

## CTCP NHIỆT ĐIỆN HẢI PHÒNG (UpCOM: HND)

### Tăng trưởng năm 2021 gặp vật cản

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY20	Q2-FY20	+/-qoq	Q3-FY19	+/-yoy
Doanh thu thuần	2.286	3.127	-27%	2.326	-2%
Lợi nhuận sau thuế	175	546	-68%	93	88%
EBIT	244	568	-57%	167	46%
Tỷ suất EBIT	10,7%	18,2%	-751bps	7,2%	35bps

Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

### 9T 2020: Liên tục tăng trưởng

- Sản lượng lũy kế 9T2020 đạt 5,4 tỷ kWh, +1,4%, không cao do đã huy động tối đa từ 2019. Đây đã là mức khả quan so với mặt bằng nhóm nhiệt điện.
- Biên lợi nhuận gộp tiếp tục duy trì ở mức cao, 14,8% trong 9T nhờ tỷ trọng Qc cao. Nhờ có các tổ máy trẻ, HND không cần phát nhiều trên CGM và hưởng lợi từ việc giá bán trung bình giữ ở mức cao.
- Liên tục giảm các chi phí, chủ yếu là chi phí lãi vay góp phần cải thiện LNST. Dòng tiền tốt từ chính sách giá điện "profile" giúp HND trả nợ đúng lịch và có khả năng tắt toán sớm các khoản vay bằng VND trong năm nay.
- Tương đương tiền cuối Q3 đạt 1.270 tỷ đồng, sẵn sàng ứng trước cổ tức cho năm 2020.

### 2020: Tận dụng những tháng khô hạn cuối cùng

Nhờ lợi thế cốt lõi là nhà máy điện trẻ, HND có thể duy trì lợi nhuận năm 2020 ở mức rất cao. Đây là điều chúng tôi đã nhận định trong báo cáo lần đầu phát hành tháng 6/2020. Khác với hầu hết các nhà máy nhiệt điện, HND vẫn đạt tăng trưởng lợi nhuận trong những tháng mưa nhiều, thị trường điện không có lợi cho nhóm nhiệt điện, đặc biệt khi phân tích KQKD Q3. Lợi thế này sẽ tiếp tục duy trì trong Q4, có nghĩa là mặc dù sản lượng không tăng nhiều so với cùng kỳ, HND vẫn sẽ đạt trên 250 tỷ đồng LNST, giúp LN cả năm duy trì tương đương so với 2019- năm lợi nhuận kỷ lục trong lịch sử hoạt động của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, thủy văn năm 2021 được dự báo không mấy thuận lợi cho các nhà máy nhiệt điện nói chung, và một số lợi thế về giá bán điện của HND cũng không còn duy trì. Theo đó, chúng tôi giảm dự phóng KQKD trong trung hạn của doanh nghiệp. Do cả sản lượng và giá bán năm 2021 đều không khả quan, HND đang bước vào năm tài chính khó khăn nhất kể từ khi hoạt động đầy đủ.

### Quan điểm và Định giá

Trong lần cập nhật này, chúng tôi đã thay đổi dự phóng KQKD năm 2021 của HND, do vậy giá mục tiêu được điều chỉnh giảm do tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận trong trung hạn tương đối tiêu cực. Sau giai đoạn 2019-2020 thịnh vượng, HND chuẩn bị đối mặt với năm 2021 kém thuận lợi về giá bán trên thị trường phát điện cạnh tranh, đồng thời bản thân doanh nghiệp cũng không còn được hưởng giá bán điện ưu đãi theo "profile". Bù lại, HND vẫn liên tục cải thiện sức khỏe tài chính bằng việc đẩy nhanh tốc độ trả nợ. Dòng tiền khỏe mạnh và lượng tiền mặt nắm giữ dồi dào vẫn đảm bảo cổ tức tiền mặt đều đặn hàng năm bất chấp năm 2021 sẽ là năm khó khăn nhất kể từ khi HND hoạt động đầy đủ công suất. Tựu trung lại, giá mục tiêu cho HND của chúng tôi là **17.800** đồng/CP, cộng thêm cổ tức tiền mặt 2.000 đồng/CP tương đương với khuyến nghị **TRUNG LẬP** với tỷ suất sinh lời là **11%** dựa trên giá đóng cửa ngày 09/11/2020.

## TRUNG LẬP +11%

Giá mục tiêu (VND)	17.800
Giá thị trường (VND)	17.900

Cổ tức tiền mặt (VND)*	2.000
------------------------	-------

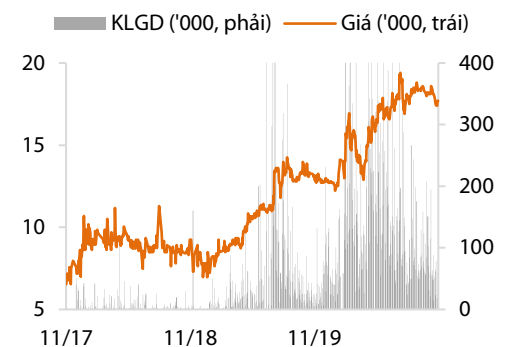
\* Dự kiến trong 12 tháng tới

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Tiện ích công cộng
Vốn hóa (tỷ đồng)	8.950
SLCPDLH	500.000.000
KLGD TB 20 phiên	59.605
Free Float (%)	14
Giá cao nhất 52 tuần	19.400
Giá thấp nhất 52 tuần	12.235
Beta	0,7

	FY2019	Hiện tại
EPS	2.322	3.033
Tăng trưởng EPS (%)	203,4	68,9
EPS điều chỉnh	2.322	3.033
P/E	7,5	5,8
P/B	1,4	1,3
EV/EBITDA	3,3	3,1
Tỷ suất cổ tức (%)	8,1	9,1
ROE (%)	19,7	19,0

### Diễn biến giá



### Cổ đông lớn (%)

GENCO2	47
PPC	20
SCIC	15
Giới hạn sở hữu của NĐTNN còn lại (%)	49

### Nguyễn Hà Trinh

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1551

[trinh.nh@vdsc.com.vn](mailto:trinh.nh@vdsc.com.vn)

**Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q3/2020**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY20	Q2-FY20	+/- (qoq)	Q3-FY19	+/- (yoy)	Q3-FY20	+/- (yoy)
Doanh thu	2.286	3.127	-26,9%	2.326	-1,7%	8.437	4%
Lợi nhuận gộp	266	589	-54,8%	210	26,8%	1.249	17%
Chi phí bán hàng và quản lý	23	21	6,4%	43	-47,5%	69	-44%
Thu nhập HĐKD	244	568	-57,1%	167	46,1%	1.180	53%
EBITDA	688	1.012	-32,0%	612	12,4%	2.514	10%
EBIT	244	568	-57,1%	167	46,1%	1.180	25%
Chi phí tài chính	68	4	1818,2%	75	-8,4%	240	-26%
- Chi phí lãi vay	64	69	-6,5%	93	-31,4%	213	-29%
Khấu hao	445	444	0,0%	445	-0,2%	1.333	-1%
Khoản mục không thường xuyên (*)							
Khoản mục bất thường (*)							
Lợi nhuận trước thuế	184	574	-68,0%	100	84,4%	969	52%
Lợi nhuận sau thuế	175	546	-68,0%	93	88,4%	921	52%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	175	546	-68,0%	93	88,4%	921	

Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

**Bảng 2: Phân tích HĐKD Q3/2020**

Chỉ tiêu	Q3-FY20	Q2-FY20	+/- (qoq)	Q3-FY19	+/- (yoy)
<b>Chỉ tiêu sinh lợi (%)</b>					
TS lợi nhuận gộp	11,6%	18,8%	-72 bps	9,0%	26 bps
EBITDA/Doanh thu	30,1%	32,4%	-23 bps	26,3%	38 bps
EBIT/Doanh thu	10,7%	18,2%	-75 bps	7,2%	35 bps
TS lợi nhuận ròng	7,6%	17,5%	-98 bps	4,0%	37 bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	7,6%	17,5%	-98 bps	4,0%	37 bps
<b>Hiệu quả hoạt động* (x)</b>					
-Hàng tồn kho	13	14	-1,8	16	-3,4
-Khoản phải thu	4,5	5,0	-0,5	4,2	0,3
-Khoản phải trả	8	7	0,7	9	-1,3
<b>Đòn bẩy (%)</b>					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	34,7%	51,3%	-166 bps	45,6%	-109 bps

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 3: Dự phóng KQKD Q4/2020**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY20	+/- qoq	+/- yoy
Doanh thu	2.369	4%	-26%
LN gộp	386	45%	-46%
EBIT	336	38%	-51%
LNST	273	56%	-54%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

- Sản lượng Q4 dự phóng ở mức 1,6 tỷ kWh, -25% YoY do điều kiện thủy văn.
- Biên gộp thấp do cùng kỳ lợi nhuận đột biến (giá thị trường tốt và ghi nhận doanh thu chênh lệch tỷ giá).
- Biên ròng tương đương 11,1%, là mức cao và đã được cải thiện nhờ liên tục giảm chi phí lãi vay và các loại chi phí một lần.

**Cập nhật**

**Sản lượng giảm do A0 ưu tiên thủy điện trong mùa mưa, nhưng vẫn cao so với mặt bằng ngành**

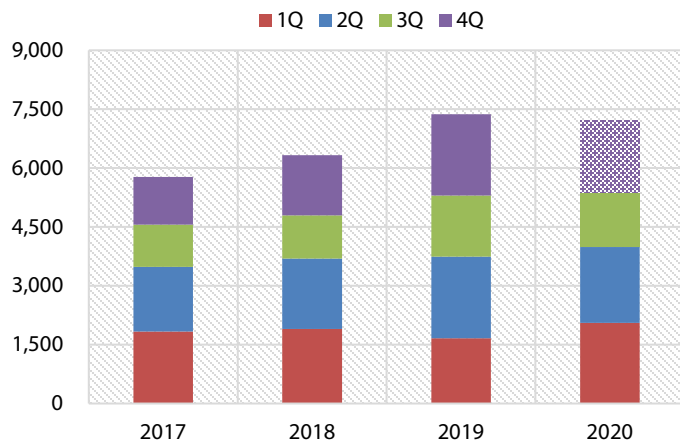
HND sản xuất và tiêu thụ gần 1,4 tỷ kWh trong Q3 vừa qua, giảm 10% so với cùng kỳ, thấp nhất trong 2 năm trở lại đây. Sản lượng của Q2 và Q3 đều thấp hơn nhẹ so với cùng kỳ do mùa mưa đến sớm. Tuy nhiên, lũy kế 9T, sản lượng của HND vẫn tăng nhẹ 1,4% so với cùng kỳ. Đây là mức cao so với nhiều nhà máy nhiệt điện có sản lượng lũy kế 9T giảm so với cùng kỳ. Tăng trưởng chậm lại phần lớn do 2019 là năm đỉnh điểm khô hạn, gần như tất cả các nhà máy nhiệt điện được huy động công suất tối đa. Thêm vào đó, HND có các tổ máy phát điện trẻ, hoạt động ổn định, hiệu quả và vẫn đang trong thời gian hoàn vốn nên được ưu tiên phát.

**Giá bán trên thị trường điện cạnh tranh giảm mạnh khiến nhóm nhiệt điện gặp khó, nhưng HND vẫn có những lợi thế nhất định**

HND cho biết giá bán trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) trong mùa mưa hạ xuống rất thấp, có thể chạm 200-400 đồng/kWh. Điều này đồng nghĩa với việc các nhà máy nhiệt điện, bao gồm HND, không có nhiều động lực tham gia CGM. Chúng tôi cũng nhận thấy điều này khi phân tích BCTC Q3 của HND, trong đó sản lượng giảm 162 triệu kWh so với cùng kỳ, trong khi doanh thu giảm chưa tới 40 tỷ đồng so với cùng kỳ, tương ứng với giá bán trung bình chưa tới 250 đồng/kWh, thấp hơn cả chi phí biến đổi.

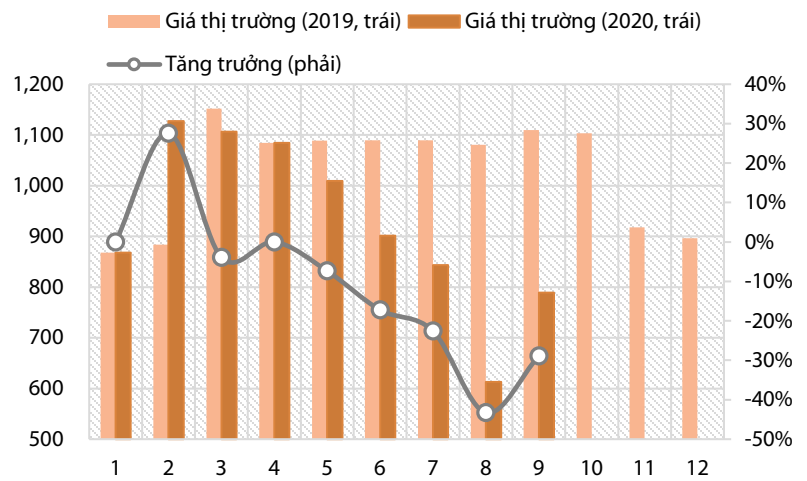
Tình hình thị trường này có lợi chủ yếu cho các nhà máy điện được phân bổ Qc cao như HND. Chúng tôi cho rằng doanh nghiệp phát điện đúng với sản lượng Qc sẽ được đảm bảo mức lợi nhuận nhất định, trong khi phát điện trên CGM chắc chắn lỗ. HND cho biết trong các tháng gần đây đang phát dưới Qc. Với cơ chế tính toán doanh thu điện hiện nay, phát điện dưới Qc sẽ khiến chi phí giảm mạnh hơn doanh thu, tạo động lực tăng lợi nhuận. Có lẽ đây là chiến lược khôn ngoan mà HND có thể được tận dụng trong điều kiện thị trường phát điện cạnh tranh khắc nghiệt như hiện tại.

**Hình 1: Sản lượng theo quý (triệu kWh)**



Nguồn: HND, sản lượng Q4/2020 là sản lượng ước tính

**Hình 2: Giá điện CGM (đồng/kWh)**

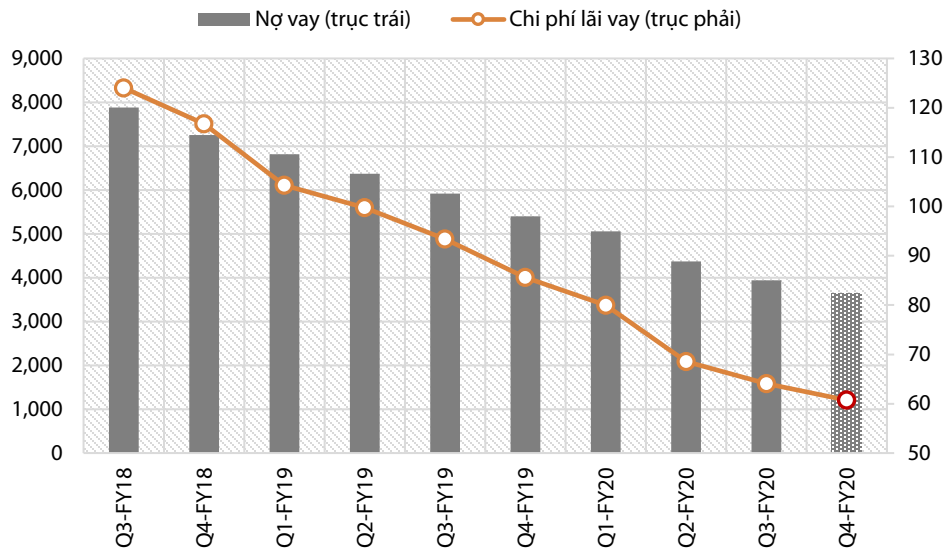


Nguồn: PPC, CTCK Rong Việt

**HND tận dụng chu kỳ thủy văn để liên tục cải thiện sức khỏe tài chính**

2019-2020 là giai đoạn HND được huy động công suất tối đa và áp dụng chính sách khấu hao nhanh, đồng thời có giá bán điện “profile”, nhờ vậy dòng tiền dồi dào giúp doanh nghiệp giảm mạnh nợ vay. Theo đó, chi phí lãi vay cũng giảm mạnh qua từng quý (Hình 3). HND cho biết có thể tắt toán các khoản vay bằng tiền Việt ngay trong năm 2020, sớm hơn kế hoạch 2 năm. Chúng tôi cho rằng đây là tín hiệu tốt cho KQKD trong trung và dài hạn của doanh nghiệp, khi mà chi phí lãi vay liên tục giảm rõ rệt qua từng quý.

**Hình 3: Nợ vay và chi phí lãi vay (tỷ đồng)**



Nguồn: HND

**Những thay đổi trong dự phóng và định giá**

KQKD năm 2020 không thay đổi nhiều so với báo cáo gần đây nhất của chúng tôi, nhìn chung HND có thể tận dụng tình hình thị trường để phát huy thế mạnh riêng để duy trì mức lợi nhuận gần như là cao nhất kể từ ngày bắt đầu hoạt động. Sản lượng ước tính cho năm 2020 là 6,9 tỷ kWh, thấp hơn so với dự phóng trước đây (7,8 tỷ kWh), giảm 7% so với 2019. Do mùa mưa đến sớm và mưa nhiều hơn dự kiến, sản lượng Q2 và Q3 không cao như kế hoạch. Riêng Q4, kế hoạch đầu năm của HND là 1,7 tỷ kWh, chúng tôi ước tính doanh nghiệp có thể đạt sản lượng khoảng 1,6 tỷ kWh. Dự phóng giá bán vẫn giữ nguyên do tỷ trọng Qc của HND cao, doanh nghiệp có khả năng linh động trong hoạt động phát điện tùy điều kiện thị trường. Chi phí lãi vay tiếp tục giảm trong Q4, cùng với doanh thu chênh lệch tỷ giá cũng góp phần duy trì lợi nhuận. Theo ước tính của chúng tôi, lợi nhuận giữ lại cuối năm 2020 của HND sẽ đạt gần 2.500 tỷ đồng. Điều này có nghĩa là HND hoàn toàn có thể trả cổ tức tiền mặt tương đương 2019 (1.600 đồng/CP chia ra làm 2 đợt), và chúng tôi kỳ vọng mức cổ tức tiền mặt cho năm 2020 rơi vào khoảng 2.000 đồng/CP. Mức này tương đương với tỷ suất cổ tức 11,4%.

Dự phóng năm 2021 của chúng tôi có nhiều thay đổi trọng yếu so với lần ra báo cáo gần nhất do ước tính lại giá bán và chi phí khấu hao của HND. Cụ thể:

- Sản lượng xấp xỉ cùng kỳ. Sản lượng này tương đương với khoảng 6.300 giờ hoạt động. Con số này thấp hơn 7% so với sức huy động năm 2019 (6.800 giờ), phản ánh tình hình thủy văn có lợi nhiều hơn cho nhóm thủy điện. Trong đó, chúng tôi dự phóng Qc của HND sẽ chiếm khoảng 80% tổng sản lượng, đạt 5,4 tỷ kWh, đây là mức cao do HND là nhà máy điện trẻ, được ưu tiên huy động.
- Giá bán điện bình quân sẽ giảm 7,6% do cả hai nhà máy của HND sẽ cùng ngưng bán điện theo giá “profile”. Theo đó, nhà máy Hải Phòng 1 đã hưởng giá profile trong 10 năm, nhà máy Hải Phòng 2 hưởng profile trong 6 năm. Sau khi cùng điều chỉnh giá bán cho thời gian còn lại của vòng đời tổ máy, chúng tôi ước tính sơ lược phần giá cố định trong Pc của nhà máy Hải Phòng 1 giảm 40%, nhà máy Hải Phòng 2 giảm 20%. Với giá định mặt bằng giá than thế giới thấp sẽ khiến giá than trong nước không tăng trong năm 2021, giá bán điện trung bình của HND năm 2021 được chúng tôi tính toán ở mức 1.428 đồng/kWh, giảm tương đối mạnh.
- Về chi phí sản xuất, chúng tôi đã cập nhật thông tin từ doanh nghiệp và thay đổi dự phóng chi phí khấu hao cho các năm sau. Cụ thể, khấu hao năm 2021 sẽ tương đương năm 2020, cao hơn so với dự phóng trước. Như vậy, biên gộp năm 2021 của HND giảm mạnh so với cùng kỳ.
- Chi phí lãi vay giảm mạnh hơn so với dự phóng trước của chúng tôi, giúp lợi nhuận không giảm quá mạnh.
- Chúng tôi kỳ vọng HND có thể ghi nhận khoảng 200 tỷ đồng doanh thu chênh lệch tỷ giá đã thực hiện năm 2018. Nếu có khoản thu này, doanh nghiệp có thể kỳ vọng ghi nhận LNST cả năm khoảng trên 500 tỷ đồng. Mặc dù đây không phải là mức lợi nhuận thấp trong giai đoạn La Nina của chu kỳ thủy văn, chúng tôi vẫn muốn nhấn mạnh nhận định của lãnh đạo HND, rằng 2021 sẽ là năm khó khăn nhất về lợi nhuận cho doanh nghiệp kể từ khi HND hoạt động đầy đủ cả hai nhà máy năm 2014.

Ngoài ra, nhà máy Hải Phòng 1 sẽ khấu hao xong trong năm 2022, có nghĩa là lợi nhuận và dòng tiền tương lai của tổ máy này được kỳ vọng sẽ bứt phá mạnh mẽ từ năm 2023. Nhà máy Hải Phòng 2 cũng sẽ giảm một nửa khấu hao vào năm 2024. Tựu trung lại, kết quả kinh doanh của HND trong vài năm tới đây có thể không mấy ổn định do các yếu tố bất lợi xảy ra cùng thời điểm (La Nina và chính sách giá bán điện mới). Thêm vào đó, chính sách khấu hao nhanh cho các tổ máy khiến lợi nhuận những năm đầu rất thấp. Tuy nhiên tốc độ trả nợ được đẩy nhanh và chi phí tài chính liên tục giảm và doanh nghiệp nhanh chóng đạt được trạng thái không nợ vay với lượng tiền mặt nắm giữ dồi dào. Kể từ năm 2022, chúng tôi cho rằng HND có năng lực ghi nhận EPS trên 2.500 đồng mỗi năm, và cổ tức tiền mặt có thể đạt ít nhất 2.000 đồng/CP/năm.

### Bảng 1: Dự phóng

	Đơn vị	2019	2020F	2021F	Bình quân 5 năm (2017-2021F)
Sản lượng thương phẩm	tr. kWh	7.422	6.894	6.747	6.632
Qc	tr. kWh	5.624	5.993	5.398	5.716
Giá bán điện bình quân	đồng/kWh	1.507	1.545	1.428	1.512
Chi phí nhiên liệu bình quân	đồng/kWh	964	979	979	927
Doanh thu	tỷ đồng	11.301	10.806	9.833	10.112
LN gộp	tỷ đồng	1.777	1.635	823	1.507
Doanh thu tài chính	tỷ đồng	34	45	53	36
Chi phí tài chính	tỷ đồng	397	305	207	613
CP lãi vay	tỷ đồng	383	273	181	390
Phân bổ CLTG treo	tỷ đồng	14	31	26	222
LNTT	tỷ đồng	1.265	1.256	562	790
LNST	tỷ đồng	1.203	1.193	533	750

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Tựu trung lại, HND có tiềm năng khả quan trong dài hạn với “downside risk” không nhiều do hoạt động trong ngành đặc thù. Trong ngắn và trung hạn, giá cổ phiếu gặp vật cản là các yếu tố ngoại lai và nội tại không thuận lợi. Trong ma trận định giá, chúng tôi sử dụng P/E 7x cho HND (lần cập nhật gần nhất 6.9x) và mức EPS của năm 2021 rất thấp (giảm 55% YoY), cho ra định giá P/E khoảng 7.400 đồng. Chúng tôi cho rằng thị giá hiện tại của HND đang phản ánh tiềm năng lợi nhuận khá tiêu cực trong trung hạn của doanh nghiệp. Tuy nhiên, hai phương pháp FCF và EV/EBITDA tính đến năng lực tài chính trong dài hạn của doanh nghiệp, cũng như loại bỏ một phần những biến động trong ngắn hạn, đều cho ra định giá cao cho cổ phiếu HND (Bảng 2). Giữ nguyên trọng số cho ba phương pháp này so với lần cập nhật gần nhất, chúng tôi ước tính giá hợp lý của cổ phiếu HND ở mức **17.800 đồng**. Cộng với cổ tức tiền mặt dự kiến nhận được trong 12 tháng tới 2.000 đồng/CP, tổng mức sinh lời cho cổ đông HND ước tính khoảng **11%**, tương đương với khuyến nghị **TRUNG LẬP**. Một lần nữa, chúng tôi muốn nhấn mạnh quan điểm tích cực về triển vọng dài hạn của HND, đồng thời khuyến nghị nhà đầu tư nên cân nhắc kỹ quyết định đầu tư khi năm 2021 nhiều khả năng là năm khó khăn nhất trong lịch sử hoạt động của doanh nghiệp.

### Bảng 2: Ma trận định giá

Phương pháp	Định giá	Trọng số	Bình quân gia quyền
EV/EBITDA	21.191	20%	4.238
FCFF	26.456	40%	10.582
P/E	7.395	40%	2.958
<b>Tổng cộng</b>		<b>100%</b>	<b>17.800</b>

Nguồn: CTCK Rồng Việt

KQ HKĐK	tỷ đồng			
	2018	2019	2020E	2021F
Doanh thu thuần	9.527	11.301	10.806	9.833
Giá vốn	7.935	9.525	9.171	9.010
<b>Lãi gộp</b>	<b>1.592</b>	<b>1.777</b>	<b>1.635</b>	<b>823</b>
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý	169	150	119	108
Thu nhập từ HĐTC	24	34	45	53
Chi phí tài chính	997	397	305	207
Lợi nhuận khác	-1	2	0	0
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>449</b>	<b>1.265</b>	<b>1.256</b>	<b>562</b>
Thuế TNDN	24	62	63	28
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>425</b>	<b>1.203</b>	<b>1.193</b>	<b>533</b>
EBIT	1.423	1.626	1.516	715
EBITDA	3.279	3.416	3.284	2.483

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	%			
	2018	2019	2020E	2021F
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	4,7	18,6	-4,4	-9,0
Lợi nhuận HKĐK	-4,1	4,2	-3,8	-24,4
EBIT	-8,0	14,3	-6,8	-52,8
Lợi nhuận sau thuế	7,4	183,2	-0,8	-55,3
Tổng tài sản	-9,1	-8,0	-11,8	-15,7
Vốn chủ sở hữu	9,8	9,4	8,3	-3,3
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	16,7	15,7	15,1	8,4
EBITDA / Doanh thu	34,4	30,2	30,4	25,3
EBIT / Doanh thu	14,9	14,4	14,0	7,3
LNST / Doanh thu	4,5	10,6	11,0	5,4
ROA	3,1	9,5	10,7	5,7
ROE	12,8	16,5	16,9	9,0
<b>Hiệu quả hoạt động</b>				(lần)
Vòng quay kh. phải thu	4,8	5,0	4,7	4,5
Vòng quay HTK	22,3	15,9	14,5	12,7
Vòng quay kh. phải trả	10,2	9,4	11,9	13,6
<b>Khả năng thanh toán</b>				(lần)
Hiện hành	1,1	1,3	1,8	2,6
Nhanh	1,0	1,1	1,5	2,2
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ / Vốn CSH	127,4	86,6	53,8	33,8
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	32,7	29,1	21,1	12,5
Vay dài hạn / Vốn CSH	94,7	57,5	32,7	21,2

BẢNG CĐKT	tỷ đồng			
	2018	2019	2020E	2021F
Tiền	692	779	969	1.010
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0
Các khoản phải thu	1.967	2.278	2.286	2.179
Tồn kho	356	598	632	711
Tài sản ngắn hạn khác	5	1	1	1
Tài sản cố định hữu hình	10.495	8.790	7.062	5.291
Tài sản cố định vô hình	1	1	1	1
Đầu tư tài chính dài hạn	1	1	1	1
Tài sản dài hạn khác	252	217	224	230
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>13.769</b>	<b>12.664</b>	<b>11.175</b>	<b>9.424</b>
Khoản phải trả ngắn hạn	777	1.008	768	664
Vay và nợ ngắn hạn	1.861	1.815	1.426	818
Vay và nợ dài hạn	5.391	3.582	2.204	1.386
Khoản phải trả dài hạn	0	0	0	0
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	48	28	29	30
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
<b>TỔNG NỢ</b>	<b>8.077</b>	<b>6.434</b>	<b>4.427</b>	<b>2.898</b>
Vốn đầu tư của CSH	5.197	5.197	5.197	5.197
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	432	969	1.487	1.265
Khoản thu nhập khác	0	0	0	0
Quỹ đầu tư phát triển	64	63	63	63
<b>TỔNG VỐN</b>	<b>5.692</b>	<b>6.230</b>	<b>6.747</b>	<b>6.525</b>
<b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ (*)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021F</b>
EPS (đồng/cp)	765	2.322	2.363	1.056
P/E (x)	4,3	7,5	7,4	16,6
BV (đồng/cp)	11.385	12.459	13.494	13.051
P/B (x)	0,9	1,4	1,3	1,4
DPS (đồng/cp)	650	700	2.000	1.500
Tỷ suất cổ tức (%)	3,5	5,6	11,4	8,6

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Giá trị
EV/EBITDA	21.191	20%	4.238
FCFF	26.456	40%	10.582
P/E	7.395	40%	2.958
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>			<b>17.800</b>

Lịch sử định giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian
06/06/2020	22.900	Mua	Dài hạn
20/08/2020	20.800	Mua	Dài hạn

## BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

### Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

### GIỚI THIỆU

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

## KHOẢNG PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

**Nguyễn Thị Phương Lam**  
Head of Research  
lam.ntp@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1313)

**Nguyễn Hà Trinh**  
Deputy Head of Research  
trinh.nh@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1551)  
• Xây dựng  
• Năng lượng

**Đỗ Thanh Tùng**  
Deputy Head of Research  
tung.dt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1521)  
• Bán lẻ  
• Thực phẩm & Đồ uống

**Phạm Thị Tố Tâm**  
Deputy Head of Research  
tam.ptt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1530)  
• Dệt may  
• Thủy sản  
• Phân bón

**Bùi Huy Hoàng**  
Analyst  
hoang.bh@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1514)  
• Ô tô & Phụ tùng  
• Nông dược  
• BĐS Khu công nghiệp

**Phạm Minh Tú**  
Analyst  
tu.pm@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1536)  
• Thép  
• Dược

**Nguyễn Ngọc Thảo**  
Analyst  
thao.nn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1524)  
• Tiện ích công cộng

**Trần Hoàng Thế Kiệt**  
Analyst  
kiet.tht@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1528)  
• Bất động sản dân dụng  
• Thị trường

**Nguyễn Lê Trung Sơn**  
Analyst  
son.nlt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1529)  
• Hàng không  
• Logistics  
• Công nghệ

**Nguyễn Ngọc Thành**  
Analyst  
thanh.nn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1535)  
• Ngân hàng

**Trần Thị Hà My**  
Senior Consultant  
my.tth@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006  
• Kinh tế vĩ mô

**Bernard Lapointe**  
Senior Consultant  
bernard.lapointe@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006

**Trần Thị Ngọc Hà**  
Assistant  
ha.ttn@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1526)

**Trương Thị Thảo Vi**  
Assistant  
vi.ttt@vdsc.com.vn  
+ 84 28 6299 2006 (1517)

**HỘI SỞ TẠI TP. HỒ CHÍ MINH**

Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du  
P. Bến Thành, Q. 1, TP. Hồ Chí Minh

☎ +84 28 6299 2006  
☎ +84 28 6299 7986  
✉ info@vdsc.com.vn  
🌐 www.vdsc.com.vn

**CHI NHÁNH HÀ NỘI**

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow,  
số 2 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

☎ +84 24 6288 2006  
☎ +84 24 6288 2008  
✉ info@vdsc.com.vn  
🌐 www.vdsc.com.vn

**CHI NHÁNH NHA TRANG**

50 Bis Yersin, TP. Nha Trang, Khánh Hòa

☎ +84 258 3820 006  
☎ +84 258 3820 008  
✉ info@vdsc.com.vn  
🌐 www.vdsc.com.vn

**CHI NHÁNH CẦN THƠ**

95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An,  
Q. Ninh Kiều, TP. Cần Thơ

☎ +84 292 381 7578  
☎ +84 292 381 8387  
✉ info@vdsc.com.vn  
🌐 www.vdsc.com.vn



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2020.**