- Infrastructure
- Resources

Eric ONG

+65 6432 1857 ericong@kimeng.com

- Marine & Offshore

David LOOMIS

+65 6432 1417 dloomis@kimeng.com

- Special Situations

HONG KONG / CHINA

Edward FUNG

Head of Research
+852 2268 0632 edwardfung@kimeng.com.hk

- Power
- Construction

Norman ZHANG

+852 2268 0631 normanzhang@kimeng.com.hk

- Technology/mid-caps

Ivan CHEUNG

+852 2268 0634 ivancheung@kimeng.com.hk

- Property

Ivan LI

+852 2268 0641 ivanli@kimeng.com.hk

- Banking & Finance

TAM Tsz Wang

+852 2268 0636 tamtszwang@kimeng.com.hk

- Telcos
- Small Caps

Jacqueline KO

+852 2268 0633 jacquelineko@kimeng.com.hk

- Food & Beverage

Grace DAI

+852 2268 0640 gracedai@kimeng.com.hk

- Metal

INDIA

Jigar SHAH

Head of Research
+91 22 6623 2601 jshah@kimeng.com

- Oil & Gas
- Transportation

Anubhav GUPTA

+91 22 6623 2605 agupta@kimeng.com

- Property
- Capital goods

Rohit LEDWANI

+91226623 2625 rohit@kimeng.co.in

- Banking and Financial services

Nikhil AGARWAL

+91226623 2611 nikhil@kimeng.co.in

- Cement
- Metals

Haripreet BATRA

+91226623 2606 haripreet@kimeng.co.in

- Software
- Education

Ganesh RAM

+91226623 2607 ganeshram@kimeng.co.in

- Telecom
- Media

MALAYSIA

YEW Chee Yoon

Head of Research
+603 2141 1555 cheeyoon@kimengkl.com

- Strategy
- Banks
- Telcos
- Property
- Conglomerates & others

LIEW Mee Kien

+603 2141 1555 meekien@kimengkl.com

- Gaming
- Media
- Power
- Construction

Research Team

+603 2141 1555

- Food & Beverage
- Manufacturing
- Plantations
- Tobacco
- Technology

INDONESIA

Katarina SETIAWAN

Head of Research
+6221 2557 1125 ksetiawan@kimeng.co.id

- Consumer
- Infra
- Shipping
- Strategy
- Telcos
- Others

Ricardo SILAEN

+6221 2557 1126 rsilaen@kimeng.co.id

- Auto
- Energy
- Heavy Equipment
- Property
- Resources

Rahmi MARINA

+6221 2557 1128 rmarina@kimeng.co.id

- Banking

Lucky ARIESANDI, CFA

+6221 2557 1127 lariesandi@kimeng.co.id

- Cement
- Construction
- Pharmaceutical
- Retail

Adi N. WICAKSONO

+6221 2557 1130 anwicaksono@kimeng.co.id

- Generalist

Arwani PRANADJAYA

+6221 2557 1129 apranadjaya@kimeng.co.id

- Technical analyst

VIETNAM

Nguyen Thi Ngan Tuyen

+84 838 38 66 36 x 163 tuyen.nguyen@kimeng.com.vn

- Pharmaceutical
- Confectionary and Beverage
- Oil and Gas

Ngo Bich Van

+84 838 38 66 36 x 164 van.ngo@kimeng.com.vn

- Bank
- Insurance

Nguyen Quang Duy

+84 838 38 66 36 x 162 duy.nguyenquang@kimeng.com.vn

- Shipping
- Seafood
- Rubber

Trinh Thi Ngoc Diep

+84 838 38 66 36 x 166 diep.trinh@kimeng.com.vn

- Property
- Construction

THAILAND

Kanchan KHANIJOU

+ 662 658 6300 x 4750 kanchan@kimeng.co.th

- Banks
- Construction Materials

Nathavut SHIVARUCHIWONG

+ 662 658 6300 x 4730 nathavut@kimeng.co.th

- Property
- Shipping

PHILIPPINES

Ricardo PUIG

Head of Research
+63 2 849 8835 ricardo_puig@atr.com.ph

- Strategy
- Property
- Telcos

Laura DY-LIACCO

+63 2 849 8840 laura_dyliacco@atr.com.ph

- Utilities
- Conglomerates

Lovell SARREAL

+63 2 849 8841 lovell_sarreal@atr.com.ph

- Consumer
- Media

Kenneth NERECINA

+63 2 849 8839 kenneth_nerecina@atr.com.ph

- Conglomerates
- Cement
- Ports/ Logistics

Katherine TAN

+63 2 849 8843 kat_tan@atr.com.ph

- Banks
- Construction

REGIONAL

Luz LORENZO

Economist
+63 2 849 8836 luz_lorenzo@atr.com.ph

- Economics

ONG Seng Yeow

+65 6432 1832 ongsengyeow@kimeng.com

- Regional Products & Planning

TAIWAN

Gary Chia

Head of Greater China Research
+886 2 3518 7900 gary.chia@yuanta.com

Boris Markovich

COO, Greater China Research
+852 3969 9518 boris.markovic@yuanta.com

John Brebeck, CFA

Head of Taiwan Strategy
Head of Research, Taiwan
+886 2 3518 7906 john.brebeck@yuanta.com

George Chang, CFA

Head of Upstream Tech
+886 2 3518 7907 george.chang@yuanta.com

Vincent Chen

Head of Downstream Tech
+886 2 3518 7903 vincent.chen@yuanta.com

Dennis Chan – NB Supply Chain

+886 2 3518 7913 dennis.chan@yuanta.com

Andrew C Chen – IC Backend

+886 2 3518 7940 andrew.chen@yuanta.com

Ellen Chiu – Taiwan Consumer

+886 2 3518 7936 ellen.chiu@yuanta.com

Danny Ho – Taiwan Petrochemical

+886 2 3518 7923 danny.ho@yuanta.com

Min Li – Alternative Energy

+852 3969 9521 min.li@yuanta.com

May Lin – Taiwan Telecom

+886 2 3518 7942 may.lin@yuanta.com

Tess Wang – Taiwan Financials

+886 2 3518 7901 tess.wang@yuanta.com

Recommendation definitions

Our recommendation is based on the following expected price performance within 12 months:

+15% and above: BUY
-15% to +15%: HOLD
-15% or worse: SELL

PHỤ LỤC 1: ĐIỀU KHOẢN CHO VIỆC CUNG CẤP BÁO CÁO
VÀ
NHỮNG KHUYẾN CÁO

Báo cáo này và bất kỳ sự truy cập điện tử vào báo cáo được giới hạn và được gửi tới khách hàng của Kim Eng Viet Nam. ("KEVS") hoặc những tổ chức đầu tư liên quan tới KEVS - các nhà đầu tư tổ chức và những người được phép truy cập - là **đối tượng của các điều khoản và khuyến cáo dưới đây**.

NẾU BẠN KHÔNG PHẢI LÀ NGƯỜI CÓ QUYỀN HOẶC KHÔNG ĐỒNG Ý NHỮNG ĐIỀU KHOẢN VÀ KHUYẾN NGHỊ BÊN DƯỚI, BẠN KHÔNG NÊN ĐỌC BÁO CÁO NÀY VÀ THÔNG BÁO CHO KEVS HOẶC NHỮNG TỔ CHỨC LIÊN QUAN BIẾT RẰNG BẠN KHÔNG MUỐN NHẬN NHỮNG BÁO CÁO TƯƠNG TỰ.

Báo cáo này cung cấp thông tin và những ý kiến chỉ dành cho mục đích tham khảo. Báo cáo này không có ý định và mục đích cấu thành những lời khuyên tài chính, đầu tư, giao dịch hay bất kỳ lời khuyên nào khác. Nó không được phân tích như một sự xúi giục hay một yêu cầu mua hay bán bất kỳ chứng khoán hoặc những sản phẩm tài chính liên quan nào. Thông tin và những lời bình luận không có ý tán thành hay khuyến nghị cho bất kỳ loại chứng khoán, quyền chọn, hay những phương tiện đầu tư khác.

Báo cáo được chuẩn bị mà không quan tâm tới yếu tố tài chính cá nhân, những nhu cầu hay mục đích của người nhận. Những chứng khoán được thảo luận trong báo cáo này có lẽ không thích hợp cho tất cả các nhà đầu tư. Người đọc không nên xem bất cứ thông tin nào trong báo cáo như sự xác nhận có căn cứ hoặc thay thế cho việc áp dụng những kỹ năng và đánh giá của chính họ trong quyết định đầu tư hay quyết định khác. Người đọc nên đánh giá một cách độc lập những khoản đầu tư và những chiến lược cụ thể, và người đọc được khuyến khích tìm kiếm những lời khuyên từ những chuyên gia tài chính trước khi đưa ra bất kỳ những quyết định đầu tư hay tham gia vào bất kỳ giao dịch những chứng khoán có liên quan trong báo cáo này. Tính phù hợp hay không của bất kỳ khoản đầu tư hay chiến lược cụ thể nào được đề cập trong báo cáo này đối với nhà đầu tư phụ thuộc vào hoàn cảnh và mục tiêu riêng của nhà đầu tư và nên được xác nhận bởi nhà đầu tư đó với nhà tư vấn của mình trước khi thừa nhận và thực hiện. Bạn đồng ý rằng một vài hoặc tất cả những thông tin mà bạn sử dụng trong báo cáo này là rủi ro của riêng bạn và không có bất kỳ sự trông cậy vào KER, những công ty liên quan, chi nhánh và những nhân viên. Bạn hiểu rằng sử dụng báo cáo này chỉ RỦI RO RIÊNG BẠN.

Báo cáo này được phổ biến hoặc được cho phép sử dụng bởi người có thẩm quyền đang hoạt động kinh doanh chứng khoán hay tư vấn tài chính trong phạm vi cho phép bởi Kim Eng hoặc chi nhánh của Kim Eng.

Kim Eng, những chi nhánh và nhân viên của Kim Eng có thể đầu tư vào chứng khoán hoặc những sản phẩm phái sinh của những công ty được đề cập trong báo cáo này theo cách khác với những gì được thảo luận trong báo cáo này. Những sản phẩm phái sinh có thể được phát hành bởi Kim Eng, những công ty liên quan hay những người hợp tác.

Kim Eng và những chi nhánh của Kim Eng có thể có những hoạt động kinh doanh liên quan tới những công ty được đề cập trong báo cáo này. Hoạt động kinh doanh bao gồm tạo thị trường và giao dịch đặc biệt, mua bán rủi ro và tự doanh khác, quản lý quỹ, dịch vụ đầu tư và tài chính doanh nghiệp.

Ngoại trừ khía cạnh công bố sự liên quan được nêu ở trên, báo cáo này dựa vào những thông tin đại chúng. Kim Eng cố gắng trong phạm vi có thể sử dụng thông tin đầy đủ và đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không khẳng định những thông tin đưa ra là hoàn toàn chính xác và đầy đủ. Người đọc cũng nên lưu ý rằng ngoại trừ điều ngược lại được nêu ra, Kim Eng và bên cung cấp dữ liệu thứ 3 không đảm bảo về tính chính xác, đầy đủ và kịp thời của dữ liệu mà chúng tôi cung cấp và sẽ không chịu trách nhiệm cho bất cứ sự thiệt hại nào liên quan đến việc sử dụng những dữ liệu đó.

Quyền sở hữu thông tin: người đọc thừa nhận và đồng ý rằng báo cáo này chứa đựng thông tin, hình ảnh, đồ thị, văn bản, biểu tượng và những tài liệu khác được bảo vệ bởi quyền sở hữu, thương hiệu, uy tín và những quyền khác và tất cả những quyền này là có hiệu lực và được bảo vệ trong tất cả các hình thức, truyền thông và công nghệ hiện nay hay phát triển sau này. Nội dung là tài sản của Kim Eng hay bên cung cấp thông tin thứ ba hay người cấp giấy phép. Sự biên soạn (nghĩa là sự thu thập, sắp xếp, và gắn kết) của tất cả nội dung trong báo cáo này là tài sản độc quyền của Kim Eng và được bảo vệ bởi luật pháp quốc tế và luật pháp của Việt Nam. Người đọc không thể sao chép, chỉnh sửa, thay đổi, thêm bớt, bình luận, ấn bản, tham gia vào việc chuyển đổi dưới mọi hình thức hay bán, tạo những sản phẩm xuất phát từ báo cáo này, hay bất kỳ cách nào khai thác nội dung của toàn bộ hay một phần ngoại trừ những sự cho phép đặc biệt. Nếu không có hạn chế đặc biệt nào được nêu ra, người đọc có thể sao chép một phần trong nội dung miễn là bản sao chép đó được dùng cho cá nhân và không có mục đích thương mại và người đọc không được thay đổi hoặc sửa đổi nội dung trong bất cứ hình thức nào và giữ lại mọi thông báo nào được ghi trong nội dung như thông báo tác quyền, thương hiệu hay thông báo độc quyền. Ngoại trừ những điều đã nêu trên hoặc ngoại trừ được phép bởi luật tác quyền như một đặc quyền, người đọc không thể sản xuất lại hay phân phối nội dung nếu không có sự cho phép của người sở hữu. Bất cứ sự được phép phân phối nào cũng bị giới hạn quyền phân phối như thế thì không vi phạm bản quyền của Kim Eng và không đại diện dưới mọi hình thức quyền ký sau nội dung báo cáo được phép phân phối đến bên thứ ba.

Những thông tin khác liên quan đến chứng khoán đã được đề cập trong báo cáo này có thể được cung cấp thêm khi được yêu cầu.

Những khuyến cáo khác:

BÁO CÁO NÀY LÀ BẢO MẬT TỐI NGƯỜI NHẬN, KHÔNG ĐƯỢC CUNG CẤP TỚI BÁO CHÍ HAY PHƯƠNG TIỆN THÔNG TIN ĐẠI CHÚNG KHÁC, VÀ KHÔNG ĐƯỢC SAO CHÉP LẠI DƯỚI BẤT KỲ HÌNH THỨC NÀO VÀ KHÔNG ĐƯỢC CHUYỂN ĐẾN HÀN QUỐC, HOẶC CUNG CẤP CHO BẤT KỲ NGƯỜI HÀN QUỐC NÀO. VIỆC VI PHẠM NHỮNG QUY ĐỊNH NÀY CŨNG LÀ VI PHẠM LUẬT CHỨNG KHOÁN HÀN QUỐC. KHI CHẤP NHẬN NHỮNG BÁO CÁO NÀY, BẠN ĐỒNG Ý VỚI NHỮNG RÀNG BUỘC TRÊN.

BÁO CÁO NÀY LÀ BẢO MẬT TỐI NGƯỜI NHẬN, KHÔNG ĐƯỢC CUNG CẤP TỚI BÁO CHÍ HAY PHƯƠNG TIỆN THÔNG TIN ĐẠI CHÚNG KHÁC, VÀ KHÔNG ĐƯỢC SAO CHÉP LẠI DƯỚI BẤT KỲ HÌNH THỨC NÀO VÀ KHÔNG ĐƯỢC CHUYỂN ĐẾN MALAYSIA, HOẶC CUNG CẤP CHO BẤT KỲ NGƯỜI MALAYSIA NÀO. VIỆC VI PHẠM NHỮNG QUY ĐỊNH NÀY CŨNG LÀ VI PHẠM LUẬT CHỨNG KHOÁN MALAYSIA. KHI CHẤP NHẬN NHỮNG BÁO CÁO NÀY, BẠN ĐỒNG Ý VỚI NHỮNG RÀNG BUỘC TRÊN.

Ngoài việc chấp nhận những ràng buộc nêu trên, người sử dụng báo cáo này có thể phải tuân theo những quy định và khuyến nghị khác khi nhận báo cáo này ngoài Việt Nam.

Cho đến 8/11/2010, Bộ phận Nghiên Cứu của Kim Eng và chuyên viên phân tích phụ trách không có bất kỳ liên quan nào với Công ty được phân tích.

Các quan điểm, nhận định được đưa ra trong báo cáo này phản ánh một cách chính xác quan điểm nhận định của cá nhân chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành báo cáo; và không có sự bồi thường nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, liên quan đến những khuyến nghị cụ thể đã trình bày trong báo cáo của chuyên viên phân tích.

Ngoại trừ những cho phép đặc biệt, không phần nào của báo cáo này được phép sao chép lại hay phân phối mà không được sự cho phép bằng văn bản của KEVS. KEVS không chịu trách nhiệm về bất cứ hành động nào của bên thứ 3 về khía cạnh này.

Singapore

Kim Eng Securities Pte Ltd
Kim Eng Research Pte Ltd
 9 Temasek Boulevard
 #39-00 Suntec Tower 2
 Singapore 038989

Tel: +65 6336 9090
 Fax: +65 6339 6003

LAU Wai Kwok (sales)
 lauwk@kimeng.com

Stephanie WONG (research)
 swong@kimeng.com

Hong Kong

Kim Eng Securities (HK) Ltd
 Level 30,
 Three Pacific Place,
 1 Queen's Road East,
 Hong Kong

Tel: +852 2268 0800
 Fax: +852 2877 0104

Ray LUK (sales)
 rluk@kimeng.com.hk

Edward FUNG (research)
 edwardfung@kimeng.com.hk

Philippines

ATR-Kim Eng Securities Inc.
 17/F, Tower One & Exchange Plaza
 Ayala Triangle, Ayala Avenue
 Makati City, Philippines 1200

Tel: +63 2 849 8888
 Fax: +63 2 848 5738

Lorenzo ROXAS (sales)
 lorenzo_roxas@atr.com.ph

Ricardo PUIG (research)
 ricardo_puig@atr.com.ph

South Asia Sales Trading

Connie TAN
 connie@kimeng.com
 Tel: +65 6333 5775
 US Toll Free: +1 866 406 7447

London

Kim Eng Securities (London) Ltd
 6/F, 20 St. Dunstan's Hill
 London EC3R 8HY, UK

Tel: +44 20 7621 9298
 Dealers' Tel: +44 20 7626 2828
 Fax: +44 20 7283 6674

Giles WALSH (sales)
 gwalsh@kimeng.co.uk

Geoff HO (sales)
 gho@kimeng.co.uk

James JOHNSTONE (sales)
 jjohnstone@kimeng.co.uk

Thailand

Kim Eng Securities (Thailand)
Public Company Limited
 999/9 The Offices at Central World,
 20th - 21st Floor,
 Rama 1 Road, Pathumwan,
 Bangkok 10330, Thailand

Tel: +66 2 658 6817 (sales)
 Tel: +66 2 658 6801 (research)

Vikas KAWATRA (sales)
 vkawatra@kimeng.co.th

Naphat CHANTARASEREKUL (research)
 naphat.c@kimeng.co.th

Vietnam

Kim Eng Vietnam Securities Joint Stock
Company
 1st Floor, 255 Tran Hung Dao St.
 District 1
 Ho Chi Minh City, Vietnam

Tel : +84 838 38 66 36
 Fax : +84 838 38 66 39

Mai Phan Lam Hoa (sales)
 Hoa.maiphlan@kimeng.com.vn

North Asia Sales Trading

Eddie LAU
 eddielau@kimeng.com.hk
 Tel: +852 2268 0800
 US Toll Free: +1 866 598 2267

New York

Kim Eng Securities USA Inc
 406, East 50th Street
 New York, NY 10022, U.S.A.

Tel: +1 212 688 8886
 Fax: +1 212 688 3500

Jeffrey S. SEO (sales)
 jseo@kesusa.com

Warren KIM (trading)
 wkim@kesusa.com

Indonesia

PT Kim Eng Securities
 Plaza Bapindo
 Citibank Tower 17th Floor
 Jl Jend. Sudirman Kav. 54-55
 Jakarta 12190, Indonesia

Tel: +62 21 2557 1188
 Fax: +62 21 2557 1189

Kurnia SALIM (sales)
 ksalim@kimeng.co.id

Katarina SETIAWAN (research)
 ksetiawan@kimeng.co.id

India

Kim Eng Securities India Pvt Ltd
 2nd Floor, The International,
 Plot No.16, Maharishi Karve Road,
 Churchgate Station,
 Mumbai City - 400 020, India

Tel: +91.22.6623.2600
 Fax: +91.22.6623.2604

Vikas KAWATRA (sales)
 vkawatra@kimeng.co.th

Jigar SHAH (research)
 jigar@kimeng.co.in

North America Sales Trading

Warren KIM
 wkim@kesusa.com
 Tel: +1 212 688 8886

Taiwan

Yuanta Securities Investment
Consulting Co.
 10/F, No 225, Nanking East Rd
 Section 3
 Taipei 104, Taiwan

Tel: +886 2 8770-6078
 Fax: +886 2 2546-0376

Arthur LO (sales)
 Arthur.lo@yuanta.com.tw

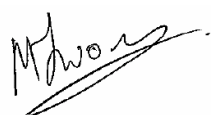
Gary CHIA (research)
 Gary.chia@yuanta.com.tw

Malaysia

Kim Eng Research Sdn Bhd
 16/F, Kompleks Antarabangsa
 Jalan Sultan Ismail
 50250 Kuala Lumpur, Malaysia

Tel: +603 2141 1555
 Fax: +603 2141 1045

YEW Chee Yoon (research)
 cheeyoon@kimengkl.com



Stephanie Wong
 CEO, Kim Eng Research