

Ngành: Điện
Ngày 17 tháng 09 năm 2014
CÔNG TY CỔ PHẦN THỦY ĐIỆN VĨNH SƠN SÔNG HÌNH (HOSE: VSH)

Cao Thị Tĩnh Chuyên viên phân tích Email: tinhct@fpts.com.vn Điện thoại: (84) – 4 3773 7070 Ext : 4305	Giá niêm yết	14.700	<div> <div>-18%</div> <div>-7%</div> <div>0%</div> <div>+7%</div> <div>+18%</div> </div> <div> <div>Bán</div> <div>Giảm</div> <div>Theo dõi</div> <div>Thêm</div> <div>Mua</div> </div>
	Giá mục tiêu	14.300	
	Tăng/giảm	-3,4%	
	Tỷ suất cổ tức	6,75%	
			THEO DÕI

Diễn biến giá cổ phiếu VSH

Tóm tắt nội dung

- **Sản lượng được cải thiện, đẩy doanh thu tăng cao.** Sản lượng 6 tháng đầu năm của VSH tăng gần gấp rưỡi so với cùng kỳ và đạt gần 60% kế hoạch. Điều kiện thủy văn tốt trong năm giúp VSH có khả năng hoàn thành kế hoạch sản lượng cao.
- **Diễn biến đàm phán giá điện đã có cải thiện nhất định nhưng vẫn chưa có kết quả chính thức.** Đàm phán giá điện giữa EVN và VSH vào tháng 5/2014 đã đi đến việc thống nhất về mức giá cho giai đoạn 2010-2013 và mức giá mới cho năm 2014. Tuy nhiên, giá chính thức cũng như thời điểm phê duyệt vẫn chưa được xác định. Trong trường hợp không có cải thiện thêm về mức giá bán, khả năng VSH khó giữ được chính sách cổ tức 10% cho các nhà đầu tư.
- **Dự báo kết quả kinh doanh năm 2014:** Ước tính năm 2014, sản lượng đạt kế hoạch đề ra, bằng mức bình quân sản lượng các năm trước. EVN vẫn thanh toán với mức giá tạm tính cho năm 2013, trong khi đó kế hoạch doanh thu và sản lượng dựa trên mức giá tạm tính, khiến khả năng hoàn thành kế hoạch năm là khó khả thi. Doanh thu tài chính giảm mạnh khiến LNST không cải thiện nhiều so với năm trước, ước đạt gần 150 tỷ VND, tương đương với 726 đồng EPS.
- **Các chỉ số tài chính và hiệu quả đầu tư giảm khi tiến độ dự án Thượng Kon Tum bị chững lại:** Thanh khoản ngắn hạn và các chỉ số hiệu quả hoạt động trên tổng tài sản và tổng nguồn vốn của VSH giảm khi trên 50% tổng tài sản của doanh nghiệp đầu tư vào dự án dài hạn đang bị đình trệ.
- **Dự án Thượng Kon Tum – khó khăn trong vấn đề xử lý hợp đồng:** Gói thầu đường hầm dẫn nước bị chững lại do nhà thầu chưa đủ năng lực về kinh nghiệm, kỹ thuật và trình độ công nghệ để thực hiện, trong khi ban quản lý dự án chưa giải quyết triệt để khi vấn đề mới phát sinh. Vấn đề xử lý hợp đồng gặp nhiều khó khăn với nhà thầu Trung Quốc gây chậm tiến độ cho dự án cũng như thiệt hại về kinh tế cho VSH.
- **Khuyến nghị:** VSH có chất lượng máy móc tốt trong khi thiết bị sản xuất đã khấu hao gần hết giúp giá thành sản xuất điện thấp nhất trong các doanh nghiệp niêm yết trong ngành. Với mức sản lượng tương đối ổn định qua các năm, dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh khá ổn định, tuy nhiên, do hợp đồng mua bán với EVN chưa được ký kết trong nhiều năm gây rủi ro lớn về giá điện cho doanh nghiệp này. Dự án Thượng Kon

Thông tin giao dịch tại HOSE

Giá hiện tại	14.700
Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)	18.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP)	13.100
Số lượng CP niêm yết (CP)	206.241.246
Số lượng CP lưu hành (CP)	206.241.246
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	560.744
% sở hữu nước ngoài	24,87%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	2.062
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.052

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn-Sông Hình
Địa chỉ	91, Nguyễn Huệ, TP Quy Nhơn, Bình Định
Doanh thu chính	Thủy điện
Chi phí chính	Chi phí khấu hao tài sản cố định
Lợi thế cạnh tranh	Giá vốn sản xuất thấp

Rủi ro chính: Biến động thời tiết, chính sách giá mua điện của EVN

Danh sách cổ đông	Tỷ lệ (%)
Tổng công ty phát điện 3	30,55%
SCIC	24,00%
VIAC	8,04%

Tum đang gặp nhiều khó khăn, ảnh hưởng tới tiến độ, mức hiệu quả của dự án cũng như tiềm năng tăng trưởng của VSH. Dựa trên phương pháp định giá dòng tiền (FCFF) chúng tôi đưa ra mức giá 14.300 đồng/cổ phiếu, thấp hơn khoảng 3% so với mức giá trên thị trường. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với mã cổ phiếu này.

Bảng 1: Các số liệu tài chính và dự phóng cho giai đoạn 2013 – 2018

Chỉ tiêu	Đơn vị	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	284	314	341	341	341	1.719
LN gộp	Tỷ đồng	152	155	168	168	168	827
LNST	Tỷ đồng	197	150	161	160	159	430
EPS	Đồng	957	726	783	777	771	2.083
DPS	Đồng	1.000	500	500	500	500	500
DPS/EPS	%	104%	69%	64%	64%	65%	24%
Tăng trưởng DT	%	-14,6%	10,7%	8,5%	0,0%	0,0%	404,7%
Tăng trưởng LNST	%	-15,6%	-24,1%	7,8%	-0,8%	-0,8%	170,4%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	53,7%	49,4%	49,4%	49,4%	49,4%	48,1%
ROE	%	7,8%	5,6%	5,9%	5,6%	5,4%	13,7%
ROA	%	5,6%	3,9%	3,3%	2,4%	2,0%	5,2%
P/E	Lần	16	21	19	19	19	7
P/B	Lần	1,14	1,10	1,06	1,03	0,93	0,84

CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giả định DCF	Giá trị	Tổng hợp định giá	đvt: tỷ đồng
WACC 2014	13,2%	Thời gian dự phóng	5 năm
Thuế suất 2014 (*)	5%	Tổng hiện giá dòng tiền	3.416
Chi phí vốn CSH	15,87%	(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	592
Lãi suất phi rủi ro	6,46%	(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	1.050
Phần bù rủi ro	9,34%	Giá trị vốn cổ phần	2.958
Hệ số Beta	1,007	Lợi ích cổ đông thiểu số	0
Tăng trưởng bình quân	15,3%	Giá trị vốn CSH công ty mẹ	2.958
Tăng trưởng bền vững	3%	Cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	206

(*)Đối với dự án Thượng Kon Tum đi vào hoạt động từ 2017 sẽ được hưởng thuế suất ưu đãi 0% trong vòng 5 năm đầu đi vào hoạt động.

Suất cổ tức ước tính **6,7%**

Giá kỳ vọng 12 tháng (đ/cp) **14.341**

Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

VSH có hoạt động kinh doanh tương đối ổn định tạo mức ổn định cho dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh chính (CFO). Tuy nhiên, doanh nghiệp này đầu tư hơn nửa tổng tài sản của doanh nghiệp cho dự án Thượng Kon Tum, hiện đang bị treo trong 4-5 năm nữa khiến tính thanh khoản của doanh nghiệp bị sụt giảm.

Chúng tôi lựa chọn phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF để định giá cổ phiếu và phương pháp NPV để đánh giá tính hiệu quả của dự án Thượng Kon Tum với các giả định như sau:

- Giá bán điện cho năm 2014 và các năm tiếp theo bằng với mức giá EVN đang tạm thanh toán, bằng với mức giá năm 2013.
- Mức cổ tức 10% có khả năng duy trì cho kết quả kinh doanh năm 2013, nhưng khó có khả năng thực hiện trong năm 2014 với mức giá giả định như trên. Chúng tôi giả định tỷ lệ cổ tức trong 4 năm tiếp theo là 5%.
- VSH tìm được nhà thầu mới cho dự án Thượng Kon Tum, và tiến hành dự án với tiến độ chậm hơn 1 năm so với kế hoạch trước đó với tổng chi phí tăng lên khoảng 1.000 tỷ đồng.

Rủi ro đầu tư

Rủi ro thời tiết: Sản lượng điện VSH phụ thuộc nhiều vào điều kiện thủy văn tại lưu vực sông Kôn-Hà Thanh và sông Ba. Khu vực này chia thành 2 mùa rõ rệt (mùa mưa và mùa khô). Sản lượng điện cả năm phụ thuộc nhiều vào lượng nước mùa mưa (từ tháng 9 đến tháng 12). Theo dõi dữ liệu lịch sử cho thấy sản lượng điện VSH sẽ xuống thấp, chịu ảnh hưởng của năm hạn hán theo chu kỳ từ 5-6 năm.

Rủi ro giá bán điện: Giá điện EVN đang tạm thanh toán cho VSH là mức giá thấp nhất trong ngành, trong khi đó hợp đồng mua bán điện giữa hai bên vẫn chưa được ký kết trong vòng 5 năm qua. Với mức giá tạm thanh toán này, VSH khó có thể thực hiện trả mức cổ tức 10% cho các nhà đầu tư mà ban điều hành doanh nghiệp chủ trương cam kết trả.

Rủi ro dự án đầu tư: Dự án Thượng Kon Tum là dự án có quy mô tương đối lớn hiện nay và được VSH thực hiện từ năm 2010, tuy nhiên tiến độ dự án bị chậm lại do vấn đề quản lý dự án và vấn đề hợp đồng với nhà thầu Trung Quốc trong một gói thầu có tỷ trọng lớn của dự án. Vấn đề thanh lý hợp đồng tương đối phức tạp nên rủi ro chậm tiến độ lâu nếu 2 bên không đạt được thỏa thuận đồng nhất cùng với thời gian tìm kiếm nhà thầu mới và phê duyệt phương án thay thế.

CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ THAM KHẢO TRONG NGẮN HẠN THEO PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH

Mã Cổ phiếu	Tên Doanh nghiệp	Quốc gia	Vốn hóa (USD)	DT Thuần (USD)	BLNST (%)	ROA (%)	P/E	P/B
NHPC IN	NHPC LTD	Ấn Độ	3.722,7	1.228,3	16,4	2,0	20,1	0,8
958 HK	HUANENG RENEWABLES CORP-H	Trung Quốc	3.145,2	965,9	15,3	1,6	20,6	1,4
EDC PM	ENERGY DEVELOPMENT CORP	Philippin	3.020,6	623,2	18,5	4,8	16,2	3,5
000722 CH	HUNAN DEVELOPMENT GROUP CO-A	Trung Quốc	611,4	39,1	67,9	6,3	23,7	1,6
CHP VN	CTCP Thủy điện Miền Trung	Việt Nam	69,1	25,1	23,8	3,7	11,6	1,2
SBA VN	CTCP Thủy điện Sông Ba	Việt Nam	30,7	11,7	30,0	4,4	6,1	1,0
SHP VN	CTCP Thủy điện Miền Nam	Việt Nam	66,3	9,2	53,7	3,8	13,5	1,3
HJS VN	CTCP Thủy điện Nậm Mu	Việt Nam	7,6	5,9	16,7	3,2	9,2	0,9
SEB VN	CTCP Đầu tư và Phát triển điện Miền Trung	Việt Nam	19,5	5,2	42,1	7,7	9,4	1,8
KENG IN	KARMA ENERGY LTD	Ấn Độ	3,2	4,0	6,3	1,1	12,9	0,4
VLL SL	VIDULLANKA PLC	Srilanka	22,0	3,9	30,0	8,1	15,0	2,4
DRL VN	CTCP Thủy điện - Điện lực 3	Việt Nam	15,6	3,2	55,9	24,7	8,6	3,0
Bình quân Ngành			849,4	243,7	31,4	6,0	13,9	1,6
VSH VN	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn- Sông Hinh	Việt Nam	144,0	17,1	69,6	5,6	12,4	1,1

So sánh với mức bình quân P/E và P/B của các doanh nghiệp trong ngành tại Việt Nam, VSH là một trong những doanh nghiệp có tỷ lệ P/E cao nhất ngành và tỷ lệ P/B ở mức bình quân trong ngành. So sánh với các doanh nghiệp niêm yết tại các quốc gia lân cận, VSH có quy mô nhỏ so với bình quân trong ngành, nhưng có biên lợi nhuận sau thuế tương đối cao. So sánh với mức bình quân ngành trên thế giới, tỷ lệ P/E và P/B của VSH nói riêng và của ngành tại Việt Nam thấp hơn tương đối so với mức bình quân trên thế giới. Sử dụng bình quân ngành làm tham chiếu giá cho VSH, chúng tôi đưa ra mức giá theo so sánh bình quân trong ngành như sau:

Chỉ tiêu	Giá trị (VND)
Giá trị EPS 2014 (ước tính)	726
BV (tại quý gần nhất)	13.090
P/E BQ ngành	13,9
P/B BQ ngành	1,6
Giá theo P/E	10.110
Giá theo P/B	21.025
Giá ước tính bình quân	15.568

Thủy điện Vĩnh Sơn (66MW)



Thủy điện Sông Hinh (70MW)



Danh sách một số nhà máy Thủy điện

STT	Tên nhà máy	Địa bàn	Công suất(MW)
1	Thủy điện Sơn La	Sơn La	2.400
2	Thủy điện Hòa Bình	Hòa Bình	1.920
3	Thủy điện Ialy	Bình Định	720
4	Thủy điện Trị An	Đồng Nai	400
5	Thủy điện Tuyên Quang	Tuyên Quang	340
6	Thủy điện Bản Vẽ	Nghệ An	320
7	Thủy điện A Vương	Quảng Nam	210
8	Thủy điện Miền Trung	Đà Nẵng	170
9	Thủy điện Đa Nhim	Lâm Đồng	168
10	Thác Mơ	Bình Phước	150
11	Thủy điện Vĩnh Sơn-Sông Hinh	Bình Định	136
12	Thủy điện Miền Nam	Lâm Đồng	122,5
13	Thủy điện Thác Bà	Yên Bái	120
14	Thủy điện Cần Đơn	Bình Phước	77,6

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành và phát triển

CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh tiền thân là Nhà máy Thủy điện Vĩnh Sơn, thuộc công ty điện lực III, chính thức đi vào hoạt động từ 4/12/1994, công suất thiết kế ban đầu 66MW – 230 triệu kWh. Đây là dự án thủy điện đầu tiên có quy mô tại khu vực miền Trung – Tây Nguyên. Năm 1999, công ty được phê duyệt để vận hành và quản lý dự án thủy điện Sông Hinh, với công suất 70MW-370 triệu kWh, nâng tổng công suất lên 136MW, tương đương với 600 triệu kWh. Công ty được đổi tên thành Nhà máy Vĩnh Sơn – Sông Hinh, được cổ phần hóa năm và giao dịch trên HSX từ năm 2006.

Năm	Sự kiện
1991-94	Xây dựng nhà máy Vĩnh Sơn
1999	Quản lý vận hành nhà máy Thủy điện Sông Hinh
2000	Đổi tên thành Nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn-Sông Hinh
2004	Cổ phần hóa
2005	Chính thức niêm yết trên HNX
2006	Chính thức giao dịch trên HSX
2007	Tăng vốn điều lệ lên 1.375 tỷ VND
2009	Tăng vốn điều lệ lên 2.062 tỷ VND
2013	Tăng năng lực hồ chứa thêm 50 triệu kWh.

Chiến lược phát triển trung và dài hạn

Tập trung cao độ cho dự án thủy điện Thượng Kon Tum: VSH có hiện đang đầu tư 3 dự án đầu tư lớn bao gồm: Nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn 2 (100MW), Vĩnh Sơn 3 (30MW) và Thủy điện Thượng Kon Tum (220MW). Cả 3 dự án này đã được VSH đầu tư đồng thời bằng nguồn vốn tự có, tuy nhiên do lượng tiền mặt có hạn trong khi nguồn vốn cần huy động cao, nên trong thời gian tới VSH chỉ tập trung ưu tiên cho dự án thủy điện Thượng Kon Tum. Dự án Thượng Kon Tum là dự án chiến lược trong quy hoạch điện 7, theo lộ trình sẽ hoàn thành xong vào 2014. Tuy nhiên, tiến độ của dự án sẽ chậm hơn nhiều so với kế hoạch đề ra do 2 nguyên nhân chính: khó khăn trong huy động vốn vay từ ngân hàng khi VSH chưa ký kết được hợp đồng mua bán điện với EVN; và vấn đề chậm trễ trong thi công của nhà thầu Trung Quốc trong các gói thầu quan trọng.

Vị thế của VSH trong ngành

Giống như CTCP Thủy điện Miền Nam, VSH đang chạy với tổng công suất thiết kế 136MW, ở mức bình quân so với các doanh nghiệp niêm yết trong ngành và nhỏ so với quy mô của toàn ngành, chiếm khoảng 1,14% tổng công suất của các nhà máy tham gia thị trường điện hiện nay. Tuy nhiên, với kỳ vọng hoàn thành dự án thủy điện Thượng Kon Tum sẽ hoàn thành trong tương lai, tổng công suất

khả dụng của VSH tăng lên hơn gấp rưỡi, đạt 356MW – quy mô tương đối lớn so với các dự án thủy điện trên cả nước.

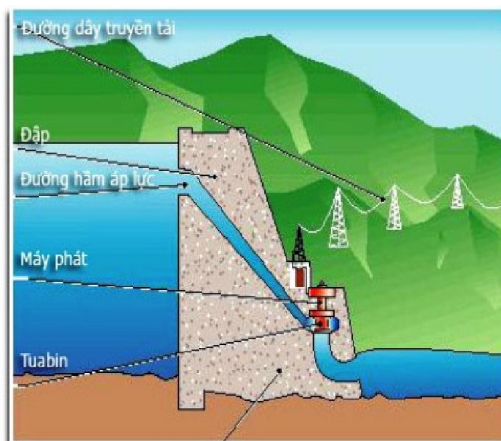
Chi tiết dự án thủy điện Thượng Kon Tum

Vị trí: Là công trình thủy điện lớn nhất tỉnh Kon Tum, nhằm khai thác thủy năng sông Dak bla– thuộc thượng nguồn sông Sê san với độ cao 1.700m. Sông Sê san là một trong nhánh lớn của lưu vực hạ du sông Mê Kong, bắt nguồn từ vùng núi Bắc Tây Nguyên, chảy sang Campuchia, đi qua Việt Nam nằm gọn trên hai tỉnh Kon Tum và Gia Lai. Sông có trữ năng thủy điện lớn thứ 3 ở Việt Nam, sau sông Đà và sông Đồng Nai, với tổng chiều dài 237 km, diện tích lưu vực 11.450 km².

Đặc điểm: Dự án gồm có 2 tổ máy, tổng công suất 220MW, sản lượng bình quân khoảng 1,1 tỷ kWh, với tổng vốn đầu tư phê duyệt khoảng trên 5.700 tỷ đồng (30% vốn tự có và 70% vốn vay). Đây là 1 trong những dự án thủy điện có quy mô lớn trên cả nước do hiện thời hầu hết các dự án thủy điện lớn đều đã được quy hoạch và xây dựng, hầu hết các dự án còn lại rất ít và có quy mô nhỏ (xung quanh 30MW).

Vai trò: Ngoài việc hoà vào lưới điện quốc gia, dự án còn bổ sung nguồn nước ổn định cho lưu vực sông Trà Khúc, Quảng Ngãi, phục vụ dân sinh, nông nghiệp và công nghiệp vùng hạ du, đặc biệt là khu công nghiệp Dung Quất, Chu Lai.

Các hạng mục công trình Thủy điện Thượng Kon Tum



Thiết kế dự án và tiến độ: Các hạng mục chính của dự án bao gồm: Cụm công trình tuyến áp lực (đập dâng, đập tràn) và Cụm tuyến năng lượng (cửa lấy nước, đường hầm dẫn nước, đường hầm áp lực, nhà máy thủy điện ngầm, kênh xả). Đối với cụm tuyến năng lượng, công trình đường hầm dẫn nước là một trong những công trình trọng điểm, được chia ra làm 4 đoạn chính như sau:

- **Đoạn 1:** Có vị trí từ cửa lấy nước, có chiều dài 857m, độ dốc đáy hầm 2%.
- **Đoạn 2:** Nối tiếp đoạn 1, chiều dài 13 nghìn m, độ dốc đáy hầm 2%, do đoạn hầm dài nên phải theo công nghệ tiên tiến, sử dụng công nghệ TBM.
- **Đoạn 3:** Vùng đá xấu, chiều dài trên 800m.
- **Đoạn 4:** Có chiều dài trên 2 nghìn m, chiều cao hầm 5,3m.

VSH đã bỏ ra trên 1.700 tỷ đồng vốn tự có cho dự án ở cả 2 cụm công trình và đã được phê duyệt để vay vốn dài hạn của các ngân hàng từ đầu tháng 6/2014. Tuy nhiên, tiến độ của dự án quá chậm so với kế hoạch, do vấn đề tại công trình đường hầm dẫn nước tại đoạn 2, sử dụng công nghệ TBM. Kế hoạch năm 2014, đoạn 2 phải được hoàn thành 9 nghìn mét, nhưng tính đến giữa tháng 5 mới được 1,4 nghìn mét (đạt 10,7% tiến độ), và chưa có thêm tiến độ nào mới cả. Hiện tại dự án đang bị ngừng lại do vấn đề nhà thầu và quản lý như sau:

- *Vấn đề quản lý và xét duyệt hồ sơ thầu:* Nhà thầu Trung Quốc (Liên doanh viện Hoa Đông và CR18) trúng thầu công trình ngầm với giá rẻ hơn. Nhà thầu này là đơn vị tư vấn, chưa có kinh nghiệm thi công dự án nhưng vẫn tham gia đấu thầu. Để cung ứng được với mức giá tương đối thấp so với mặt bằng chung, nhà thầu này đã nhập máy công nghệ TBM cũ, dẫn đến dễ bị sai sót trong kỹ thuật máy và hỏng hóc khi gặp địa hình khó khăn. Trong khi đó, ban quản lý dự án chưa đủ năng lực và kỹ năng để kiểm soát cũng như xử lý vấn đề.
- *Thanh lý hợp đồng và tìm kiếm đơn vị thầu mới:* VSH đang làm thủ tục thanh lý hợp đồng đối với nhà thầu này khi nhà thầu Trung Quốc có những yêu cầu phi lý để tiếp tục tiến độ. Giá trị của dự án nhà thầu đã hoàn thành khoảng 500 tỷ cho dự án và VSH cũng đặt cọc thêm 200 tỷ cho nhà thầu này.

Đánh giá tiến độ và thiệt hại kinh tế:

Xét về thời gian thanh lý hợp đồng, xử kiện và kháng cáo, thời gian tối thiểu để giải quyết hợp đồng với nhà thầu Trung Quốc ít nhất là 6 tháng, chưa kể thời gian tìm kiếm nhà thầu mới, ký kết và đặt hàng các máy móc thiết bị cho dự án. Khoảng thời gian dự trù khoảng 1 năm để tiếp tục dự án. Như vậy, thời gian để dự án hoàn thành sớm nhất vào cuối năm 2017 hoặc đầu năm 2018 nếu mọi vấn đề giải quyết thuận lợi.

Về thiệt hại kinh tế: Khoản đặt cọc cho nhà thầu 200 tỷ khả năng khó đòi lại được do bản thân nhà thầu này cũng đang gặp khó khăn về tài chính. Ngoài ra VSH sẽ phải bỏ thêm tiền cho nhà thầu mới và các chi phí phát sinh để tiếp tục dự án. Chúng tôi ước tính chi phí này sẽ ước khoảng xấp xỉ 1.000 tỷ đồng nữa (chưa kể tới thiệt hại 200 tỷ tiền đặt cọc cho nhà thầu).

Như vậy tiến độ dự án hoàn thành sẽ lùi lại tới cuối năm 2017. Dựa trên quan điểm thận trọng, chúng tôi đưa ra thời điểm hoàn thành dự án vào đầu năm 2018 và tổng giá trị đầu tư của dự án sẽ nâng từ 5.744 tỷ đồng sẽ ước lên khoảng 6.800 tỷ đồng.

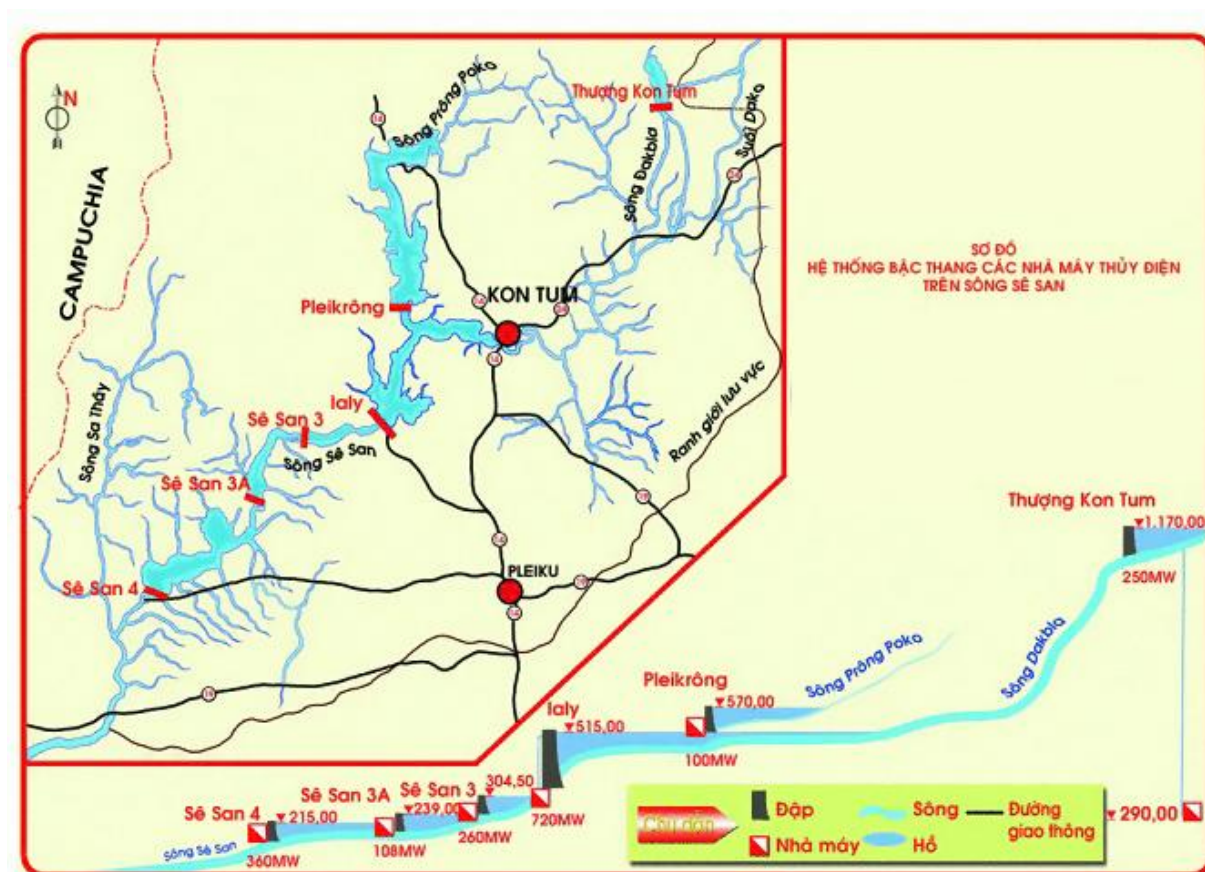
Các thông số kỹ thuật chính của dự án

STT	Nội dung	Đơn vị	Thông số
1	Mức nước dâng bình thường	m	1.160
2	Mức nước chết	m	1.138
3	Công suất lắp máy	MW	220
4	Công suất bảo đảm	MW	90,76
5	Điện lượng trung bình năm	TrkWh	1.094,2
6	Số giờ sử dụng công suất lắp máy	Giờ	4.974
7	Số tổ máy	Tổ	2

Các thông số tài chính của dự án

STT	Nội dung	Cách tính	Giá trị
1	Tỷ lệ điện thương phẩm	%điện sx	99,5
2	Chi phí vận hành bảo dưỡng	%Vốn DA	0,5
3	Thuế tài nguyên	% DT	2
4	Khấu hao	năm	20
5	Thuế thu nhập (miễn thuế 6 năm đầu)	%	25
6	Giá bán điện (*)	\$C/kWh	6
7	Đời sống kinh tế của dự án	năm	40
8	Thời gian xây dựng	năm	7
9	Thời gian thay mới thiết bị kể từ khi vận hành	Năm	18
10	Thời gian thay mới thiết bị	Năm	2
11	Giá trị thay mới	%vốn thiết bị	60

(*): Con số dựa vào mức giá của các dự án tương tự trong thời gian hiện tại.

Sơ đồ dự án Thủy điện Thượng Kon Tum


PHÂN TÍCH DÒNG TIỀN CỦA DỰ ÁN

Cơ cấu vốn của dự án Thượng Kon Tum: Dự án được phê duyệt với cơ cấu vốn 7-3 (sử dụng vốn vay 70% trên tổng vốn đầu tư). VSH đã ký kết vay vốn từ các ngân hàng Thương mại cổ phần với tổng giá trị vốn vay lên tới 2.900 tỷ đồng, kỳ hạn 12 năm, ân hạn 3 năm trả nợ. Lãi suất tiền gửi bình quân 12 tháng cộng với biên 3,55 đối với ngân hàng trong nước và sử dụng lãi suất LIBOR cộng thêm với 2,97% cho khoản vay ngân hàng nước ngoài. Các khoản vay này được đảm bảo bởi giá trị dự án Thượng Kon Tum.

Khoản 500 tỷ còn lại để bù đắp phần thiếu hụt của dự án, VSH dự trù sẽ phát hành trái phiếu chuyển đổi, kỳ hạn 3 năm. Thời điểm phát hành chúng tôi dự trù vào đầu năm 2017, sau khi đã giải ngân hết các khoản vay ngân hàng.

Ngoài ra, khoản chi phí phát sinh dự trù 1000 tỷ do vấn đề nhà thầu nêu trên, chúng tôi dự kiến VSH sẽ phải vay thêm 700 tỷ nữa từ ngân hàng thương mại trong thời gian tới và giả định các điều khoản vay sẽ giống với các khoản vay trước mà VSH đã ký kết trong năm nay.

Chi tiết các khoản vay ngân hàng của dự án

Tên ngân hàng/hình thức huy động	Giá trị khoản vay (tỷ VND)	Kỳ hạn (Năm)	Ân hạn	Lãi vay
BIDV	300	12	3	10.50%
ACB	850	12	3	10.50%
HDB	588	12	3	10.50%
VCB	700	12	3	10.50%
Vay thêm	700	12	3	10.50%
Raifeisenlandesbank(*)		13	3	8%
	556			
TP chuyển đổi	500	3		10.50%
Tổng	4,194			

(*)85% giá trị hợp đồng giá trị 27100933.35 usd và 3000000 eur

Chi tiết các khoản mục đầu tư

CHI TIẾT MỨC ĐẦU TƯ (bao gồm VAT)	Tỷ VND
CP xây dựng	2,545.86
CP quản lý dự án	29.11
CP tư vấn đầu tư xây dựng	146.64
CP khác	794.88
CP dự phòng	712.02
CP bồi thường, GP mặt bằng	346.07
CP phát sinh từ thanh lý hợp đồng TQ	1,000.00
Chi phí thiết bị	1,169.85
Mua sắm thiết bị	1,071.16
Lắp đặt thiết bị	98.70
Tổng mức đầu tư	6,744.42

Nguồn: CTCP Tư vấn xây dựng điện 1 & VSH

Phân tích hiệu quả dự án với phương án thay thế nhà thầu mới

Với giả định mới thay đổi về tổng vốn đầu tư và tiến độ đầu tư, lợi nhuận của dự án có giảm và thời gian thu hồi vốn sẽ chậm hơn so với ước tính ban đầu. Tuy nhiên, dự án Thượng Kon Tum vẫn là dự án thủy điện khả thi và sinh lời cao cho VSH, tạo đà tăng trưởng trong tương lai.

Vòng đời của dự án là 40 năm, chúng tôi đưa ra ước tính thận trọng với giả định toàn bộ tài sản thanh lý của dự án sẽ hết khi vòng đời của dự án chấm dứt. Dựa trên phân tích các chỉ số NPV và IRR của dự án, chúng tôi đưa ra các thông số như sau: (chi tiết dự toán dòng tiền dự án xem phụ lục 1 dưới đây)

Kết quả tính toán -TH1 (*)	Giá trị
NPV (triệu VND)	208.948
IRR	10,91%
Thời gian hoàn vốn(năm)	12,18
Tỷ lệ chiết khấu	10,50%

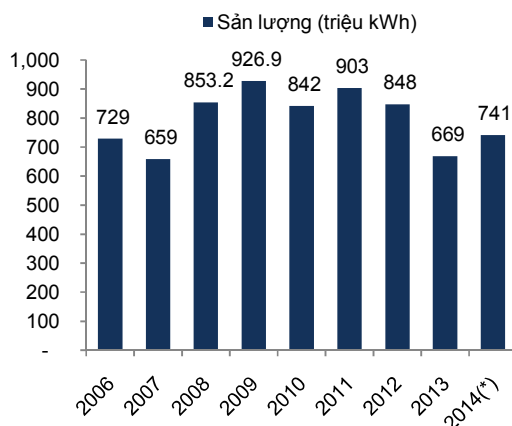
(*): Đây là ước tính thận trọng dựa trên các giả định sản lượng bình quân bằng với công suất thiết kế. Thông thường, các sản lượng bình quân của các dự án nhà máy thường cao hơn từ 15-20% so với công

suất thiết kế của doanh nghiệp. Ngoài ra, chúng tôi còn để giá trị thành lý tài sản bằng 0 sau khi 40 năm vòng đời dự án, tuy nhiên lúc đó dự án vẫn còn được sử dụng với thời gian lâu hơn và có mức lợi nhuận cao sau khi đã khấu hao hết tài sản.

Trong trường hợp khả thi, sản lượng bình quân của nhà máy Thượng Kon Tum được hoàn thành lớn hơn 15% công suất thiết kế, dự án sẽ được hoàn vốn sau hơn 8 năm kể từ khi bắt đầu hoạt động với tỷ suất hoàn vốn nội bộ trên 13%:

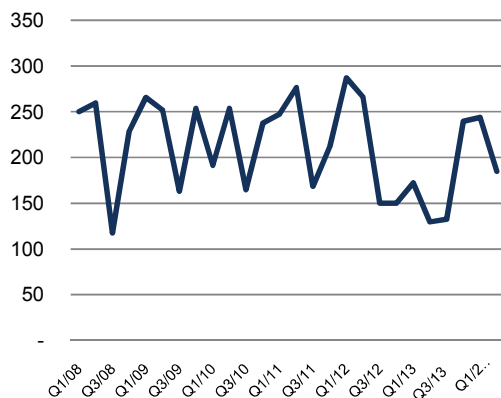
Kết quả tính toán TH2	Giá trị
NPV (triệu VND)	1.425.161
IRR	13,19%
Thời gian hoàn vốn(năm)	8,84
Tỷ lệ chiết khấu	10,50%

Sản lượng điện thương phẩm VSH, 2011-14(*)



(*): Sản lượng 2014 là sản lượng kế hoạch

Sản lượng điện qua các quý, Q1'08-Q2'14



HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

Đặc điểm hoạt động kinh doanh chính

Sản lượng điện ở mức tương đối ổn định trong vòng gần 10 năm: Công suất thiết kế hiện thời của VSH là 600 triệu kWh, tuy nhiên sản lượng điện thương phẩm (thường chiếm 99,5% sản lượng điện sản xuất) luôn vượt công suất thiết kế. Những năm cao điểm, sản lượng thương phẩm VSH gấp rưỡi so với công suất thiết kế. Sản lượng trung bình từ năm 2006-2013 đạt trên 800 triệu kWh, trong đó hầu hết các năm đều ở mức trên 700 triệu kWh.

Sản lượng điện qua các quý: Hai nhà máy Vĩnh Sơn và Sông Hinh lần lượt nằm trên 2 lưu vực sông Kôn-Hà Thanh và sông Ba thuộc địa bàn tỉnh Bình Định và Phú Yên. Mùa mưa tại lưu vực 2 sông này thường rơi vào từ tháng 9 đến tháng 12, (bão từ tháng 9 đến tháng 11) nên sản lượng điện nhiều nhất thường rơi vào Q4 và Q1. Lượng nước thấp nhất luôn rơi vào Q3 hàng năm do là thời điểm mùa khô, và lượng nước tích trữ thường đủ cho Q2 trong năm. Sản lượng điện trong Q3 thông thường chỉ bằng 1/3 so với sản lượng bình quân các quý còn lại.

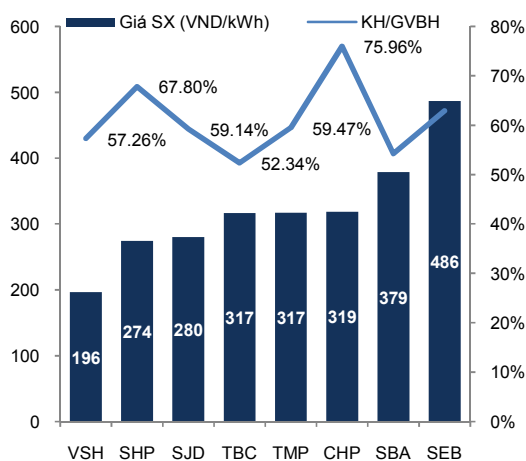
Giá bán điện vẫn chưa hẹn ngày chốt: Hợp đồng mua bán điện giữa EVN và VSH đã kết thúc từ năm 2009. Mức giá điện của nhà máy cũ như VSH được xác định dựa trên Quyết định 2014 của Bộ Công Thương. Từ năm 2010, EVN đưa ra mức giá thấp không đảm bảo lợi ích cho cổ đông nên vẫn chưa ký kết được mức giá điện tới nay. EVN thanh toán mức giá tạm tính bằng 90% giá năm 2009 cho năm 2010-2011 và 62,3% giá năm 2009 từ 2013 đến nay (351 đồng/kWh – chưa tính phí và thuế môi trường). Mức giá này là mức thấp nhất trong ngành từ trước đến nay. Trong 2 năm trước EVN còn không thanh toán thêm mức thuế và phí môi trường do VSH, làm giảm biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

Trong biên bản cuộc họp giữa VSH và EVN ngày 5/3/2014, hai bên đã thống nhất giá điện giai đoạn 2010-2013 bình quân là 471

đồng/kWh và tạm tính 423 đồng/kWh cho năm 2014. VSH dựa vào mức giá này để làm cơ sở tạm tính toán cho các chỉ tiêu tài chính năm 2014. Tuy nhiên, tính tới thời điểm này EVN vẫn chỉ thanh toán cho VSH với mức giá là 351 đồng/kWh và có trả thêm phí và thuế môi trường (Thuế suất tài nguyên nước là 4% thay vì 2% từ tháng 2/2014 và phí môi trường rừng là 20 đồng/kWh).

Thị trường phát điện cạnh tranh: Từ 15/7/2012 VSH chính thức đăng ký tham gia thị trường phát điện cạnh tranh. Tuy nhiên, vào cuối năm 2012 tình hình thủy văn của 2 nhà máy này không được thuận lợi, lượng mưa thấp nhất kể từ khi vận hành nên VSH đã chủ động tạm không tham gia thị trường từ tháng 12/2012.

So sánh giá thành sản xuất điện trong ngành



Tình hình sản xuất kinh doanh 6T14

	6T13	6T14	Tăng trưởng	%KH
Sản lượng (trkWh)	302	428	42%	57,8%
Doanh thu	104,7	181	73,6%	37,5%
Giá vốn	62,4	83	34,3%	
LNG	42,3	98	132%	
CP quản lý DN	7,6	9,1	19,9%	
LNST	83,6	94	12,5%	44%

Nguồn: VSH

Đánh giá: Trong trường hợp giá bán điện được ký kết giữa EVN và VSH cho các năm 2010-2013 là 471 đồng/kWh (chưa tính phí và thuế môi trường), mức giá này sẽ thấp hơn so với mức giá tạm tính 2010-2011 và cao hơn tương đối so với mức giá 2012-2013. Tổng khoản chênh lệch VSH sẽ được nhận thêm từ EVN khoảng trên 130 tỷ đồng trên lý thuyết. Tuy nhiên, vẫn chưa có thông tin chính thức về việc EVN thông qua mức giá này. Chúng tôi vẫn giả định mức giá vẫn ở mức tạm tính cho 2010-2013 và chưa ghi nhận khoản hồi tố nào trong tương lai; mức giá bán tạm tính cho năm 2014 giữ nguyên mức hiện tại mà EVN đang trả và bằng với mức giá 2 năm trước (351 đồng/kWh).

Giá thành sản xuất điện: VSH có giá thành sản xuất điện thấp nhất so với các doanh nghiệp niêm yết trong ngành do VSH là một trong những nhà máy thủy điện lâu đời nhất trong ngành. Thiết bị máy móc của doanh nghiệp này đã khấu hao hết, giá trị tài sản còn lại thuộc về các khoản mục của nhà cửa, kiến trúc (chỉ còn lại trên 30% nguyên giá tài sản). Chi phí khấu hao là chi phí chính trong sản xuất thủy điện và quyết định mức giá thành điện, chỉ chiếm 57% giá vốn của VSH – là một trong những mức thấp nhất ngành.

Cập nhật sản xuất kinh doanh 6 tháng đầu năm

Sản lượng tăng đẩy doanh thu và lợi nhuận tăng: Sản lượng điện Q1 và Q2 năm 2014 phụ thuộc nhiều vào điều kiện thời tiết cuối năm 2013. Tình hình thủy văn cuối năm 2013 cải thiện nhiều so với cuối năm 2012 khi lượng nước vào mùa mưa thấp nhất kể từ khi vận hành. Do đó, sản lượng 6 tháng đầu năm nay tăng gần gấp rưỡi cuối năm trước và đạt gần 60% kế hoạch sản lượng. Giá bán bình quân trong 6 tháng đầu năm tương đương với mức giá cuối năm trước, 423 đồng/kWh.

Doanh thu 6 tháng tăng gần tương ứng so với sản lượng đạt 181 tỷ đồng, nhưng chỉ hoàn thành 37,5% kế hoạch cả năm. Nguyên nhân là do VSH xây dựng kế hoạch dựa trên mức giá tạm thống nhất với EVN trong tháng 3 vừa qua, cao hơn nhiều so với mức giá mà EVN đang thực trả.

Lợi nhuận sau thuế của VSH chỉ tăng 12,5% so với cùng kỳ năm trước, trong khi lợi nhuận gộp của VSH tăng trên 130% là do trong

trong 6 tháng đầu năm trước VSH có khoản doanh thu khoảng 45 tỷ từ việc bán cổ phiếu PPC (công ty Nhiệt điện Phả Lại) trong danh mục đầu tư ngắn hạn.

Đánh giá kết quả kinh doanh cả năm 2014

Sản lượng 6 tháng cuối năm: Với kết quả khả quan trong 6 tháng đầu năm và theo dõi khả năng hoàn thành kế hoạch sản lượng trong 8 năm qua, chúng tôi khả quan rằng kế hoạch sản lượng của doanh nghiệp sẽ được hoàn thành trong năm 2014. Chúng tôi ước tính thận trọng với khả năng sản lượng thương phẩm bằng với sản lượng kế hoạch cả năm.

Giá bán điện: Vì chưa có kết quả cụ thể về việc phê duyệt giá bán chính thức, chúng tôi vẫn giữ nguyên mức giá hiện EVN đang tạm thanh toán là 423 đồng/kWh (tức giá 351 đồng/kWh chưa bao gồm phí và thuế)

Lợi nhuận sau thuế giảm do doanh thu tài chính giảm mạnh: Doanh thu từ hoạt động tài chính của VSH giảm trong 6 tháng đầu năm, giảm 80% so với cùng kỳ, do lãi suất tiền gửi giảm trong khi VSH đã tắt toán toàn bộ khoản cổ phiếu đầu tư ngắn hạn trong năm 2013. Thêm vào đó, lượng tiền mặt của VSH suy giảm do tập trung vốn đầu tư cho dự án Thượng Kon Tum. Do đó, doanh thu tài chính của VSH dự kiến trong năm 2014 sẽ giảm mạnh, sẽ không kỳ vọng có mức tăng lên trong 4 năm tới khi dự án Thượng Kon Tum vẫn còn đang dở dang.

Lợi nhuận sau thuế năm 2014 ước đạt gần 150 tỷ đồng, giảm 24% so với năm trước, đạt 70% kế hoạch lợi nhuận. EPS tương đương với 726 đồng. Với kết quả này, VSH khó đảm bảo mức cổ tức 10% mà ban điều hành muốn giữ trả cho các nhà đầu tư trong năm 2014.

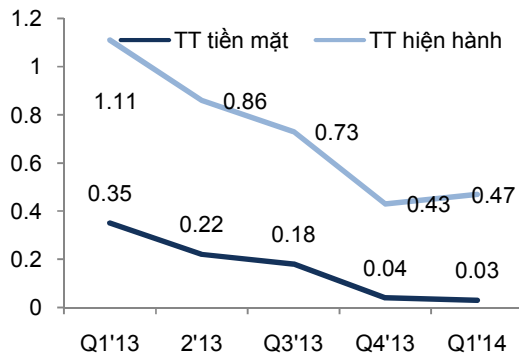
Ước tính kết quả sản xuất kinh doanh VSH 2014

Chỉ tiêu (tr VND)	Q3,4'14	6T14	2014	2013	%TT	KH2014	%KH
Sản lượng (trkWh)	313	428	741	669	11%	741	100%
Giá bán (VND/kWh)	423	423	423	423			
Doanh thu	132.367	181.766	314.133	283.680	11%	484.721	65%
Giá vốn	75.093	83.782	158.875	131.398	21%		
EBIT	57.274	97.984	155.258	152.282	2%		
DTTài Chính	14.000	14.166	28.166	93.660	-70%		
Lãi vay	1000	2.778	3.778	5.802	-35%		
CPQLDN	8.558	8.558	17.116	15.354	11%		
LNTT	61.716	101.343	163.059	226.125	-28%	286.122	57%
Thuế DN	7.336	6.755	14.091	28.729	-51%		
LNST	55.179	94.586	149.765	197.396	-24%	214.592	70%

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Tính thanh khoản

Khả năng thanh khoản VSH, Q2'13-14



Khả năng thanh khoản của VSH giảm dần: Tỷ lệ thanh toán tiền mặt của VSH giảm đáng kể trong 2 quý gần đây, từ 0,81 trong đầu năm 2013 xuống 0,51. Đối với doanh nghiệp này, tỷ lệ phản ánh khả năng thanh khoản thực sự của VSH là tỷ lệ thanh toán tiền mặt, do một phần tương đối lớn của tài sản ngắn hạn là khoản đặt cọc mua máy móc tại ngân hàng của Đức để phục vụ cho dự án Thượng Kon Tum (trên 400 tỷ đồng)- tương đương với gần 40% tài sản ngắn hạn- không có kỳ vọng được trả lại trong tương lai. Tính đến hết Q2'14, VSH đã đầu tư dài hạn 1.700 tỷ tiền mặt vào dự án Thượng Kon Tum nên phải huy động nguồn vốn vay ngắn hạn để bổ sung cho nhu cầu vốn lưu động.

Cơ cấu tài sản

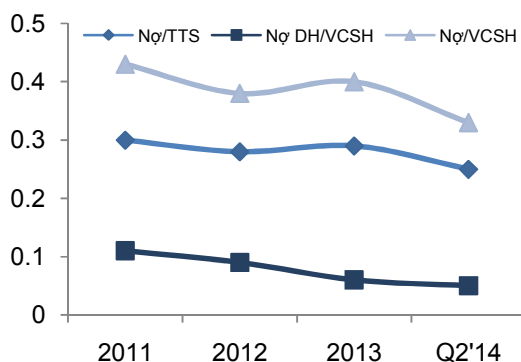
Cơ cấu tài sản VSH, 31/6/2014

	Giá trị (tỷ VND)	% TTS
TS ngắn hạn	1.077	30,0%
Trả trước cho người bán	426	11,9%
TS Dài hạn	2.517	70,0%
TS cố định	2.501	69,6%
Chi phí XD dở dang	1.619	45,0%
Tổng TS	3.594	100,0%

Giá trị xây dựng dở dang của dự án Thượng Kon Tum chiếm trên 50% tổng tài sản của VSH: Chi phí xây dựng dở dang cho dự án Thượng Kon Tum chiếm 1.500 tỷ trên tổng số 1.619 tỷ đồng cho dự án chi phí xây dựng dở dang. Nếu hạch toán cả phần trả trước cho nhà thầu bán thiết bị máy móc, tổng giá trị của dự án Thượng Kon Tum lên tới trên 1.900 tỷ đồng, chiếm 52,8% tổng tài sản của doanh nghiệp. Vì vậy tiến độ của dự án này ảnh hưởng không nhỏ tới hiệu quả hoạt động, chỉ số tăng trưởng và thanh khoản của doanh nghiệp này. Dự án Thượng Kon Tum bị kéo dài sẽ dẫn tới giảm tính thanh khoản của doanh nghiệp, giảm vòng quay tổng tài sản cũng như các chỉ số lợi nhuận trên tổng tài sản và vốn chủ sở hữu.

Cơ cấu nguồn vốn

Đòn bẩy tài chính VSH, 2011-Q2'14

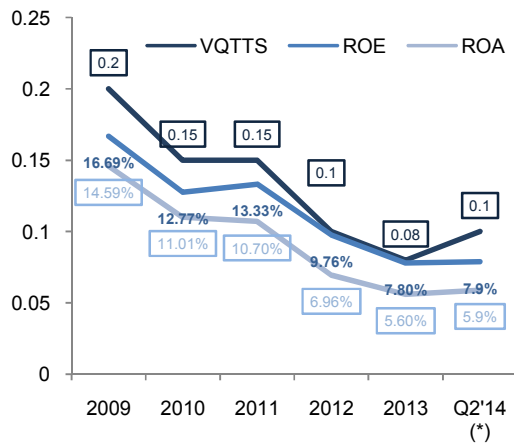


Tỷ lệ nợ của VSH đang trong xu hướng giảm dần: VSH có khoản vay ODA dài hạn cho dự án nhà máy Sông Hinh: Nợ gốc 8.378 nghìn USD từ 2005 đến 2035, và khoản nợ gốc 10.725 nghìn USD từ năm 2005 đến 2015. Khoản dư nợ còn lại là 142 tỷ đồng tính đến hết 30/6/2014. Vì các khoản vay này được trả dần theo từng quý nên tỷ lệ nợ dài hạn giảm dần.

Ngoài ra, VSH còn vay thêm khoản vay ngắn hạn trên 600 tỷ đồng, để bổ sung nguồn vốn lưu động từ năm 2013 nên tỷ lệ đòn bẩy có tăng nhẹ lên so với năm trước đó.

Chỉ tiêu hoạt động của VSH

Các chỉ số hiệu quả hoạt động của VSH giảm dần qua các năm: Chỉ số hiệu quả hoạt động của VSH bắt đầu giảm từ năm 2009, kể từ khi hợp đồng giá bán điện của VSH với EVN không được ký kết và được tạm tính với 2 khung giá thấp dần từ năm 2010-2011 và 2012-2014. Mức giảm giá này ảnh hưởng lớn tới biên lợi nhuận của doanh

Chỉ tiêu hoạt động VSH, 2009-Q2'14


nghiệp trong các năm gần đây. Ngoài ra, do dự án treo Thượng Kon Tum (chiếm tới trên 50% tổng tài sản hiện nay) chưa mang lại lợi nhuận cho doanh nghiệp, và kỳ vọng sẽ bị đình trệ trong vài năm tới sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động trên tổng tài sản và vòng quay tổng tài sản của doanh nghiệp này trong tương lai.

PHÂN TÍCH DOUPON

Để đánh giá tác động giảm hiệu quả hoạt động của VSH trên vốn chủ sở hữu, chúng tôi sử dụng phương pháp Dupon để đánh giá các chỉ số liên quan. Do chỉ số đòn bẩy tài chính của VSH không thay đổi nhiều qua các năm, việc giảm ROE bị tác động bởi hai nhân tố chính: giảm biên lợi nhuận và giảm vòng quay tổng tài sản. Từ năm 2009-2012, biên LNST không thay đổi quá nhiều trong khi đó ROE giảm gần 50%, chủ yếu là tác động của vòng quay tổng tài sản. Từ năm 2012 và 2 quý đầu năm 2014, ROE tiếp tục giảm do tác động của cả hai nhân tố trên. Như vậy, hiệu quả hoạt động trên tổng tài sản của VSH đã giảm mạnh khi VSH bắt đầu đầu tư vào dự án Thượng Kon Tum tác động không nhỏ tới chỉ số hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp này.

	2009	2010	2011	2012	2013	Q2'14(*)
Biên LNST	72,36%	71,24%	71,62%	70,44%	69,58%	58,23%
VQTTS	0,2	0,15	0,15	0,1	0,08	0,1
TTTS/VCSH	1,14	1,25	1,43	1,38	1,4	1,37
ROE	16,69%	12,77%	13,33%	9,76%	7,80%	7,9%

(*): số liệu cho 4 quý gần nhất

Phụ lục 1: Dự toán dòng tiền của dự án Thương Kon Tum

STT	Loại vốn	Tổng vốn (triệu VND)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
I	Vốn gốc (VAT)	6.306.012									
1.1	Vốn tự có	2.112.009	105.861	244.624	278.547	627.342	555.635	300.000			
	<i>CPXD dở dang</i>	1.376.424	105.861	65.072	211.766	441.705	552.020				
	<i>Trả trước cho nhà thầu</i>	435.586		179.552	66.781	185.637	3.615				
1.2	Vốn vay	4.194.003									
1.2.1	Ngoại tệ	555.580							111.116	166.674	277.790
1.2.2	Vốn vay HDB	588.423							199.015	141.920	247.487
	<i>Vốn thiết bị gia công trong nước</i>	242.358							60.589	72.707	109.061
	<i>Vốn đến bù tái định cư</i>	346.065							138.426	69.213	138.426
	Vốn vay NHTMCP	2.350.000							1.369.750	1.180.250	500.000
II	Lãi vay	807.695							86.777	316.798	404.118
	Ngoại tệ	39.752	8%						4.416	13.250	22.084.31
	HDB	108.031	10,50%						10.448.31	35.798.26	61.784
	NHTMCP	659.912	10,50%						71.911	267.750.00	320.250
III	Vốn + lãi vay	7.113.706	105.861	244.624	278.547	627.342	555.635	300.000	1.766.659	1.805.643	1.429.396
	Giá trị BDS	397.352									
	Lãi vay bồi thường GPMB	51.287							7.267	16507	27.512
	Thiết bị	1.283.147									
	<i>Lãi vay gia công trong nước</i>	42.625							3.180	13.996	25.447
	<i>Lãi vay ngoại tệ</i>	70.670							4.416	22.084.	44.168

Phụ lục 2: Dự báo kết quả kinh doanh và dòng tiền dự án Thương Kon Tum (2018-2026)

Báo cáo thu nhập (triệu VND)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu	1,585,496	1,585,496	1,585,496	1,585,496	1,585,496	1,585,496	1,585,496	1,585,496
Chi phí hoạt động	377,606	377,606	377,606	377,606	377,606	377,606	377,606	377,606
Thuế tài nguyên	31,710	31,710	31,710	31,710	31,710	31,710	31,710	31,710
EBITDA	1,176,180	1,176,180	1,176,180	1,176,180	1,176,180	1,176,180	1,176,180	1,176,180
Khấu hao	314,916	314,916	314,916	314,916	314,916	314,916	314,916	314,916
EBIT	861,264	861,264	861,264	861,264	861,264	861,264	861,264	861,264
Lãi vay	384,933	349,880	311,057	266,400	221,744	177,087	132,430	87,774
LNTT	476,331	511,383	550,207	594,863	639,520	684,177	728,833	773,490
Thuế TNDN	-	-	-	-	-	-	182,208	193,373
LNST	476,331	511,383	550,207	594,863	639,520	684,177	546,625	580,118

Báo cáo dòng tiền (triệu VND)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Dòng tiền vào	1,585,496	1,585,496	1,585,496	1,585,496	1,585,496	1,585,496	1,585,496	1,585,496
Vốn cổ phần - Hình thành TSCĐ								
Vốn vay dài hạn - Hình thành TSCĐ								
Doanh thu hoạt động	1,585,496	1,585,496	1,585,496	1,585,496	1,585,496	1,585,496	1,585,496	1,585,496
Dòng tiền ra	979,668	1,108,190	1,124,645	1,079,988	1,035,331	990,674	1,128,226	1,094,734
Đầu tư ban đầu và lãi vay được vốn hóa								
Chi phí vận hành	377,606	377,606	377,606	377,606	377,606	377,606	377,606	377,606
Thuế môi trường	31,710	31,710	31,710	31,710	31,710	31,710	31,710	31,710
Lãi vay phát sinh trong quá trình vận hành	384,933	349,880	311,057	266,400	221,744	177,087	132,430	87,774
Thuế thu nhập doanh nghiệp	-	-	-	-	-	-	182,208	193,373
Hoàn trả vốn vay	185,419	348,994	404,272	404,272	404,272	404,272	404,272	404,272
Dòng tiền ròng của DN	605,828	477,305	460,851	505,508	550,165	594,821	457,270	490,762
Lũy kế dòng tiền ròng của DN	(201,867)	275,439	736,290	1,241,798	1,791,963	2,386,784	2,844,054	3,334,816
Dòng tiền ròng vốn góp	605,828	477,305	460,851	505,508	550,165	594,821	457,270	490,762
Chiết khấu dòng tiền ròng vốn góp	605,828	477,305	460,851	505,508	550,165	594,821	457,270	490,762
Lũy kế dòng tiền ròng vốn góp	(2,796,779)	(2,319,474)	(1,858,623)	(1,353,115)	(802,950)	(208,129)	249,141	739,903
Thời gian hoàn vốn	na	na	na	na	na	na	9	9
Giá trị kết thúc và dòng tiền ròng vốn góp	605,828	477,305	460,851	505,508	550,165	594,821	457,270	490,762
Hệ số chiết khấu	0.67	0.61	0.55	0.50	0.45	0.41	0.37	0.33

DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị mục tiêu so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 18%
Thêm	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 7% đến 18%
Theo dõi	Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -7% đến 7%
Giảm	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường từ -7% đến -18%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên -18%

Tuyên bố miễn trách nhiệm

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

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

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

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu SHP và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu VSH nào.

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

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Trụ sở chính

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 37737070 / 2717171
Fax: (84.4) 37739058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,
Q1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 62908686
Fax: (84.8) 62910607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

100 Quang Trung, P. Thạch Thang, Quận
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553666
Fax: (84.511) 3553888