

Năng lượng điện

27 Tháng 9, 2022

# CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh

(HOSE: VSH)

## Thủy văn thuận lợi

**Tăng Tỷ Trọng**

(Báo cáo lần đầu)

Giá mục tiêu:

VND48,645

Tiềm năng giá: +19.1%

CTCP Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)

Huỳnh Hồng Hương, huong.hh@miraeasset.com.vn

### Quan điểm đầu tư

**Nhu cầu điện Việt Nam dự kiến duy trì tốc độ tăng trưởng bình quân 9.0%/năm đến 2030.** Theo Dự thảo Quy hoạch điện 8, tăng trưởng nhu cầu điện hàng năm sẽ đạt khoảng 9.0% trong giai đoạn 2021-2030F nhờ tốc độ dân số tăng trưởng nhanh và dòng vốn FDI dồi dào. Cuối T7/2022, mảng Sản xuất và chế biến chiếm đến 74.6% tổng vốn FDI đăng ký thêm, phản ánh tiềm năng nhu cầu điện phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh.

**Hưởng lợi chính từ quá trình tự do hóa thị trường điện.** Chi phí sản xuất thấp giúp VSH có lợi thế trong việc bán điện thông qua Thị trường bán buôn điện cạnh tranh. Bên cạnh đó, cam kết của Nhà nước nhằm đạt được mức phát thải carbon ròng bằng 0 vào năm 2050 và việc giá than, khí tăng nhanh đã hỗ trợ tỷ lệ huy động của thủy điện so với các nguồn điện khác.

**Nhà máy Thượng Kontum (220MW) đã đi vào hoạt động từ tháng 4 năm 2021.** Nhà máy ước tính cung cấp khoảng 814 triệu kWh điện mỗi năm, nâng tổng công suất sản xuất lên 356MW. Hiện tại, công ty đang đàm phán với EVN để nâng giá bán trung bình của Thượng Kontum từ 1,100 đồng/kWh lên 1,300 đồng/kWh. Nếu thành công, Lợi nhuận trước thuế (LNTT) của VSH dự kiến sẽ tăng thêm trung bình 200 tỷ đồng/năm.

**Sản lượng cao hơn dự kiến nhờ giai đoạn La Nina kéo dài đến cuối năm 2022 với xác suất cao từ 55.0%-65.0%.** Cụ thể, Tổng cục Khí tượng Thủy văn dự báo trong Q4/2022, lượng mưa sẽ có khả năng lớn hơn từ 20.0-40.0% so với trung bình nhiều năm tại khu vực Tây Nguyên và Nam Trung Bộ.

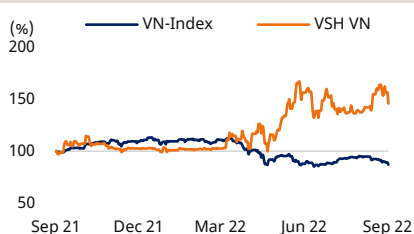
**VSH có cơ cấu sở hữu cô đặc với 90.9% cổ phần thuộc sở hữu của 3 cổ đông lớn.** Cụ thể, REE Energy đã mua thành công 2.2 triệu cổ phiếu VSH vào tháng 5/2021, tăng tỷ lệ sở hữu từ 49.52% lên 50.45% và chính thức hợp nhất kết quả kinh doanh của VSH vào báo cáo tài chính từ Q2/2021. Với sự hỗ trợ của REE, chúng tôi kỳ vọng quá trình đàm phán giá bán của Thượng Kontum với EVN sẽ diễn ra nhanh hơn.

### Dự phóng & Định giá

Nhờ sản lượng huy động cao trong giai đoạn La Nina và giá bán bình quân được cải thiện, chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện thương phẩm của VSH sẽ đạt 2,298 triệu kWh vào năm 2022F (+29.8% CK) với doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 2,373 tỷ đồng (+47.3% CK) và 848 tỷ đồng (+118.7% CK).

Kết hợp hai phương pháp Dòng tiền chiết khấu và EV/EBITDA, giá mục tiêu 12T của VSH dự kiến là 48,645 đồng (lợi nhuận kỳ vọng: 19.1%). Chúng tôi khuyến nghị **Tăng Tỷ Trọng** với cổ phiếu VSH. Chúng tôi cho rằng VSH là lựa chọn đầu tư an toàn với mức cổ tức tiền mặt đều đặn 1,000 đồng/cp nhờ dòng tiền hoạt động ổn định.

### Các chỉ số chính



Giá hiện tại (09/26/2022, VND)	40,850	Vốn hóa (tỷ đồng)	9,650
LNHD (22F, tỷ đồng)	1,311	SLCP lưu hành (triệu cp)	236
Tăng trưởng EPS (22F, %)	119%	Tỷ lệ tự do chuyển đổi (%)	22.9
Kỳ vọng thị trường (22F, %)	n/a	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	11.5
P/E (22F, x)	11.4	Beta (12M)	0.6
P/E thị trường (22F, x)	12.5	Thấp nhất 52 tuần (đồng)	26,550
VN-Index	1,174	Cao nhất 52 tuần (đồng)	48,000

### Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	6.1	41.8	45.9
Tương đối	14.5	63.1	59.0

### Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm tài chính	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22F	FY23F
Doanh thu (tỷ đồng)	564	400	341	1,611	2,373	1,706
LNHD (tỷ đồng)	324	174	114	770	1,311	714
Biên LNHD (%)	57.4	43.5	33.4	47.8	55.2	41.8
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	307	158	190	388	848	354
EPS (đồng)	1,489	766	921	1,642	3,591	1,500
ROE (%)	10.4	5.1	5.9	10.6	19.7	7.6
P/E (x)	27.4	53.3	44.3	24.9	11.4	27.2
P/B (x)	2.8	2.7	2.5	2.1	1.8	1.8
Cổ tức/thị giá (%)	2.4	-	-	2.4	2.4	2.4

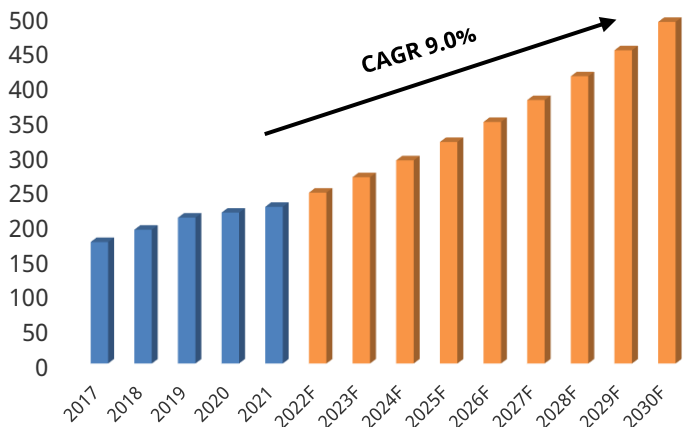
Nguồn: VSH, Mirae Asset Vietnam Research

## Luận điểm đầu tư

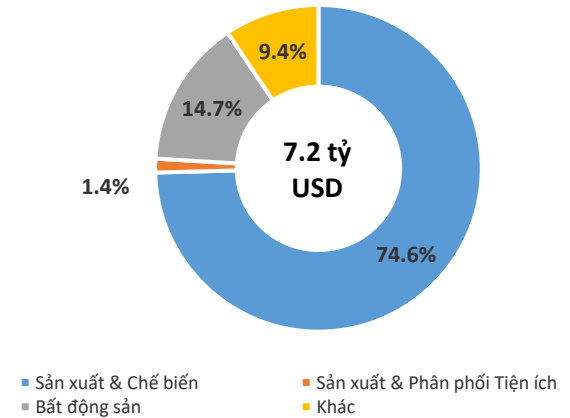
### Nhu cầu điện duy trì tốc độ tăng trưởng 9.0%/năm đến năm 2030

Theo kịch bản cơ sở, dự thảo Quy hoạch điện 8 dự báo tiêu thụ điện năng sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 9.0% trong giai đoạn 2021-2030F, cùng với sự phục hồi kinh tế nhanh chóng trong những năm tới. Nhờ sự chuyển dịch các chuỗi cung ứng từ Trung Quốc và Nga, dòng vốn FDI vào Việt Nam đã cải thiện đáng kể từ 2020. Trong 7T2022, mảng Sản xuất và Chế biến được ghi nhận tỷ trọng cao nhất với 74.6% tổng vốn FDI đăng ký tăng thêm, phản ánh nhu cầu điện mạnh mẽ trong tương lai cho hoạt động sản xuất công nghiệp.

Hình 1. PDP8 Dự báo tiêu thụ điện trong 2021-2030F (tỷ kWh)



Hình 2. Cấu trúc FDI đăng ký tăng thêm trong 7T2022



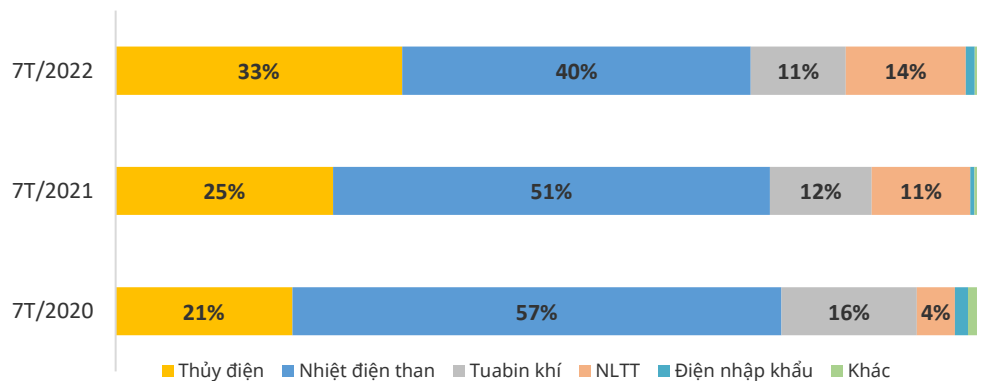
Nguồn: VSH, Mirae Asset Vietnam Research

### Hưởng lợi chính từ quá trình tự do hóa thị trường điện

Giá than và khí nhập khẩu đã tăng lần lượt 5 và 3 lần kể từ đầu năm 2021, nâng giá thành sản xuất của các nguồn điện này lên đến 2,000 đồng/kWh trong khi thủy điện chỉ duy trì ở mức dưới 1,000 đồng/kWh. Nhờ giá chào bán CGM thấp của thủy điện, EVN đã đề xuất huy động tối đa nguồn điện này để bù đắp cho sự thiếu hụt của nhiệt điện than và khí.

Đồng thời, các cam kết của Việt Nam tại COP26 nhằm đưa mức phát thải CO<sub>2</sub> về 0 vào năm 2050 cũng như kế hoạch chuyển dịch từ các nguồn năng lượng hóa thạch sang năng lượng tái tạo sẽ góp phần tối ưu tỷ lệ huy động thủy điện. Trong giai đoạn 2020-2022 (7T đầu năm), nhờ thủy văn thuận lợi, tỷ lệ huy động thủy điện đã không ngừng tăng từ 21.0% lên 33.0% và là một trong những nguồn điện được ưu tiên huy động nhất.

Hình 3. Tỷ lệ huy động điện của EVN



Nguồn: VSH, Mirae Asset Vietnam Research

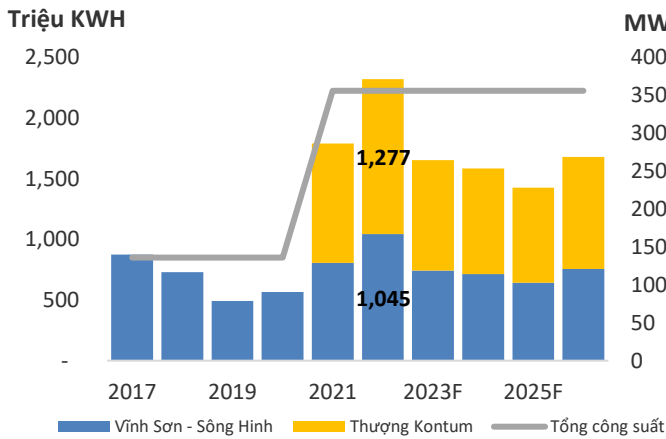
**Nhà máy Thượng Kontum (220MW) đi vào hoạt động từ tháng 4 năm 2021**

Trước năm 2021, VSH sở hữu 2 nhà máy thủy điện (Vĩnh Sơn & Sông Hình) với tổng công suất 136MW. Các nhà máy này có chi phí sản xuất hàng năm thấp, giúp VSH có vị thế cạnh tranh trên thị trường CGM nhờ khấu hao gần hết và phát sinh nợ thấp (nợ vay đầu tư Thượng Kontum được vốn hóa).

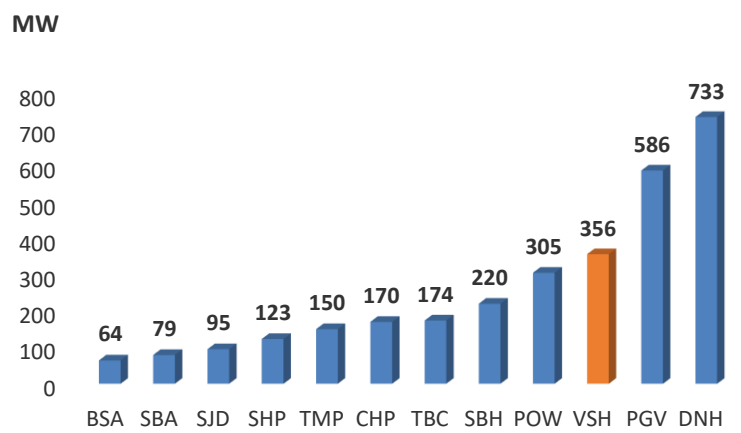
Vào tháng 4 năm 2021, Thượng Kontum (220MW) cuối cùng đã đi vào hoạt động, ước tính sản xuất thêm sản lượng điện trung bình 814 triệu kWh hằng năm. Nhà máy đã giúp VSH trở thành công ty thủy điện lớn nhất trên sàn HOSE với tổng công suất 356MW. Trong 6 tháng đầu năm 2022, Thượng Kontum đóng góp khoảng 688 triệu kWh. Trong nửa cuối năm 2022, chúng tôi cho rằng sản lượng điện sản xuất của Thượng Kontum có thể đạt 589 triệu kWh do lượng nước tích trữ dồi dào từ cuối năm 2021 và tình hình thủy văn thuận lợi kéo dài đến cuối năm 2022. Do đó, tổng sản lượng điện sản xuất của VSH năm 2022F dự phóng đạt 2,322 triệu kWh, dự kiến tăng gấp ba lần so với trước năm 2021.

Hiện tại, Công ty đang đàm phán để tăng giá bán điện bình quân của Thượng Kontum từ 1,100 đồng/kWh lên 1,300 đồng/kWh với EVN (+18.2% so với giá hiện hành) để bù đắp chi phí đầu tư. Nếu thành công, LNTT của VSH dự kiến sẽ tăng thêm trung bình 200 tỷ đồng/năm.

**Hình 4. Sản lượng điện sản xuất & Tổng công suất nhà máy**



**Hình 5. Tổng công suất thủy điện theo công ty**



Nguồn: VSH, Mirae Asset Vietnam Research

**Kế hoạch CAPEX**

**Ngắn hạn**

- VSH đang lên kế hoạch nâng dung tích hồ chứa Vĩnh Sơn & Sông Hình với tổng chi phí là 100 tỷ đồng, ước tính sẽ bổ sung thêm 50 triệu kWh vào sản lượng sản xuất hàng năm. Thủ tục giấy tờ của dự án đã hoàn thành và hiện đã sẵn sàng cho các bước tiếp theo.

**Trung-dài hạn**

- Giấy phép đầu tư của Vĩnh Sơn 2 & 3 đã được Ủy ban Nhân dân tỉnh Bình Định phê duyệt vào năm 2007. Tuy nhiên, các dự án đã bị trì hoãn do liên quan đến các khu rừng phòng hộ quốc gia. Hiện tại, các dự án đã được phê duyệt để triển khai các bước tiếp theo, ước tính sẽ cung cấp thêm lần lượt 366 triệu kWh và 113 triệu kWh mỗi năm. Chúng tôi kỳ vọng dự án Vĩnh Sơn 3 sẽ được ưu tiên hơn vào thời điểm

hiện tại nhờ chi phí đầu tư thấp hơn cũng như phần diện tích lòng hồ của dự án chỉ nằm trong vùng đệm.

**Bảng 1. Chi tiết CAPEX**

Dự án	Năm hoạt động	Công suất (MW)	Lưu vực sông	Sản lượng thiết kế (triệu Kwh)	Tổng chi phí (tỷ đồng)
Vĩnh Sơn (Bình Định)	1994	66	Côn	305	N/A
Sông Hình (Phú Yên)	2001	70	Hình	354	N/A
Thượng Kontum (Kontum)	2021	220	Đăk Snghé	814	9,429
Nâng cấp hồ chứa Vĩnh Sơn - Sông Hình	Kỳ vọng 2023	N/A		50	100
Vĩnh Sơn 2 mở rộng (Gia Lai - Bình Định)	Tạm dừng	80		366	2,300
Vĩnh Sơn 3 mở rộng (Bình Định)	Kỳ vọng 2026	30		113	777

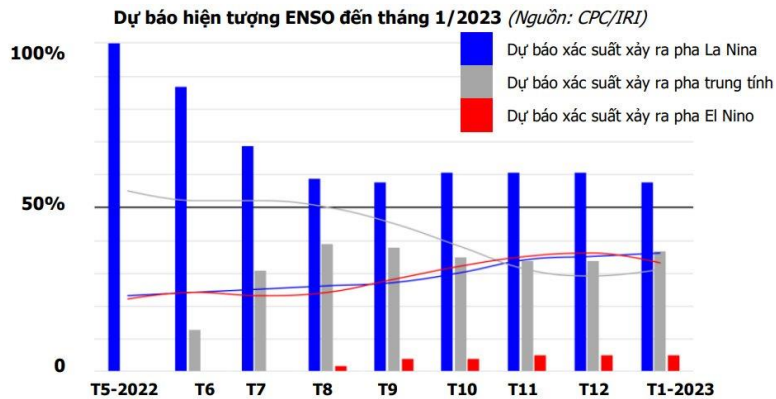
Nguồn: VSH, Mirae Asset Vietnam Research

**Huy động sản lượng thủy điện cao hơn dự kiến nhờ thủy văn thuận lợi**

Theo thống kê dữ liệu 10 năm gần nhất, La Nina và El Nino trung bình xảy ra từ 2 đến 5 năm một lần. Viện Nghiên cứu Quốc tế (IRI) ENSO dự báo trạng thái La Nina sẽ tiếp tục duy trì cho đến tháng 1 năm 2023 tại khu vực Bắc Bán cầu với xác suất cao khoảng 55.0%-65.0%. Cụ thể, Trung tâm Khí tượng thủy văn dự kiến tỷ lệ mưa phổ biến xấp xỉ TBNN trong Q3/2022 và cao hơn từ 20.0%-40.0% so với TBNN trong Q4/2022 tại khu vực Tây Nguyên và Nam Trung Bộ. Sau đó, La Nina sẽ yếu dần và chuyển sang giai đoạn trung tính trong 5-6 tháng tới.

Chúng tôi kỳ vọng VSH sẽ tiếp tục được hưởng lợi cho đến cuối năm 2022, dự kiến sản lượng điện sản xuất tăng đáng kể lên 2,322 triệu kWh trong 2022F (+29.6% CK). Khi điều kiện thời tiết lý tưởng qua đi, lượng nước tích trữ giảm sẽ dẫn đến sản lượng điện sản xuất thấp hơn. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng sản lượng sẽ giảm 28.8% so với cùng kỳ xuống 1,653 triệu kWh vào năm 2023F.

**Hình 6. Dự báo ENSO đến T1/2023**



Nguồn: IRI/CPC, Mirae Asset Vietnam Research

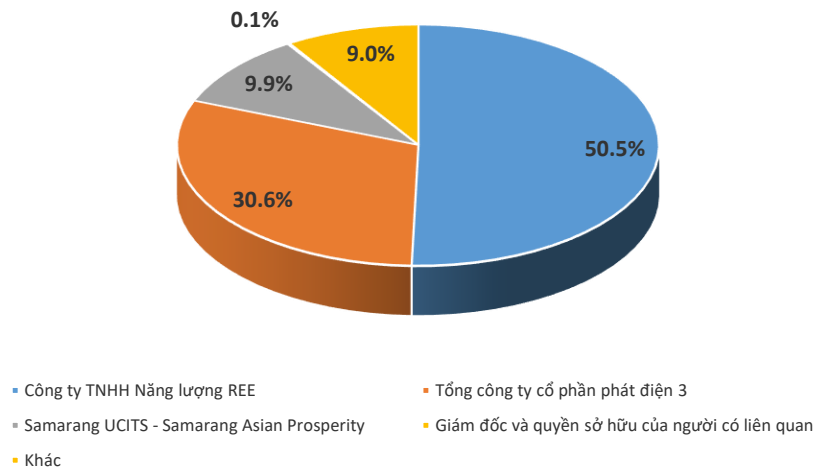
**VSH có cơ cấu sở hữu cô đặc với 90.9% cổ phần thuộc sở hữu của 3 cổ đông lớn**

Công ty TNHH Năng lượng REE (thuộc CTCP Cơ điện lạnh - REE) sở hữu 50.5%; EVNGENCO 3 (PGV) sở hữu 30.6% và quỹ ngoại Samarang UCITS sở hữu 9.9%. Vào tháng 5 năm 2021, REE

đã mua lại thành công VSH, nâng tỷ lệ sở hữu từ 49.52% lên 50.45% và bắt đầu hợp nhất kết quả kinh doanh của VSH vào báo cáo tài chính từ Q2/2021. Chúng tôi kỳ vọng REE sẽ thúc đẩy quá trình đàm phán giá bán của Thượng Kon Tum với EVN cũng như hỗ trợ về quản trị tài chính cho VSH trong quá trình hoạt động.

Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng GENCO3 sẽ tiếp tục kế hoạch thoái toàn bộ vốn tại VSH khi Thượng Kontum đi vào hoạt động ổn định và hoàn thiện đàm phán giá bán mới với EVN. Việc thay đổi cơ cấu cổ đông có thể là yếu tố hỗ trợ thị giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

**Hình 7. Cấu trúc cổ đông sở hữu T8/2022**



Nguồn: VSH, Mirae Asset Vietnam Research

## Dự phóng & Định giá

### 1. Điểm nổi bật 6T2022

Trong 6 tháng đầu năm 2022, doanh thu thuần của VSH tăng 113.4% so với cùng kỳ đạt 1,470 tỷ đồng, hoàn thành 72.4% kế hoạch cả năm. Lượng mưa lớn hơn ở khu vực Nam Trung Bộ và Tây Nguyên đã giúp lượng nước dự trữ tăng cao và sản lượng điện thương phẩm tăng lên 1,177 triệu kWh (+57.9% CK), trong đó nhà máy Thượng Kon Tum chiếm 59.3%. Đồng thời, giá bán bình quân của VSH cũng tăng khoảng 38.4% so với cùng kỳ. Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện từ 57.8% trong 6T2021 lên 66.0% trong 6T2022.

Chi phí lãi vay từ nhà máy Thượng Kon Tum tăng 111 tỷ đồng, khiến lợi nhuận tài chính ghi nhận khoản lỗ 217 tỷ đồng (6T2021: lỗ 107 tỷ đồng). Lợi nhuận sau thuế đạt 661 tỷ đồng (+179.3% CK), hoàn thành 125.8% kế hoạch cả năm.

Tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn đạt 304 tỷ đồng, tương đương 3.1% tổng tài sản. Đòn bẩy tài chính đã giảm xuống mức hợp lý với hệ số D/A là 0.48 lần và D/E là 1.06 lần. Công ty đã hoàn trả 380 tỷ đồng nợ vay dài hạn trong 6 tháng (7.5% tổng nợ vay), chúng tôi kỳ vọng VSH sẽ trả hết các khoản nợ hiện tại trong vòng 7-10 năm tới.

**Bảng 2. Báo cáo kết quả kinh doanh 6T2022**

(Tỷ đồng)	6T2021	6T2022	SVCK
Sản lượng điện thương phẩm (triệu kWh)	746	1,177	57.8%
Doanh thu thuần	689	1,470	113.4%
Giá vốn hàng bán	291	500	71.9%

Lợi nhuận gộp	398	970	143.7%
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>57.8%</i>	<i>66.0%</i>	
Chi phí bán hàng	-	-	-
Chi phí quản lý	14	26	82.7%
<i>Chi phí SG&amp;A/Doanh thu thuần</i>	<i>2.0%</i>	<i>1.8%</i>	
Lợi nhuận từ HĐKD	384	944	145.9%
<i>Biên lợi nhuận từ HĐKD</i>	<i>55.7%</i>	<i>64.2%</i>	
EBITDA	553	1,243	124.9%
<i>Biên EBITDA</i>	<i>80.3%</i>	<i>84.6%</i>	
Lợi nhuận ròng tài chính	(107)	(217)	102.4%
Lợi nhuận khác	(0)	(0)	
Lợi nhuận trước thuế	277	727	162.6%
Lợi nhuận sau thuế	237	661	179.3%
<i>Biên lợi nhuận sau thuế</i>	<i>34.3%</i>	<i>45.0%</i>	

Nguồn: VSH, Mirae Asset Vietnam Research

## 2. Tóm tắt dự phóng

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST 2022 của VSH lần lượt là 2,373 tỷ đồng (+47.3% CK) và 848 tỷ đồng (+118.7% CK), với sản lượng điện thương phẩm ước tính là 2,298 triệu kWh (+29.8% CK). Trong giai đoạn 2021-2026F, chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận ròng sẽ đạt CAGR lần lượt là 3.0% và 6.0%, dựa trên các giả định chính:

- Giai đoạn La Nina dự báo kéo dài đến cuối năm 2022 và giai đoạn El Nino sẽ bắt đầu vào Q3/2023. Sau đó, chúng tôi giả định mỗi giai đoạn sẽ kéo dài trung bình 2 năm. Hiệu suất sử dụng của 3 nhà máy trong chu kỳ mưa sẽ cao hơn trong chu kỳ hạn tầm 10 điểm phần trăm.
- Chúng tôi ước tính giá bán bình quân của 3 nhà máy là 1,000 đồng/kWh vào năm 2022F (+19.1% CK), phản ánh mức giá cao hơn của thị trường cạnh tranh nhờ nhu cầu hồi phục mạnh mẽ hậu COVID-19 cũng như nguồn cung than thiếu hụt hiện tại. Chúng tôi kỳ vọng giá bán bình quân của Thượng Kon Tum sẽ duy trì ở mức 1,100 đồng/kWh vào năm 2022F. Từ năm 2023 trở đi, chúng tôi kỳ vọng ASP của VSH sẽ tăng 2.0% mỗi năm để phản ánh nhu cầu điện gia tăng.
- VSH có đủ nguồn lực để tài trợ cho dự án Vĩnh Sơn 3 (777 tỷ đồng), dự kiến sẽ được khởi công xây dựng vào năm 2024 (trước dự án Vĩnh Sơn 2) mà không cần gia tăng nợ vay.
- Thượng Kontum được miễn thuế TNDN trong 4 năm đầu hoạt động và chịu thuế suất 10.0% trong 9 năm tiếp theo.

**Bảng 3. Dự phóng kết quả kinh doanh 2022F-2026F**

(Tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
<b>Sản lượng điện thương phẩm (triệu kWh)</b>	<b>1,771</b>	<b>2,298</b>	<b>1,620</b>	<b>1,553</b>	<b>1,397</b>	<b>1,646</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1,611</b>	<b>2,373</b>	<b>1,706</b>	<b>1,668</b>	<b>1,531</b>	<b>1,839</b>
Vĩnh Sơn - Sông Hình	583	983	706	691	634	762
Thượng Kontum	1,028	1,390	1,000	977	897	1,078
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>842</b>	<b>1,003</b>	<b>941</b>	<b>941</b>	<b>880</b>	<b>969</b>
Vĩnh Sơn - Sông Hình	271	401	376	376	352	388
Thượng Kontum						

	570	602	565	565	528	582
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>815</b>	<b>1,370</b>	<b>765</b>	<b>727</b>	<b>651</b>	<b>870</b>
Chi phí SG&A	45	59	51	50	46	55
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>770</b>	<b>1,311</b>	<b>714</b>	<b>677</b>	<b>605</b>	<b>815</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,240</b>	<b>1,876</b>	<b>1,285</b>	<b>1,251</b>	<b>1,179</b>	<b>1,389</b>
Doanh thu tài chính	11	29	33	37	41	58
Chi phí tài chính	324	407	358	321	289	262
<b>Lợi nhuận tài chính</b>	<b>(313)</b>	<b>(379)</b>	<b>(324)</b>	<b>(284)</b>	<b>(249)</b>	<b>(205)</b>
Doanh thu khác	-	-	-	-	-	-
Chi phí khác	5	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận khác</b>	<b>(5)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Lợi nhuận từ cty liên kết</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Lợi nhuận trước thuế	452	932	389	393	356	610
Thuế TNDN	64	84	35	35	52	88
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>388</b>	<b>848</b>	<b>354</b>	<b>358</b>	<b>304</b>	<b>522</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông cty mẹ</b>	<b>388</b>	<b>848</b>	<b>354</b>	<b>358</b>	<b>304</b>	<b>522</b>

Nguồn: VSH, Mirae Asset Vietnam Research

### 3. Định giá

**Bảng 4. Dự phóng FCFE từ 2022F-2026F**

(Tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
<b>Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông cty mẹ</b>	<b>388</b>	<b>848</b>	<b>354</b>	<b>358</b>	<b>304</b>	<b>522</b>
+ Khấu hao	470	565	572	574	574	574
+ Chi phí lãi vay sau thuế	277	370	325	292	247	224
- Quỹ Khen thưởng & Phúc lợi	-	-	-	-	-	-
- Thu nhập lãi tiền gửi	(64)	(32)	(30)	(30)	(27)	(26)
<b>Trước thay đổi Vốn lưu động</b>	<b>1,071</b>	<b>1,752</b>	<b>1,221</b>	<b>1,194</b>	<b>1,099</b>	<b>1,295</b>
<b>Thay đổi Vốn lưu động</b>	<b>(141)</b>	<b>27</b>	<b>14</b>	<b>9</b>	<b>33</b>	<b>62</b>
<b>Chi phí Tài sản cố định</b>	<b>(507)</b>	<b>(185)</b>	<b>(111)</b>	<b>(237)</b>	<b>(239)</b>	<b>(240)</b>
<b>Dòng tiền thuần Doanh nghiệp (FCFE)</b>	<b>422</b>	<b>1,595</b>	<b>1,124</b>	<b>965</b>	<b>893</b>	<b>1,117</b>

Nguồn: VSH, Mirae Asset Vietnam Research

**Bảng 5-7. Định giá DCF**

WACC		Giá trị hiện tại	
Vốn chủ sở hữu	4,741	Giá trị hiện tại từ 2022-2026	4,794
Nợ vay	3,920	WACC	8.5%
E/(D+E)	54.74%	Tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn	1.0%
D/(D+E)	45.26%	Hiện giá của giá trị cuối cùng	10,479
<b>Chi phí Nợ vay</b>	<b>8.60%</b>	Giá trị cuối cùng/ Tổng giá trị DN	68.6%
Thuế suất	9.00%	Giá trị nội tại	
<b>Chi phí Nợ vay sau thuế</b>	<b>7.83%</b>	<b>Tổng giá trị DN</b>	<b>15,273</b>
Lãi suất phi rủi ro	2.70%	- Nợ vay	3,920
Beta 12 tháng	0.85	+ Tiền & tương đương tiền	620
Lợi suất thị trường kỳ vọng	10.20%	<b>Nợ ròng</b>	<b>3,299</b>
<b>Chi phí Vốn chủ sở hữu</b>	<b>9.08%</b>	<b>Giá trị Vốn chủ sở hữu</b>	<b>11,974</b>
<b>WACC</b>	<b>8.51%</b>	Số lượng cổ phiếu lưu hành	236,241,246
		<b>Giá trị mỗi cổ phiếu</b>	<b>50,684</b>

Nguồn: VSH, Mirae Asset Vietnam Research

Chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn của VSH là 1.0% vì Điện là ngành thiết yếu và có tốc độ tăng trưởng ổn định theo thời gian. Chi phí nợ vay là 8.6% do phần lớn các khoản nợ của công ty là dài hạn.

**Bảng 8. Định giá Tương đối**

	2022F
EBITDA	1,876
EV/TTM EBITDA mục tiêu	7.5
Giá trị DN	14,069
- Nợ vay	3,920
+ Tiền & Tương đương tiền	620
Giá trị Vốn chủ sở hữu	10,769
<b>Giá trị mỗi cổ phiếu (EV/EBITDA)</b>	<b>45,587</b>

Nguồn: VSH, Mirae Asset Vietnam Research

**Bảng 9. Kết quả tổng hợp**

Phương pháp định giá	Kết quả	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFF	50,684	60%	30,410
EV/EBITDA	45,587	40%	18,235
<b>Giá trị trung bình mỗi cổ phiếu</b>	<b>48,645</b>		

Nguồn: VSH, Mirae Asset Vietnam Research

Kết hợp cả hai phương pháp DCF (60.0%) và EV/EBITDA (40.0%), giá trị nội tại của VSH trên mỗi cổ phiếu tương đương với 48,645 đồng (+19.1% tiềm năng tăng giá).



---

## Rủi ro

### 1. Rủi ro thiên nhiên

Doanh thu của VSH có thể bị biến động do sự thay đổi thời tiết trong khu vực nhà máy thủy điện. Tình trạng La Nina có thể kết thúc sớm hơn, dẫn đến lượng mưa ít hơn và sản lượng điện sản xuất thấp hơn so với dự kiến (giao động từ 10.0%-30.0%). Ngoài ra, khu vực nhà máy Thượng Kontum gần đây đã xảy ra liên tiếp các trận động đất từ 2-4 độ richter có thể gây thiệt hại cho hệ thống thủy điện hiện tại, tuy nhiên đến nay chúng tôi nhận thấy nhà máy vẫn đang hoạt động ổn định.

### 2. Rủi ro giá bán

EVN là khách hàng duy nhất của VSH và giá bán điện sẽ phụ thuộc phần lớn vào tỷ lệ tham gia CGM của VSH. Tỷ lệ tham gia CGM thấp hơn kỳ vọng có thể ảnh hưởng đến doanh thu và khả năng trang trải chi phí đầu tư của VSH.

### 3. Rủi ro lãi suất

Hiện tại, lợi nhuận ròng công ty đang chịu áp lực lãi suất cho vay tăng khi tổng nợ vay chiếm đến 48.0% tổng tài sản của VSH, hầu hết đến từ vay dài hạn để đầu tư dự án Thượng Kontum. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy rủi ro vẫn trong tầm kiểm soát khi các khoản vay dài hạn đều có mức lãi suất tương đối thấp khoảng 8.0%-9.0%. Dự kiến dòng tiền từ hoạt động kinh doanh sẽ cải thiện và các khoản nợ dài hạn sẽ giảm đáng kể trong tương lai. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng các cổ đông lớn như REE và GENCO3 sẽ hỗ trợ doanh nghiệp trong quá trình quản trị tài chính.

## CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh (HOSE: VSH)

## Bảng Kết quả hoạt động kinh doanh

(VND tỷ)	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	341	1,611	2,373	1,706
Giá vốn hàng bán	204	796	1,003	941
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>137</b>	<b>815</b>	<b>1,370</b>	<b>765</b>
Chi phí SG&A	23	45	59	51
<b>Lợi nhuận HĐKD (đ/c)</b>	<b>114</b>	<b>770</b>	<b>1,311</b>	<b>714</b>
Lợi nhuận HĐKD	114	770	1,311	714
<b>Lợi nhuận Phi HĐKD</b>	<b>123</b>	<b>(318)</b>	<b>(379)</b>	<b>(324)</b>
Doanh thu tài chính	123	11	29	33
Chi phí tài chính	1	324	407	358
Lợi nhuận tài chính	122	(313)	(379)	(324)
Lợi nhuận khác	-	(5)	-	-
Lợi nhuận từ CT liên doanh, liên kết	1	-	-	-
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>237</b>	<b>452</b>	<b>932</b>	<b>389</b>
Thuế TNDN	47	64	84	35
Lợi nhuận từ Hoạt động Tiếp diễn	237	452	932	389
Lợi nhuận từ Hoạt động không liên tục	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>190</b>	<b>388</b>	<b>848</b>	<b>354</b>
Lợi nhuận ròng cổ đông mẹ	190	388	848	354
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-	-	-	-
EBITDA	197	1,240	1,876	1,285
FCFF (Dòng tiền thuần Doanh nghiệp)	(523)	434	1,601	1,130
Biên EBITDA (%)	57.9%	77.0%	79.0%	75.4%
Biên LNHĐKD (%)	33.4%	47.8%	55.2%	41.8%
Biên lợi nhuận ròng (%)	55.7%	24.1%	35.8%	20.8%

## Bảng Lưu chuyển tiền tệ

(VND tỷ)	2020	2021	2022F	2023F
<b>Dòng tiền thuần HĐKD</b>	<b>235</b>	<b>754</b>	<b>1,441</b>	<b>940</b>
Lợi nhuận sau thuế	221	397	848	354
Thu nhập & Chi phí không Tiền mặt	(122)	5	1	-
Khấu hao Tài sản cố định Hữu hình	83	470	565	572
Khấu hao Tài sản cố định Vô hình	-	-	-	-
Chi phí lãi vay ròng	0	244	-	-
Thay đổi Vốn lưu động	52	(362)	27	14
Thay đổi các Khoản phải thu	18	(392)	(186)	176
Thay đổi Hàng tồn kho	0	0	(79)	11
Thay đổi các Khoản phải trả	35	37	293	(172)
Điều chỉnh khác	(1)	(7)	(1)	(2)
<b>Dòng tiền thuần HĐĐT</b>	<b>(688)</b>	<b>(325)</b>	<b>(185)</b>	<b>(111)</b>
Thay đổi TSCĐ Hữu hình	(822)	(328)	(185)	(111)
Thay đổi TSCĐ Vô hình	-	-	-	-
Thay đổi Tài sản Tài chính	131	-	-	-
Cổ tức & Tiền lãi nhận được	3	3	-	-
<b>Dòng tiền thuần HĐTC</b>	<b>397</b>	<b>(392)</b>	<b>(908)</b>	<b>(714)</b>
Thay đổi các khoản Vay	397	(692)	(672)	(478)
Thay đổi Vốn chủ sở hữu	-	300	-	-
Tiền trả cổ tức	-	-	(236)	(236)
Khác	-	-	-	-
<b>Thay đổi tiền thuần trong kỳ</b>	<b>(56)</b>	<b>37</b>	<b>348</b>	<b>115</b>
Tiền và tương đương tiền - Đầu kỳ	71	15	52	401
<b>Tiền và tương đương tiền - Cuối kỳ</b>	<b>15</b>	<b>52</b>	<b>401</b>	<b>515</b>

Nguồn: VSH, Mirae Asset Vietnam Research

## Bảng Cân đối kế toán

(VND tỷ)	2020	2021	2022F	2023F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>363</b>	<b>691</b>	<b>1,303</b>	<b>1,231</b>
Tiền và tương đương tiền	15	52	401	515
Khoản phải thu	94	475	584	417
Hàng tồn kho	101	102	181	169
Tài sản ngắn hạn khác	152	61	138	128
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>9,314</b>	<b>9,326</b>	<b>8,947</b>	<b>8,487</b>
Tài sản cố định hữu hình	510	9,136	8,747	8,275
Xây dựng cơ bản dở dang	8,791	176	185	195
Tài sản cố định vô hình	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	12	14	15	17
<b>Tổng tài sản</b>	<b>9,676</b>	<b>10,017</b>	<b>10,250</b>	<b>9,718</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>1,350</b>	<b>877</b>	<b>1,237</b>	<b>1,006</b>
Khoản phải trả	457	562	802	753
Vay ngắn hạn	772	142	210	151
Nợ ngắn hạn khác	121	173	225	103
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>4,996</b>	<b>5,129</b>	<b>4,390</b>	<b>3,971</b>
Vay dài hạn	4,996	4,927	4,188	3,769
Nợ dài hạn khác	-	202	202	202
<b>Tổng nợ</b>	<b>6,347</b>	<b>6,007</b>	<b>5,627</b>	<b>4,978</b>
Vốn góp	2,069	2,369	2,369	2,369
Lợi nhuận chưa phân phối	877	1,258	1,870	1,988
Quỹ đầu tư và phát triển	356	356	356	356
Vốn khác	28	28	28	28
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>3,330</b>	<b>4,010</b>	<b>4,623</b>	<b>4,741</b>

## Dự phóng/Định giá

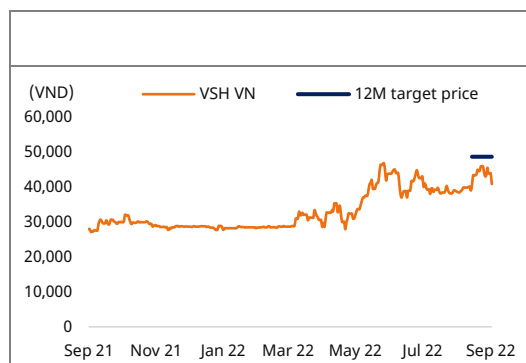
	2020	2021	2022F	2023F
P/E (x)	44.3	24.9	11.4	27.2
P/B (x)	2.5	2.1	1.8	1.8
EV/EBIT (x)	112.4	16.6	9.8	18.0
EV/EBITDA (x)	64.9	10.3	6.8	10.0
EPS (VND)	921	1,642	3,591	1,500
BPS (VND)	16,147	19,445	22,414	22,986
DPS (VND)	-	1,000	1,000	1,000
Tỷ lệ thanh toán (%)	0.0%	60.9%	27.8%	66.7%
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0%	2.4%	2.4%	2.4%
Tăng trưởng doanh thu (%)	-14.8%	372.4%	47.3%	-28.1%
Tăng trưởng EBITDA (%)	-22.8%	528.1%	51.3%	-31.5%
Tăng trưởng lợi nhuận hoạt động (%)	-34.5%	575.4%	70.2%	-45.6%
Tăng trưởng EPS (%)	20.3%	78.3%	118.7%	-58.2%
Vòng quay Tài sản (x)	0.0	0.2	0.2	0.2
Vòng quay Khoản phải thu (x)	3.4	5.6	4.4	3.3
Vòng quay Hàng tồn kho (x)	2.0	7.9	7.1	5.4
Vòng quay Khoản phải trả (x)	0.4	1.6	1.5	1.2
ROA (%)	1.9%	3.8%	8.5%	3.7%
ROE (%)	5.9%	10.6%	19.7%	7.6%
ROIC (%)	1.3%	8.3%	14.9%	8.5%
Tỷ lệ Nợ phải trả/ Vốn chủ sở hữu (%)	190.6%	149.8%	121.7%	105.0%
Tỷ lệ Thanh toán Hiện hành (%)	26.9%	78.8%	105.3%	122.3%
Tỷ lệ Nợ ròng/ Vốn chủ sở hữu (%)	171.7%	124.1%	84.2%	69.6%
Hệ số Thanh toán Lãi vay (x)	238.0	2.4	3.3	2.1

## APPENDIX 1

### Important Disclosures & Disclaimers

#### 2-Year Rating and Target Price History

Company (Code)	Date	Rating	Target price
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh	09/27/2022	Tăng Tỷ Trọng	48,645



#### Stock Ratings

Buy	: Relative performance of 20% or greater
Trading Buy	: Relative performance of 10% or greater, but with volatility
Hold	: Relative performance of -10% and 10%
Sell	: Relative performance of -10%

#### Industry Ratings

Overweight	: Fundamentals are favorable or improving
Neutral	: Fundamentals are steady without any material changes
Underweight	: Fundamentals are unfavorable or worsening

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (—■), Not covered (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆))

\* Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.

\* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Co., Ltd., we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.

\* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.

\* The achievement of the target price may be affected by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

#### Equity Ratings Distribution & Investment Banking Services

	Buy	Trading Buy	Hold	Sell
Equity Ratings Distribution	74.13%	15.92%	9.95%	0.00%
Investment Banking Services	75.00%	11.11%	13.89%	0.00%

\* Based on recommendations in the last 12-months (as of March 31, 2016)

#### Disclosures

As of the publication date, Mirae Asset and/or its affiliates do not have any special interest with the subject company and do not own 1% or more of the subject company's shares outstanding.

#### Analyst Certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are registered with the Korea Financial Investment Association and are subject to Korean securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws or regulations thereof. Each Analyst responsible for the preparation of this report certifies that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal views of the Analyst about any and all of the issuers and securities named in this report and (ii) no part of the compensation of the Analyst was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report. Mirae Asset Co., ("Mirae Asset") policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. Like all employees of Mirae Asset, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or Mirae Asset except as otherwise stated herein.

#### Disclaimers

This report was prepared by Mirae Asset, a broker-dealer registered in the Republic of Korea and a member of the Korea Exchange. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and Mirae Asset makes no guarantee, representation or warranty, express, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Korean language. In case of an English translation of a report prepared in the Korean language, the original Korean language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws or regulations or subject Mirae Asset or any of its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of Mirae Asset by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or

needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. Mirae Asset, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

Mirae Asset may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. Mirae Asset may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. Mirae Asset, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. Mirae Asset and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of Mirae Asset. For further information regarding company-specific information as it pertains to the representations and disclosures in this Appendix 1, please contact [compliance@miraeasset.us.com](mailto:compliance@miraeasset.us.com) or +1 (212) 407-1000

#### **Distribution**

**United Kingdom:** This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), and (ii) high net worth companies and other persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This report is directed only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

**United States:** Mirae Asset is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to affect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc. Mirae Asset Securities (USA) Inc. accepts responsibility for the contents of this report in the U.S., subject to the terms hereof, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Mirae Asset. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

**Hong Kong:** This report is distributed in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Limited, which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.

**All Other Jurisdictions:** Customers in all other countries who wish to affect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Mirae Asset and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

## Mirae Asset Securities International Network

### Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)

One-Asia Equity Sales Team  
Mirae Asset Center 1 Building  
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539  
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

### Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor  
New York, NY 10019  
USA

Tel: 1-212-407-1000

### PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50  
Sudirman Central Business District  
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53  
Jakarta Selatan 12190  
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

### Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17  
1 Khoroo, Sukhbaatar District  
Ulaanbaatar 14240  
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

### Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center  
100 Century Avenue, Pudong New Area  
Shanghai 200120  
China

Tel: 86-21-5013-6392

### Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F  
International Commerce Centre  
1 Austin Road West  
Kowloon  
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

### Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,  
Los Angeles, California 90071  
USA

Tel: 1-213-262-3807

### Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01  
Singapore 049909  
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

### Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699

### Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building  
91 Pasteur St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

### Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42  
25 Old Broad Street,  
London EC2N 1HQ  
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

### Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building  
Vila Olimpia  
Sao Paulo - SP  
04551-060  
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

### Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

7F, Le Meridien Building  
3C Ton Duc Thang St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

### Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

### Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST  
Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai - 400098  
India

Tel: 91-22-62661336