

22/08/2024

KHUYẾN NGHỊ	MUA
Giá hợp lý	15,900 VND
Giá hiện tại	13,600 VND
Tiềm năng tăng/giảm	17%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	2,341.9
Free float (triệu)	468.4
Vốn hóa (tỷ VND)	31,966.5
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	15.8 triệu
Sở hữu nước ngoài (%)	5.3%
Ngày niêm yết đầu tiên	01/07/2018

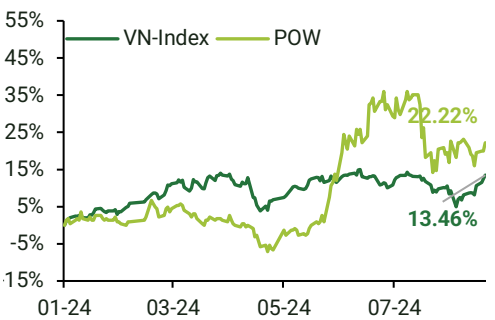
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

PetroVietnam	79.9%
Norges Bank	1.3%
Amersham Industries Ltd	0.7%
Khác	18.1%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	467
BVPS (VND)	13,488.6
Nợ/VCSH (%)	60%
ROA (%)	1.5%
ROE (%)	3.5%
P/E	28.9
P/B	1.0
Tỷ suất cổ tức (%)	0%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Tổng công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW) được thành lập năm 2007. Tổng công ty có lĩnh vực kinh doanh chính là sản xuất, truyền tải, kinh doanh, xuất nhập khẩu điện năng. Tổng công ty chính thức đi vào hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ tháng 07/2018. POW quản lý vận hành 07 nhà máy điện với tổng công suất 4,205 MW, gồm các nhà máy điện khí, than và thủy điện.

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Thiện Nhân
nhannguyen@phs.vn

Nhiệt điện than trở thành bệ đỡ vững chắc

- Trong 1H2024, POW ghi nhận Doanh thu đi ngang khi lượng điện thương phẩm được duy trì nhờ sự bù đắp mạnh mẽ của Điện than cho sự sụt giảm nghiêm trọng của Điện khí. Tuy nhiên, LNST vẫn giảm mạnh 20% YoY, chủ yếu là do các khoản lỗ tỷ giá ghi nhận trong kỳ liên quan đến các khoản nợ bằng ngoại tệ.
- Hai nhà máy nhiệt điện LNG mới là Nhơn Trạch 3 và 4 sẽ là động lực tăng trưởng quan trọng cho sản lượng và doanh thu của POW trong các năm tới.
- POW có thể ghi nhận khoản bồi thường 1,000 tỷ đồng từ bảo hiểm (cho sự cố tại nhà máy Vũng Áng 1) trong năm 2025.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA với tiềm năng tăng giá 17%.

Nửa đầu năm 2024: Gam màu sáng thuộc về nhiệt điện than

Doanh thu của POW đi ngang trong nửa đầu năm nay khi đạt mức 15,650 tỷ đồng, là kết quả khả quan trong bối cảnh điện thương phẩm từ nhiệt điện khí và thủy điện suy giảm mạnh khi chỉ đạt lần lượt 4.4 tỷ kWh và 0.4 tỷ kWh (-23% và -20% YoY). Nguyên nhân là Nhơn Trạch 2 (NT2) hầu như không được EVN huy động trong các tháng đầu năm, đồng thời thủy điện cũng bị ảnh hưởng nặng nề bởi El Nino. Dù vậy, trong kỳ, nhiệt điện than đã tăng trưởng mạnh mẽ để giúp POW đứng vững trước những khó khăn trên, cụ thể, sản lượng tăng 69% YoY lên mức 3.6 tỷ kWh, nhờ tổ máy số 1 của Vũng Áng 1 trở lại hoạt động với công suất tối đa, và nhờ giá than đã giảm mạnh so với cùng kỳ (nhìn chung giảm khoảng 36% YoY). Tuy nhiên, LNST của POW vẫn giảm 20% YoY, chủ yếu do lỗ tỷ giá ròng (lên đến 179 tỷ đồng) liên quan đến các khoản nợ ngoại tệ của công ty (vì tỷ giá tăng cao trong nửa năm qua), vì lý do đó, Biên LN ròng đã giảm xuống mức 4% trong kỳ.

Dự phóng cho 6 tháng còn lại của năm 2024 và 2025

PHS dự báo mảng Nhiệt điện than sẽ tiếp tục dẫn dắt kết quả kinh doanh của POW trong 6 tháng cuối năm 2024 vì được EVN ưu tiên huy động nhờ giá thành rẻ (khi giá than vẫn duy trì ở mức thấp), tính cả năm 2024, tổng lượng điện thương phẩm ước đạt 6.6 tỷ kWh (+53% YoY). Trong khi đó, triển vọng của Nhiệt điện khí sẽ tiếp tục ảm đạm vì (1) sự quay trở lại mạnh mẽ của thủy điện khi El Nino qua đi, (2) tiếp tục gặp cạnh tranh gay gắt từ chính Nhiệt điện than và (3) NT1&2 đối mặt vấn đề suy giảm nguồn cung khí ở khu vực Đông Nam Bộ. Mảng này, do đó, có thể ghi nhận sản lượng giảm 11% YoY trong năm nay. Tổng cộng trong năm 2024, POW có thể ghi nhận sản lượng điện 16.1 tỷ kWh (+11% YoY), đem về Doanh thu tăng trưởng nhẹ 5.1% YoY, đạt 29,774 tỷ đồng và LNST giảm 7.9% YoY còn 1,181 tỷ đồng, khi chúng tôi cho rằng chi phí lãi vay sẽ tăng trong thời gian tới cùng với sự gia tăng của nợ vay (để tài trợ cho các dự án Nhơn Trạch 3&4 cùng Vốn lưu động), điều này khiến tổng chi phí tài chính tăng nhẹ so với 2023 dù khoản Lỗ tỷ giá chưa thực hiện sẽ thu hẹp trước tình hình tỷ giá diễn biến ngày càng thuận lợi. Mức Doanh thu và LNST này đã lần lượt giảm 4% và 39% so với ước tính trước đó của chúng tôi vì QKĐ của NT2 yếu hơn kỳ vọng.

Bước sang 2025, với sự xuất hiện của nhà máy điện LNG Nhơn Trạch 3 và 4, PHS dự phóng Doanh thu thuần và LNST sẽ lần lượt đạt 40,069 tỷ đồng và 3,369 tỷ đồng (bao gồm 1,000 tỷ đồng bồi thường từ bảo hiểm cho sự cố tại nhà máy Vũng Áng 1, theo dự đoán của chúng tôi).

Điểm nhấn đầu tư

(1) Sự quay trở lại của nhà máy Vũng Áng 1 với tối đa công suất có thể giúp tổng sản lượng của POW tiếp tục tăng trưởng trong năm 2024 bất chấp sự suy giảm nghiêm trọng của Nhơn Trạch 2. Cụ thể, PHS dự báo tổng sản lượng sẽ đạt khoảng 16,127 triệu kWh trong 2024 (+12 YoY), tương đương mức doanh thu 29,774 tỷ đồng.

(2) Công ty đang đẩy nhanh tiến độ xây dựng 2 nhà máy điện LNG (khí tự nhiên hóa lỏng) mới là Nhơn Trạch 3 và 4 với tổng công suất thiết kế 750MW mỗi nhà máy. Chúng tôi kỳ vọng 2 dự án sẽ tạo ra sản lượng tăng thêm gần 8.5 tỷ kWh vào năm 2026F sau khi hoàn thành và hoạt động với công suất tối đa, từ đó trở thành nhân tố chính cho tăng trưởng của doanh nghiệp trong các năm tới.

(3) POW sẽ được bảo hiểm đền bù khoảng 1,000 tỷ đồng cho sự cố ở nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng 1, PHS kỳ vọng doanh nghiệp sẽ nhận được khoản thanh toán 1 lần này trong năm 2025.

Định giá & khuyến nghị

Sử dụng phương pháp DCF và P/B, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý cho POW là 15,900 đồng/cổ phiếu, tăng 9.7% so với mức trước đó, vì (1) PHS tính đến khoản bồi thường 1,000 tỷ đồng từ bảo hiểm và (2) nâng dự phóng sản lượng của tổ hợp NT3&4. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với mức tăng giá tiềm năng là 17%. Dù vậy, định giá này chưa tính mảng kinh doanh mới thử nghiệm của POW là cung cấp dịch vụ sạc cho xe điện và dự án LNG Quảng Ninh do sự không chắc chắn và thiếu thông tin cần thiết.

Rủi ro giảm giá

(1) Biến động bất lợi của giá khí tự nhiên và giá khí LNG; (2) Sự thay đổi bất lợi trong chính sách điều hành của Chính phủ; (3) Tiến trình đàm phán PPA của nhà máy điện LNG Nhơn Trạch 3 & 4 chậm trễ hơn so với kỳ vọng.

Chỉ số tài chính	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Điện thương phẩm (triệu kWh)	14,191	14,431	16,127	20,929	25,408
Doanh thu thuần (tỷ VND)	28,224	28,329	▼ 29,774	▲ 40,069	50,734
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	3,726	2,704	2,483	4,824	7,415
LNST (tỷ VND)	2,553	1,283	1,181	3,369	4,462
Biên LN ròng (%)	9.05%	4.53%	3.97%	8.41%	8.80%
Giá trị sổ sách (VND/cp)	13,031	13,414	13,797	15,099	16,731
Cổ tức (VND/cp)	0	0	0	0	0

Nguồn: POW, PHS tổng hợp và dự báo

▲ Điều chỉnh tăng

▼ Điều chỉnh giảm

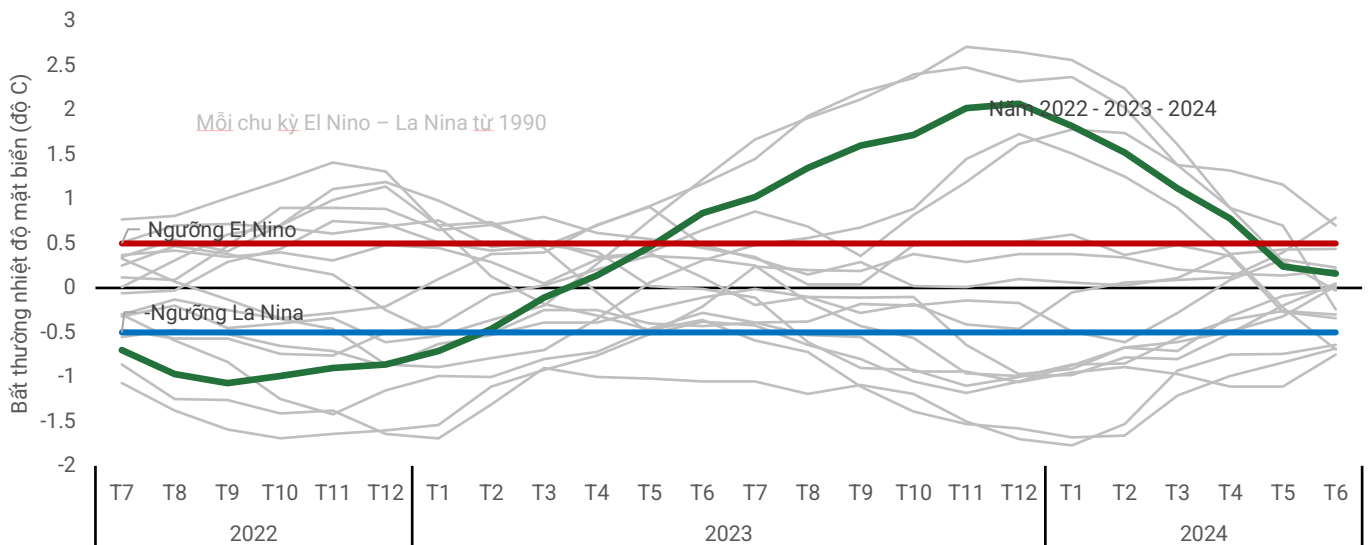
	1H2023	1H2024	YoY (%)	2024F	Ghi chú
Lượng điện thương phẩm (triệu kWh)					
Nhiệt điện khí (tính cả LNG)	5,716	4,394	-23.1%	8,287	Giảm mạnh so với cùng kỳ, bất chấp đây là giai đoạn đỉnh điểm của El Nino. Nguyên nhân là NT2 không được huy động điện trong các tháng đầu năm (vì suy giảm nguồn cung khí và EVN ưu tiên nhiệt điện than trong giai đoạn này). PHS kì vọng lượng bán cả năm 2024 sẽ có khởi sắc nhẹ khi nhà máy điện LNG Nhơn Trạch 3 đi vào hoạt động.
Nhiệt điện than	2,107	3,563	69.1%	6,636	Việc khắc phục xong sự cố tổ máy số 1 của Vũng Áng 1 và giá than giảm rất mạnh so với cùng kỳ đã giúp cho sản lượng Điện than tăng vượt bậc và giúp củng cố KQKD của POW trong 6 tháng đầu cũng như cho cả năm 2024.
Thủy điện	516	412	-20.2%	1,204	Sản lượng giảm đáng kể do El Nino nhưng có thể cải thiện nhanh chóng trong 6 tháng còn lại khi hiện tượng thời tiết cực đoan này qua đi.
Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)					
Doanh thu thuần	15,854	15,650	-1.3%	29,774	Doanh thu được duy trì đi ngang nhờ sự bù đắp mạnh mẽ của điện than và giá bán trung bình của điện khí tăng nhẹ so với cùng kỳ.
Lợi nhuận gộp	1,148	1,101	-4.1%	2,483	Lợi nhuận gộp cũng được giữ ở mức ổn định theo doanh thu.
Biên LN gộp (%)	7%	7%		8%	Biên lợi nhuận gộp cho cả năm có thể cải thiện nhờ sản lượng thủy điện phục hồi mạnh mẽ khi El Nino qua đi nhưng vẫn giảm so với mức 10% của cả năm 2023 do sự sụt giảm KQKD của NT2, nhà máy chủ chốt của POW.
Chi phí hoạt động	(334)	(297)	-11.0%	(1,000)	
EBIT	814	804	-1.3%	1,482	
Doanh thu tài chính	246	232	-5.7%	445	Chủ yếu là lãi tiền gửi và cổ tức
Chi phí tài chính	(276)	(383)	39.0%	(648)	Chúng tôi dự báo chi phí lãi vay tiếp tục tăng trong năm 2024, chủ yếu do công ty phải tăng nợ vay để tài trợ cho các dự án Nhơn Trạch 3&4.
Lợi nhuận sau thuế	831	667	-19.8%	1,181	
Biên LN ròng (%)	5%	4%		4%	Biên LN ròng cả năm có thể ở mức 4% giảm so với mức 5% của 2023 vì Biên LN gộp giảm so với năm trước.
LNST – Lợi ích cổ đông thiểu số	660	678	2.8%	896	

Nguồn: POW, PHS tổng hợp và dự báo

Nhiệt điện khí sẽ tiếp tục chịu áp lực cạnh tranh lớn trong thời gian tới

Chu kỳ El Nino sau khi đạt đỉnh vào cuối năm 2023 và đầu năm 2024, đã giảm dần và bước qua pha trung tính từ giai đoạn tháng 5-6/2024. Do đó, trong thời gian tới, nhiệt điện, đặc biệt là nhiệt điện khí sẽ gặp phải cạnh tranh rất lớn từ thủy điện, nguồn được EVN ưu tiên huy động trong thời gian tới khi nâng hệ số alpha lên mức rất cao, có thể lên đến 98%, điều này nhằm thích ứng với bối cảnh EVN đang phải chịu áp lực tài chính rất lớn.

Hình 1 Chu kỳ El Nino đạt đỉnh từ cuối 2023 – đầu 2024 và đã kết thúc khi bước vào tháng 6 năm 2024



Nguồn: NOAA, PHS tổng hợp

Ngoài ra, trong kỳ EVN đã huy động lên đến 88.3 tỷ kWh sản lượng điện than (+32% YoY), trong khi Nhiệt điện khí chứng kiến sự sụt giảm khoảng 15% YoY. Điều này đã cho thấy sự lấn át của Điện than đối với Điện khí nhờ giá thành rẻ, khi giá nhiên liệu đầu vào là than đã hạ nhiệt rất nhanh chóng kể từ 2H2023 (giá than thế giới trong 1H2024 bình quân đã giảm 36% YoY). Trong bối cảnh NT2 bị cắt giảm Sản lượng hợp đồng (Qc), tình hình bán điện trên thị trường cạnh tranh cũng không lạc quan với NT2 khi giá bán (FMP) trung bình giảm sâu (-17% YoY), những điều này đã kéo lùi mảng điện khí của POW khi NT2 trước đó luôn là một trong những đơn vị dẫn đầu.

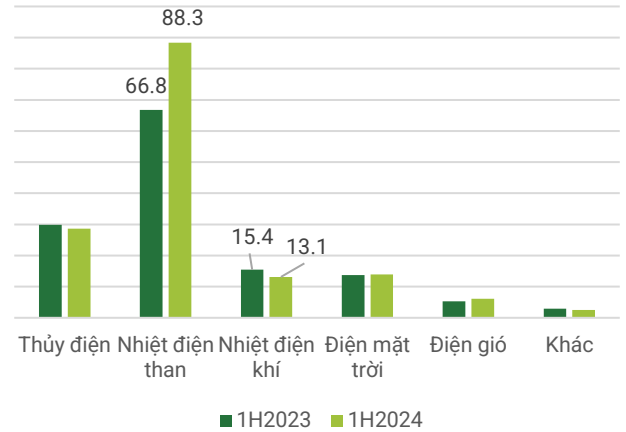
PHS cho rằng những khó khăn trên vẫn sẽ tiếp tục bủa vây mảng điện khí của POW khi giá thành điện khí vẫn sẽ duy trì ở mức cao cùng với giá khí đầu vào cao. Riêng NT1&2 còn phải đối mặt vấn đề nguồn khí đầu vào suy giảm nghiêm trọng ở khu vực Đông Nam Bộ và có thể sẽ phải chuyển sang sử dụng LNG trong tương lai gần. Những vấn đề trên khiến mảng điện khí mất đi khả năng cạnh tranh và sẽ phải đối mặt với việc lượng điện thương phẩm sụt giảm đáng kể trong giai đoạn tới.

Hình 2 Giá than toàn cầu đã hạ nhiệt rất nhanh chóng về mức bình quân trước chiến tranh Ukraine



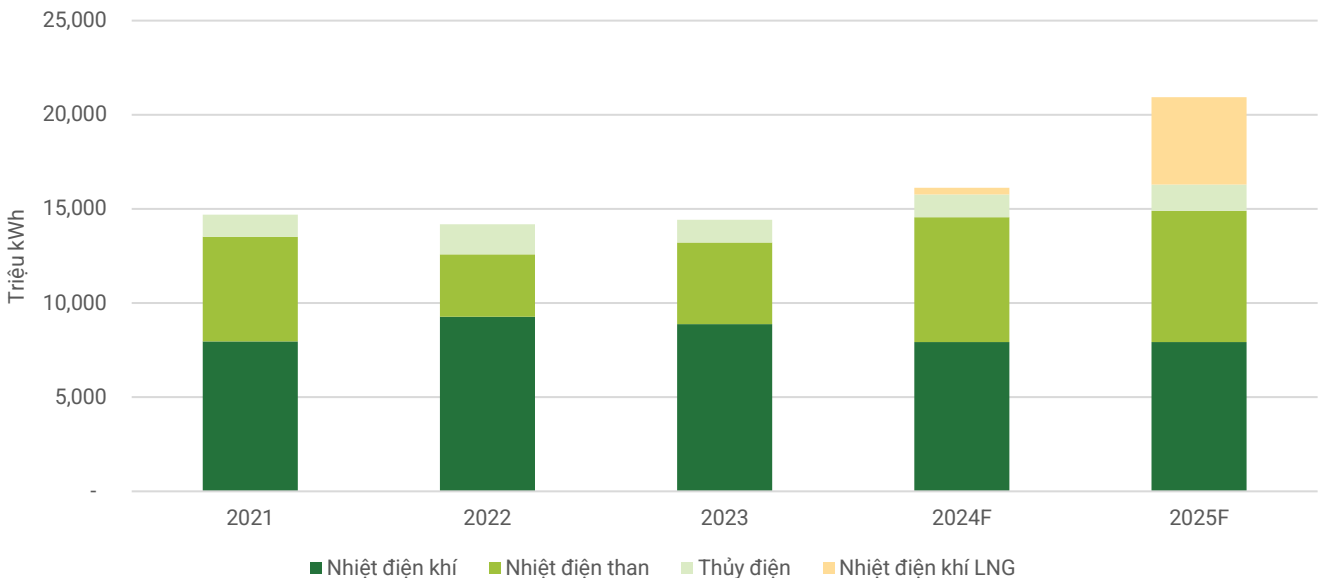
Newcastle coal future. Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Hình 3 Từ đó, sản lượng huy động của Điện than tăng mạnh trở lại và lấn át các loại hình phát điện khác, đặc biệt là Điện khí (tỷ kWh)



Nguồn: EVN, PHS tổng hợp

Hình 4 Cơ cấu lượng điện thương phẩm của POW – Nhiệt điện than phục hồi mạnh mẽ và Nhiệt điện khí LNG sẽ xuất hiện rõ nét từ 2024 – 2025



Nguồn: POW, PHS tổng hợp và dự báo

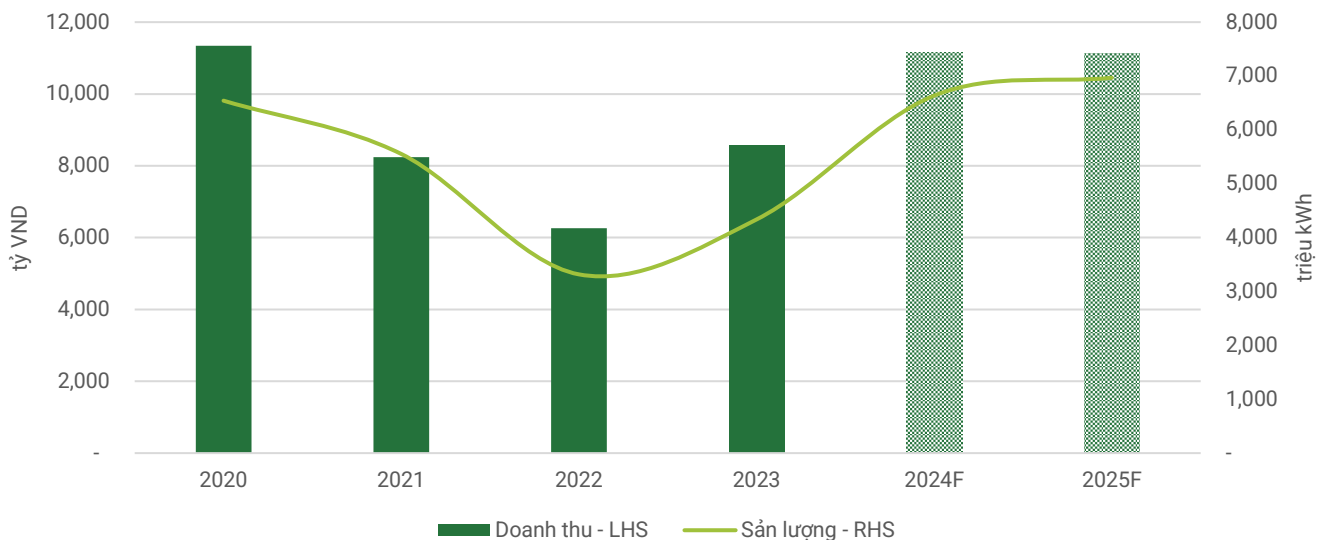
Trong khi phải đối mặt sự suy giảm không thể tránh khỏi của Nhiệt điện khí vì những yếu tố bất lợi kể trên, bức tranh sản xuất điện của POW vẫn được tiếp sức bởi đà phục hồi nhanh chóng của Nhiệt điện than khi sự cố ở tổ máy số 1 (600MW) của Vũng Áng 1 được khắc phục hoàn toàn và dự kiến sẽ ghi nhận tăng trưởng trong 2024 và 2025 nhờ các nhà máy điện khí Nhơn Trạch 3&4 đi vào hoạt động.

Nhà máy Vũng Áng 1 phục hồi tối đa công suất và giúp củng cố cho tăng trưởng sản lượng và doanh thu

Tổ hợp nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng 1, gồm 2 tổ máy, có tổng công suất thiết kế là 1,200MW, tuy nhiên, từ tháng 9 năm 2021, tổ máy số 1 (600MW) đã gặp sự cố nghiêm trọng và phải dừng hoạt động cho đến khi quá trình sửa chữa, đại tu hoàn tất vào tháng 8 năm 2023. Kể từ thời điểm này, nhà máy Vũng Áng 1 mới trở lại hoạt động với công suất tối đa. Chỉ tính trong năm 2023, sản lượng điện huy động từ nhà máy này đã tăng đáng kể lên 4,337 triệu kWh (+31% YoY) và là nhân tố chính giúp POW duy trì tổng sản lượng dù nhiệt điện khí và thủy điện suy giảm nghiêm trọng.

PHS ước tính, trong năm 2024, sản lượng điện từ Vũng Áng 1 sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ hơn 53% YoY lên mức 6,636 triệu kWh, đem về doanh thu khoảng 11,152 tỷ đồng cho POW (+30% YoY).

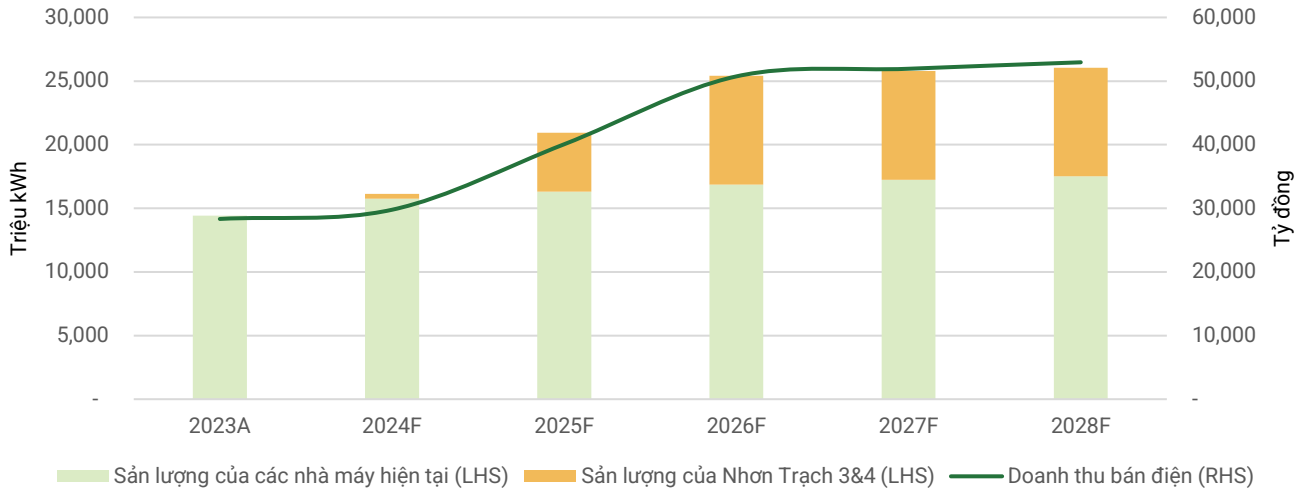
Hình 5 Sản lượng và doanh thu từ Vũng Áng 1 sẽ phục hồi mạnh mẽ về mức trước 2021



Nguồn: POW, PHS tổng hợp và dự báo

Nhà máy điện LNG Nhơn Trạch 3 & 4 sẽ duy trì động lực tăng trưởng dài hạn cho công ty

Công ty đang triển khai dự án xây dựng mới 2 nhà máy điện sử dụng LNG là Nhơn Trạch 3 và 4 với công suất thiết kế mỗi nhà máy là 750MW. Tổng chi phí vốn cho dự án dự kiến là 1.4 tỷ USD và việc giải ngân sắp tới có thể diễn ra dễ dàng dựa trên tình hình tài chính và cơ cấu vốn hiện tại của công ty. Do đó, chúng tôi kỳ vọng Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 sẽ hoàn thành lần lượt vào cuối năm 2024 và 2025 nếu không gặp khó khăn nào khác ngoài vấn đề tài chính và đàm phán giá điện với EVN

Hình 6 Sự xuất hiện của Nhon Trạch 3&4 đóng góp vào tăng trưởng của Sản lượng & Doanh thu


Nguồn: POW, PHS tổng hợp và dự báo

PHS cho rằng nhà máy Nhon Trạch 3 và 4 sẽ vận hành lần lượt vào tháng 11/2024 và 11/2025, ước tính các nhà máy sau khi hoàn thành sẽ tạo ra sản lượng tăng thêm lần lượt là gần 0.4, 4.6 và 8.5 tỷ kWh tương ứng vào các năm 2024F, 2025F và 2026F, từ đó sẽ đóng góp mạnh mẽ vào tăng trưởng dài hạn của công ty như đã xác định trong Quy hoạch điện 8.

Tuy nhiên, chúng tôi nhìn thấy rủi ro các nhà máy Nhon Trạch 3&4 có thể bị trễ hạn khi đến nay các bên (PVPower và EVN) vẫn chưa hoàn tất ký kết hợp đồng mua bán điện (PPA) vì 1 số vướng mắc liên quan đến giá bán cũng như tỷ lệ bao tiêu cho các nhà máy điện LNG này.

Nhà máy	Chỉ tiêu	Đơn vị	2023	2024F	2025F
Cà Mau 1&2	Sản lượng	Triệu kWh	5,277	5,277	5,277
	Giá bán	VND/kWh	1,933	1,916	1,783
Nhon Trạch 1	Sản lượng	Triệu kWh	713	238	250
	Giá bán	VND/kWh	2,756	2,195	2,058
Nhon Trạch 2	Sản lượng	Triệu kWh	2,889	2,409	2,409
	Giá bán	VND/kWh	2,209	2,195	2,058
Hũa Na	Sản lượng	Triệu kWh	588	572	696
	Giá bán	VND/kWh	1,123	1,140	1,155
Đakđrinh	Sản lượng	Triệu kWh	627	633	699
	Giá bán	VND/kWh	984	1,016	981
Vũng Áng 1	Sản lượng	Triệu kWh	4,337	6,636	6,968
	Giá bán	VND/kWh	1,977	1,681	1,597
Nhon Trạch 3 (*)	Sản lượng	Triệu kWh		363	4,268
	Giá bán	VND/kWh		2,591	2,591
Nhon Trạch 4 (*)	Sản lượng	Triệu kWh			363
	Giá bán	VND/kWh			2,591

(*) Giả sử các nhà máy NT3&4 được hưởng khung giá trần cho dự án điện LNG do Bộ Công Thương quy định và Hệ số công suất nguồn do EVN đề xuất là 65% (5,690 giờ/năm)

Nguồn: POW, PHS tổng hợp và dự báo

POW gia nhập ‘cuộc chơi’ xây trạm sạc cho xe điện

Mới đây, POW đã ký biên bản thỏa thuận hợp tác với EN Technologies Inc. để nghiên cứu và phát triển hệ thống trạm sạc tại Việt Nam. Công ty cũng đã triển khai xây dựng trạm sạc xe điện thí điểm đầu tiên và dự kiến sẽ sớm mở rộng ra toàn quốc. Đơn giá sạc trung bình dự kiến khoảng 3,858 đồng/kWh, mức giá tương đương với trạm sạc do Vinfast vận hành.

Cụ thể, POW đã đầu tư 1.8 tỷ đồng để đầu tư 2 trụ sạc nhanh DC có công suất 50-60kW/trụ. Đây là dự án thí điểm của POW để thu thập kinh nghiệm xây dựng cũng như đánh giá nhu cầu, hiệu quả của dự án trong kế hoạch dài hạn là đa dạng hóa các nguồn thu nhập bên cạnh bán điện cho 1 đầu mối là EVN. Tuy nhiên, PHS chưa đưa mảng này vào định giá do thiếu sự chắc chắn cũng như thông tin cần thiết, tuy nhiên chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi và cập nhật trong các báo cáo tiếp theo.

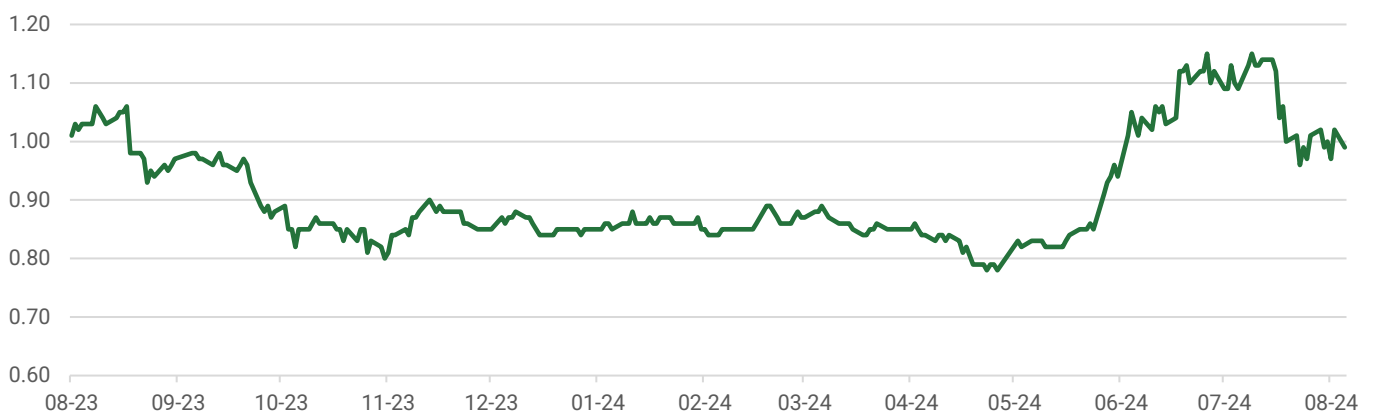
Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF và P/B với tỷ số 0.91x lần theo tỷ trọng 70:30 để ước tính giá hợp lý là 15,900 đồng/cổ phiếu, tăng 9.7% so với mức trước đó, vì (1) PHS tính đến khoản bồi thường 1,000 tỷ đồng từ bảo hiểm và (2) nâng dự phóng sản lượng của tổ hợp NT3&4. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với mức tăng giá tiềm năng là 17%. Dù vậy, định giá này chưa tính mảng kinh doanh mới thử nghiệm của POW là cung cấp dịch vụ sạc cho xe điện và dự án LNG Quảng Ninh do sự không chắc chắn và thiếu thông tin cần thiết.

Phương pháp	Tỷ số lựa chọn	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng
DCF	NA	17,045	70%
P/B	0.91	13,148	30%
Giá trị hợp lý			15,876

Bảng tính định giá theo P/B cho POW

Hình 7 Toàn cảnh P/B trong 1 năm của POW



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

Định giá bằng P/B	
P/B trung bình 1 năm qua của POW	0.91
P/B hợp lý cho POW	0.91
Forward BVPS (VND)	14,448
Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	13,148

Định giá bằng DCF
Bảng: Dự phóng dòng tiền (FCFF) từ 2H2024 đến năm 2028

Năm tài chính	2H2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận ròng	514	3,369	4,462	3,515	3,042
Cộng: Khấu hao TSCĐ	1,664	3,497	3,386	3,277	3,168
Trừ: Tăng/giảm Vốn lưu động ròng	10,056	706	(4,554)	484	(992)
Trừ: Mua sắm TSCĐ	(15,419)	(9,189)	202	(492)	(492)
Cộng: Chi phí lãi vay sau thuế	234	922	912	708	664
FCFF	(2,950)	(696)	4,409	7,492	5,389

(Nguồn: PHS tổng hợp)

Tỷ VND (ngoại trừ Giá trị hợp lý)

Beta	1
Risk-Free Rate (Rf) (Lãi suất phi rủi ro)	3.0%
Equity Risk Premium (Phần bù rủi ro cổ phần)	10.0%
Chi phí sử dụng vốn cổ phần	13.0%
Chi phí sử dụng vốn vay (trước thuế)	5.2%
Thuế suất	12%
Chi phí sử dụng vốn vay (sau thuế)	4.6%
E/V	0.6
D/V	0.4
WACC	9.7%
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền (g)	1%
Giá trị hiện tại của giá trị đầu cuối (terminal value)	41,471
Giá trị hiện tại của dòng tiền (FCFF)	9,060
Cộng: Tiền & tương đương tiền	10,038
Cộng: Đầu tư tài chính ngắn hạn	2,495
Trừ: Nợ vay ngắn & dài hạn	(20,589)
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	(2,557)
Tổng giá trị cổ phần	39,918
Số cổ phiếu đang lưu hành	2,341,871,600
Giá trị hợp lý	17,045

(Nguồn: PHS tổng hợp)

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	24,561	28,224	28,329	29,774	40,069	50,734
Giá vốn hàng bán	(22,021)	(24,498)	(25,625)	(27,291)	(35,245)	(43,318)
Lợi nhuận gộp	2,540	3,726	2,704	2,483	4,824	7,415
Chi phí bán hàng	(9)	-	-	(14)	(16)	(13)
Chi phí QLDN	(131)	(868)	(1,268)	(987)	(1,454)	(1,871)
Lợi nhuận từ HĐKD	2,400	2,859	1,436	1,482	3,354	5,531
Lợi nhuận tài chính	690	445	544	445	439	400
Chi phí lãi vay	(510)	(438)	(565)	(598)	(922)	(912)
Lợi nhuận trước thuế	2,339	2,809	1,442	1,350	3,837	5,184
Lợi nhuận sau thuế	2,052	2,553	1,283	1,181	3,369	4,462
LNST của cổ đông Công ty mẹ	1,799	2,061	1,038	896	3,050	4,127
Cân đối kế toán	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tài Sản Ngắn Hạn	18,420	24,925	29,042	21,255	27,517	29,857
Tiền và tương đương tiền	8,224	8,252	8,440	2,946	5,904	4,757
Đầu tư tài chính ngắn hạn	531	1,650	2,391	1,750	2,265	2,458
Phải thu ngắn hạn	5,343	9,768	12,710	12,236	14,257	16,680
Hàng tồn kho	1,838	2,086	2,167	2,046	2,697	3,189
Tài sản ngắn hạn khác	2,484	3,170	3,334	2,278	2,393	2,774
Tài Sản Dài Hạn	34,557	31,918	41,320	52,092	57,367	53,383
Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-
Tài sản cố định	31,869	29,155	26,402	39,865	52,960	50,017
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	405	936	9,032	8,338	936	291
Đầu tư tài chính dài hạn	828	878	960	923	897	914
Tài sản dài hạn khác	1,455	950	4,927	2,965	2,574	2,160
Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-	-
Tổng cộng tài sản	52,977	56,843	70,362	73,347	84,884	83,241
Nợ phải trả	21,852	23,562	36,243	38,210	46,555	40,935
Nợ ngắn hạn	16,811	18,326	26,785	28,669	34,436	30,239
Nợ dài hạn	5,040	5,236	9,458	9,541	12,120	10,696
Vốn chủ sở hữu	31,125	33,281	34,119	35,137	38,329	42,306
Vốn góp	23,419	23,419	23,419	23,419	23,419	23,419
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,488	2,765	2,705	2,826	2,968	3,123
Tổng nguồn vốn	52,977	56,843	70,362	73,347	84,884	83,241

Lưu chuyển tiền tệ	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	5,147	3,156	3,352	6,699	7,545	3,504
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	563	(3,374)	(6,485)	(15,162)	(9,679)	(8)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(4,555)	245	3,321	2,969	5,092	(4,643)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	1,154	28	188	(5,494)	2,958	(1,147)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	7,070	8,224	8,252	8,440	2,946	5,904
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	8,224	8,252	8,440	2,946	5,904	4,757
Chỉ số tài chính	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng						
Doanh thu	-17.4%	14.9%	0.4%	5.1%	34.6%	26.6%
Lợi nhuận sau thuế	-22.9%	24.4%	-49.7%	-7.9%	185.2%	32.5%
Tổng tài sản	-2.0%	7.3%	23.8%	4.2%	15.7%	-1.9%
Tổng vốn chủ sở hữu	-0.5%	6.9%	2.5%	3.0%	9.1%	10.4%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	10.3%	13.2%	9.5%	8.3%	12.0%	14.6%
Tỷ suất EBIT	9.8%	10.1%	5.1%	5.0%	8.4%	10.9%
Tỷ suất EBITDA	21.2%	20.1%	15.0%	15.3%	17.1%	17.6%
Tỷ suất lãi ròng	8.4%	9.0%	4.5%	4.0%	8.4%	8.8%
ROA	3.9%	4.5%	1.8%	1.6%	4.0%	5.4%
ROE	6.6%	7.7%	3.8%	3.4%	8.8%	10.5%
Hiệu quả hoạt động						
Số ngày phải thu	79	126	164	150	130	120
Số ngày tồn kho	32	25	27	27	28	27
Số ngày phải trả	120	109	227	200	180	130
Khả năng thanh toán						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.1	1.4	1.1	0.7	0.8	1.0
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.8	1.2	0.9	0.6	0.7	0.8
Cấu trúc tài chính						
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.4
Vay ngắn hạn/VCSH	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2
Vay dài hạn/VCSH	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2

(Nguồn: PHS tổng hợp)

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Nguyễn Thiện Nhân, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,

8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Customer Service: 1900 25 23 58

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (84-28) 5 413 5472

Call Center: (84-28) 5 413 5488

Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08,

107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú,
Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,

P. Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung
Hòa, Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2,
Quận 3, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi Nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor,
Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác,
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4566

Fax: (+84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,
251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận
Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,
18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng,
Hải Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801