

**MUA [+78.5%]**

Ngày cập nhật: 11/03/2020

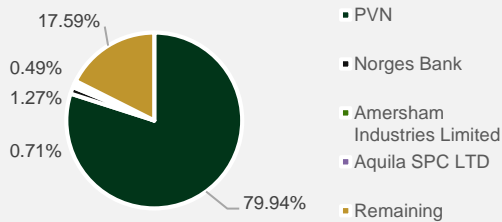
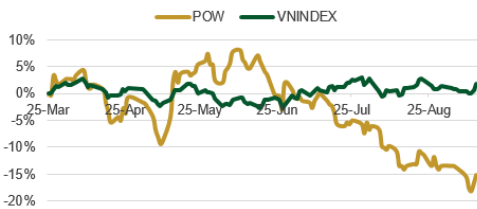
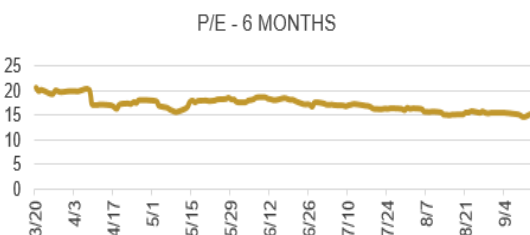
 Giá mục tiêu 16,100 VNĐ  
 Giá hiện tại 9,020 VNĐ

**PHS**

(+82-28) 5 413 5479 – support@phs.vn

**Thông tin cổ phiếu**

 CP đang lưu hành (triệu) 2,341.9  
 Free-float (triệu) 467.8  
 Vốn hóa (tỷ đồng) 21,124  
 KLGD TB 3 tháng 2,216,967  
 Sở hữu nước ngoài 12.7%  
 Ngày niêm yết đầu tiên 14/01/2019

**Cổ đông lớn**

**Biến động giá cổ phiếu so với Index**

**Lịch sử định giá**

**Nhơn Trạch 1 gặp khó khăn trong nguồn nhiên liệu, Vũng Áng tiếp tục đà tăng trưởng**

**Kết quả kinh doanh 2019:** Kết thúc năm 2019, sản lượng điện sản xuất của toàn công ty đạt 22.5 tỷ kWh (+7.3% YoY), doanh thu đạt 35,420 tỷ VND (+6.8% YoY), Lợi nhuận sau thuế cả năm đạt 2,837 tỷ VND (+24.1% YoY). LNST tăng mạnh so với năm ngoài dù doanh thu không tăng tương ứng nhờ biên lợi nhuận gộp trong năm 2019 được cải thiện. Biên lợi nhuận gộp tăng từ 13.7% trong 2018 lên 14.5% trong 2019. Biên lợi nhuận được cải thiện nhờ 2 yếu tố: (1) Nhà máy Vũng Áng hoạt động bình thường trong năm 2019, không còn gặp các sự cố làm gián đoạn sản xuất như năm 2018; (2) Giá khí và than - nguyên liệu đầu vào cho các nhà máy nhiệt điện có xu hướng giảm. Điểm lưu ý trong KQKD năm 2019 là chi phí dự phòng cho khoản phải thu tăng mạnh 38 tỷ VND trong 2018 lên 413 tỷ VND (gấp 10.8 lần) trong năm 2019. Khoản phải thu được trích lập dự phòng liên quan đến EPTC do sự chưa thống nhất về giá trong hợp đồng giữa nhà máy Cà Mau và EPTC.

**Dự phóng kết quả kinh doanh 2020:** Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2020 của POW ước đạt 34,208 tỷ VND (-3.4% YoY) do sản lượng điện sản xuất của nhà máy Nhơn Trạch 1 bị ảnh hưởng lớn do sản lượng khí cung cấp từ PVGas suy giảm và PVGas không cam kết cung cấp khí bổ sung. Tuy nhiên, sản lượng từ Vũng Áng được kỳ vọng sẽ gánh bớt phần thiếu hụt từ Nhơn Trạch 1. Tuy nhiên dù doanh thu giảm, lợi nhuận sẽ được cải thiện đạt 3,529 tỷ VND (+24.4% YoY) do không có chi phí bất thường từ khoản trích lập dự phòng. Ngoài ra, chi phí lãi vay cũng giảm dần sẽ không còn gây áp lực lên lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp.

**Động lực tăng trưởng:** (1) Nhà máy Vũng Áng đã hoạt động bình thường và sẵn sàng tăng trưởng sản lượng trong năm 2020, (2) Kết quả kinh doanh năm 2019 bị ảnh hưởng bởi chi phí dự phòng bất thường, kỳ vọng năm 2020 sẽ không tiếp diễn, (3) Chi phí nguyên liệu đầu vào chính là than và khí đang tiếp tục trong xu hướng giảm từ năm 2019 và tiếp tục kỳ vọng tiếp diễn trong 2020, (4) Ngành điện vẫn đang đối mặt với tình trạng sản xuất vẫn chưa đáp ứng được nhu cầu tiêu thụ, nhiệt điện vẫn tiếp tục đóng vai trò quan trọng để đáp ứng nhu cầu, (5) Cơ chế chính sách từ chính quyền hỗ trợ rất nhiều cho các công ty sản xuất điện tạo điều kiện cho các công ty tăng trưởng trong tương lai.

**Định Giá & Khuyến Nghị:** Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCF EV/EBITDA và P/E mục tiêu lần lượt là 6.6x và 10.9x, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý đối với cổ phiếu POW là 16,100 VNĐ/CP, khuyến nghị : MUA đối với cổ phiếu POW, mức tăng trưởng là 78.5%

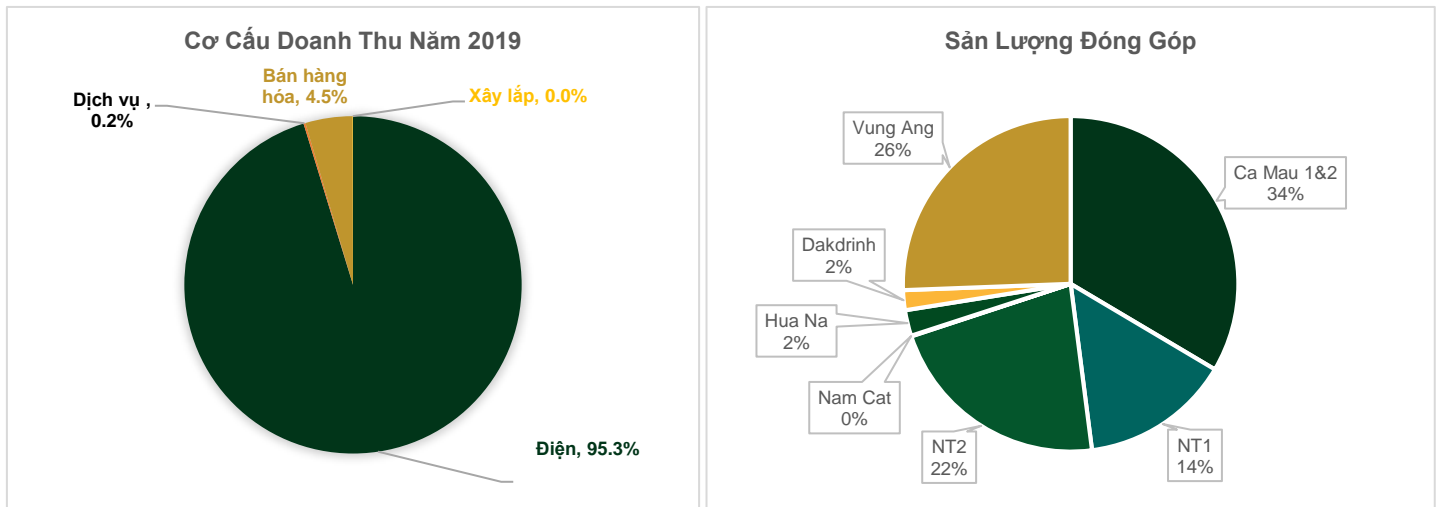
**Rủi ro:** (1) Rủi ro biến động giá và thiếu hụt nguyên liệu đầu vào chính là than và khí, (2) Rủi ro về vận hành như trong năm trước ảnh hưởng tới KQKD của POW, (3) Nhu cầu lớn về vốn trong dài hạn khi đầu tư các dự án điện mới gây áp lực lên tình hình tài chính.

**Chỉ số tài chính**

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E
<b>Doanh thu thuần (tỷ VND)</b>	23,230	28,212	29,710	32,663	36,532	34,208
<b>Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)</b>	2,169	1,075	2,233	1,676	2,133	3,529
<b>EPS (VND)</b>	996	494	1,026	716	911	1,294
<b>Tăng trưởng EPS (%)</b>	-40%	-50%	108%	-30%	27%	21.6%
<b>Giá trị sổ sách (VND)</b>	10,852	11,048	11,437	10,474	10,685	14,126
<b>P/E</b>				9.70	12.13	12.44
<b>P/B</b>				0.87	0.95	1.14
<b>Cổ tức tiền mặt (VND)</b>	-	-	-	0%	0%	0%

## Tình hình sản xuất của các nhà máy điện

Doanh thu chính của POW là từ sản xuất điện với tỷ trọng chiếm 95.3% trong cơ cấu doanh thu của tổng công ty. Vào tháng 10 năm 2019, POW đã thoái vốn toàn bộ số vốn đầu tư tại Công ty Cổ phần Điện lực Dầu khí Bắc Kạn nên nhà máy điện Nậm Cắt đã không còn đóng góp vào tổng công ty từ thời điểm đó. Trong các nhà máy sản xuất của tổng công ty, tỷ trọng sản xuất lớn từ các nhà máy nhiệt điện, trong đó sản lượng đóng góp lớn nhất từ nhà máy Cà Mau, tiếp đến là Vũng Áng.

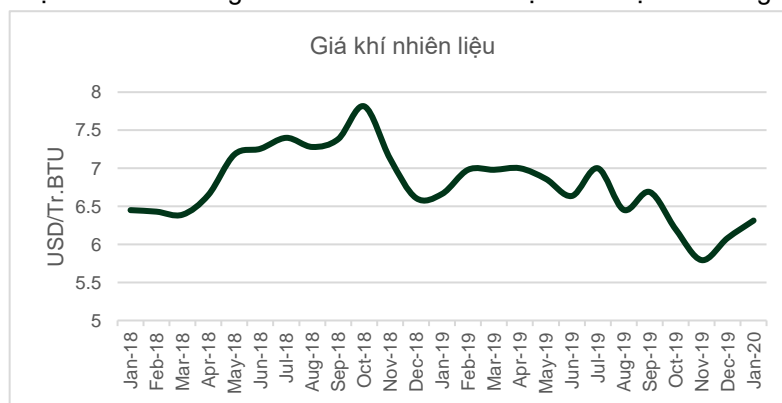


(Nguồn: POW, PHFM tổng hợp)

**Nhà máy Cà Mau 1&2** – POW đang trong giai đoạn làm việc với EVN EPTC để thống nhất PPA của nhà máy điện Cà Mau 1&2 về chuyển đổi đơn giá phí công suất từ USD sang VND và chuẩn bị cho nhà máy tham gia thị trường điện cạnh tranh trong thời gian tới. Việc chưa thống nhất được tỷ giá quy đổi trong năm 2019 nên EPTC chưa thực hiện việc chi trả cho POW. POW đã phải trích lập dự phòng 403.4 tỷ VND cho khoản phải thu hơn 6 tháng chưa được thu hồi. Nếu bên phía EVN vẫn tiếp tục không trả tiền cho POW, khoản dự phòng sẽ tiếp tục sẽ tăng trong năm 2020 và nếu được chi trả, chi phí quản lý của POW trong năm 2020 sẽ được giảm do hoàn nhập dự phòng. Chúng tôi kỳ vọng về việc EVN sẽ thanh toán khoản này cho POW trong năm 2020.

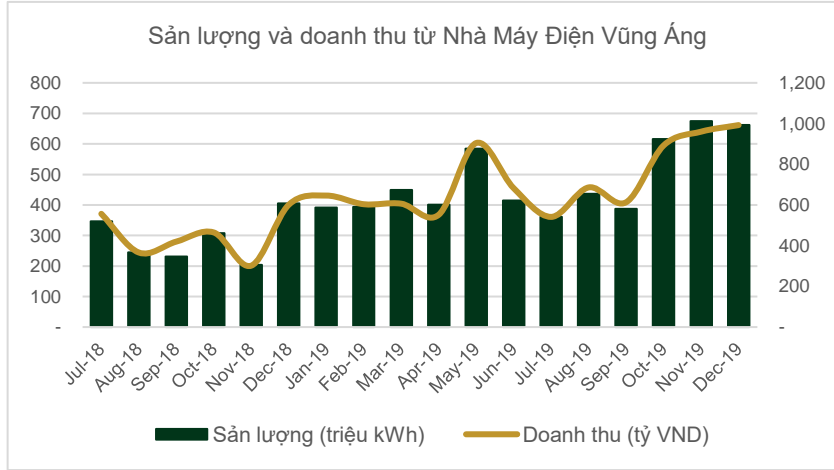
**Nhà máy Nhơn Trạch 1 (NT1)** – Do sản lượng khí các mỏ khí Lô 06.1 và 11.2 suy giảm trong năm 2020, đồng thời sau giai đoạn bình ổn của Lô 06.1, PV Gas không cam kết và không cấp khí bổ sung đảm bảo vận hành bình thường. Do vậy, trong năm 2020, nhà máy NT1 được giao sản lượng điện hợp đồng (Qc) thấp. Sản lượng điện tháng 1 từ nhà máy NT1 đạt 51.91 kWh, tương đương 20.6% so với tháng trước và chỉ bằng 17.0% so với cùng kỳ năm trước.

**Nhà máy Nhơn Trạch 2 (NT2)** - Không giống như Nhơn Trạch 1, nguồn khí cung cấp cho NT2 dự kiến vẫn sẽ ổn định trong năm 2020. Nhờ vào việc hoạt động ổn định, NT2 sẽ có thể tận dụng được lợi thế giá nhiên liệu khí đầu vào đang có xu hướng giảm từ đầu năm 2019. Với tình trạng diễn biến của dịch Covid-19 hiện tại, giá khí nhiên liệu được dự đoán sẽ tiếp tục giảm sâu, biên lợi nhuận của NT2 trong năm 2020 sẽ có thể được cải thiện lên đáng kể.



(Nguồn: NT2, PHFM tổng hợp)

**Nhà máy Vũng Áng** – Sau khoảng thời gian liên tục gặp các sự cố liên quan đến việc vận hành làm ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của POW trong 2018, nhà máy Vũng Áng đã hoạt động bình thường và sản xuất được 5,770.48 kWh (+18.3% YoY) sản lượng điện thương phẩm. Nhà máy Vũng Áng liên tục tăng đều sản lượng sản xuất trong năm 2019 qua các tháng và sẵn sàng tăng sản lượng sản xuất trong năm 2020. Kỳ vọng sản lượng từ Vũng Áng sẽ bù phần thiếu hụt từ NT1. Ngoài ra, POW cũng bước vào giai đoạn triển khai đàm phán giá điện chính thức cho Vũng Áng sau khi quyết toán vốn đầu tư được phê duyệt.



(Nguồn: POW, PHFM tổng hợp)

### Dự án Nhơn Trạch 3 và 4

POW đã ký Hợp đồng lập báo cáo nghiên cứu khả thi (FS) với CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 2 (TV2) và Hợp đồng thẩm tra Báo cáo nghiên cứu khả thi dự án với CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 1 (TV1). POW đang gửi văn bản đến các cơ quan có thẩm quyền xin thỏa thuận các báo cáo chuyên ngành, gửi Bộ Công Thương thẩm định thiết kế cơ sở và có văn bản gửi EVN để thỏa thuận phương án đấu nối. Đồng thời, POW tổ chức làm việc với EVN/EPTC và PV Gas để đàm phán các nội dung trong Hợp đồng mua bán điện và Hợp đồng mua bán khí cho dự án.

### Tình hình thị trường điện và Quy hoạch điện ở Việt Nam

Tình hình sản xuất điện ở Việt Nam vẫn chưa đáp ứng được tốc độ tăng trưởng của nhu cầu tiêu thụ. Theo EVN, tình hình cung ứng điện từ tháng 3 - 6/2020 sẽ gặp rất nhiều khó khăn, lượng nước về các hồ thủy điện tiếp tục kém, trong khi đó nắng nóng khả năng sẽ xuất hiện sớm. NLDC EVN (A0) đã xây dựng hai phương án cung cấp điện với mức tăng trưởng phụ tải 5.75% và 6.6% so với cùng kỳ năm 2019. Nhưng do nước về các hồ thủy điện kém, nên dù phương án tăng trưởng phụ tải cao hay thấp, sản lượng thủy điện huy động được trong mùa khô dự kiến vẫn thấp hơn khoảng 5.3 tỷ kWh so với kế hoạch. Chính vì vậy, để đảm bảo cung cấp điện, EVN sẽ khai thác cao nhiệt điện than, với sản lượng dự kiến khoảng 71.6 tỷ kWh, cao hơn 2.4 tỷ kWh so với kế hoạch. Ngoài ra, EVN cũng huy động cao nguồn nhiệt điện khí, năng lượng tái tạo, nguồn điện nhập khẩu và phải huy động nguồn điện chạy dầu đắt tiền FO và DO.

Theo Quy hoạch điện VII Điều chỉnh đã được Thủ tướng Chính Phủ phê duyệt, công suất hệ thống đưa vào vận hành sẽ tăng thêm 21,651 MW, 38,010MW, 36,192MW trong giai đoạn 2016-2020, 2021-2025 và 2026-2030. Nhiệt điện vẫn đóng góp tỷ trọng lớn trong giai đoạn từ 2016 – 2025 và năng lượng tái tạo sẽ dần tăng tỷ trọng trong giai đoạn sau 2025. Tuy nhiên theo báo cáo gần đây của Bộ Công thương, sau khi đã rà soát lại tình hình tiến độ xây dựng các nhà máy điện, thì tổng công suất các nhà máy điện mới đưa vào sử dụng thấp hơn so với Quy hoạch điện VII điều chỉnh là 17,000MW; trong đó, có nhiều các dự án nhiệt điện than ở khu vực phía Nam.

Do tình trạng thiếu hụt nguồn cung, cũng như tiến độ xây dựng không theo kịp quy hoạch đã phê duyệt, các nhà máy nhiệt điện có hiệu suất ổn định như POW được ưu tiên huy động để cung cấp sản lượng.

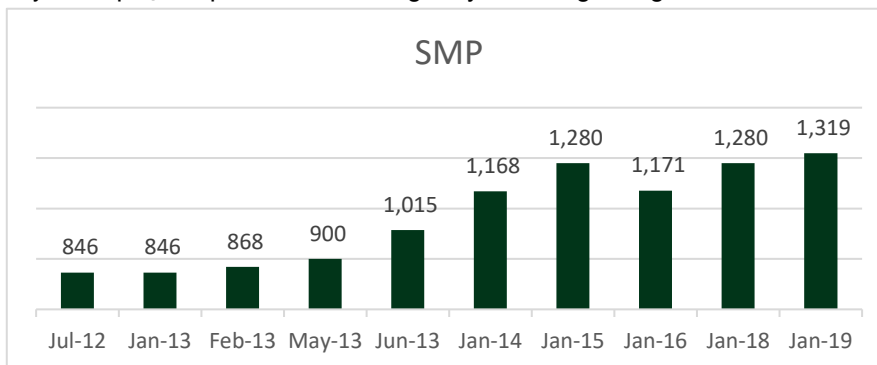
**Bảng:** Thiếu hụt công suất dự kiến và Quy hoạch VII

Năm/Giai đoạn	Tổng công suất vào vận hành (MW)		Chênh lệch
	Theo QHĐ VII điều chỉnh	Sau rà soát	
2019	6,230	3,650	-2,580
2020	4,571	3,230	-1,341
<b>Giai đoạn 2021 – 2025</b>	<b>38,010</b>	<b>30,485</b>	<b>-7,525</b>
2021	9,435	4,520	-4,915
2022	10,290	3,890	-6,400
2023	7,185	6,635	-550
2024	5,250	8,170	2,920
2025	5,850	7,270	1,420

(Nguồn: Bộ Công Thương, PHFM tổng hợp)

### Những sửa đổi chính sách góp phần tạo động lực tăng trưởng

Trong năm 2019, Bộ Công Thương đã ban hành thông tư 24/2019/TT-BCT với các thay đổi về điều chỉnh sản lượng điện hợp đồng (Qc) và giá trần thị trường tạo điều kiện để các nhà máy cả thủy điện và nhiệt điện có thể tham gia thị trường điện vào năm 2020. Theo Quyết định 109/QĐ-ĐTĐL, sản lượng điện năng thanh toán theo giá hợp đồng áp dụng trong thị trường điện năm 2019 là 80%. Tuy nhiên, thông tư 24 (TT24) đã cho phép tỷ lệ sản lượng được thỏa thuận giữa đơn vị phát điện và EVN dao động từ 60% - 100%. Thay vì ấn định tỷ lệ thanh toán thì TT24 đã cho phép các nhà máy phát điện chủ động đàm phán. Các nhà máy cũ và kém cạnh tranh có thể đàm phán tỷ lệ Qc cao trong khi các nhà máy có chi phí sản xuất thấp nhờ công nghệ tiên tiến như POW có thể đàm phán sản lượng Qc với tỷ lệ thấp hơn để có thể tận dụng có chế giá của thị trường điện cạnh tranh. Mức trần của giá điện trên thị trường cạnh tranh (SMP) có xu hướng tăng theo các năm và xu hướng này sẽ tiếp tục tiếp diễn nhờ những thay đổi trong thông tư 24.



(Nguồn: EVN, ERAV, PHFM tổng hợp)

Ngoài ra, vào cuối năm, tháng 12 năm 2019, Thủ tướng đã ban hành Chỉ thị số 29/CT-TTg về tiếp tục tăng cường công tác quản lý Nhà nước đối với hoạt động sản xuất điện, theo đó đã tạo chủ động cho các đơn vị sản xuất điện trong việc cung cấp than để vận hành nhà máy, tạo tiền đề cho việc khắc phục tình trạng thiếu than của nhà máy điện than như Vũng Áng do chỉ được sử dụng than trong nước như trước đây. Nhờ đó, nguyên liệu than đầu vào của nhà máy Vũng Áng sẽ được duy trì ổn định trong năm 2020.

### Chi tiết định giá và khuyến nghị

Trong năm 2020, chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện POW sản xuất đạt 22,157 kWh (-1.6% YoY) do sự giảm sút trong sản lượng của NT1 do gặp vấn đề về nguồn cung nhiên liệu khí. Tuy nhiên, sự giảm sút trong sản lượng của NT1 sẽ được nhà máy Vũng Áng bù trừ. Do đó, doanh thu ước tính đạt 32,550 tỷ VND (-4.2% YoY) nhưng lợi nhuận sau thuế đạt 3,528 tỷ VND (+24.4% YoY) do không có chi phí dự phòng bất thường từ khoản phải thu liên quan đến EPTC. EPS forward năm 2020 ước đạt 1,294VND/CP. Ngoài ra, chi phí khấu hao của các nhà máy cũng gần hết và POW cũng đã trả các khoản nợ từ các ngân hàng nước ngoài cũng gần hết (tỷ lệ Nợ/VCSH từ 0.96 xuống còn 0.59), nên giá vốn và chi phí tài chính sẽ giảm đáng kể giúp cải thiện biên lợi nhuận.

Chi tiết sản lượng dự phóng như bên dưới:

Sản lượng điện (kWh)	2019	2020E	YoY
Cà Mau 1&2	7,556.18	7,533.44	-0.3%
Nhơn Trạch 1	3,254.61	1,565.86	-51.9%
Nhơn Trạch 2	4,952.17	5,196.43	4.9%
Hỏa Na	559.84	547.65	-2.2%
Đak Đrinh	432.88	432.94	0.0%
Vũng Áng	5,770.48	6,881.12	19.2%
<b>Tổng cộng</b>	<b>22,526.16</b>	<b>22,157.44</b>	<b>-1.6%</b>

Ngoài việc vẫn sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền như báo cáo lần trước, chúng tôi sử dụng thêm phương pháp định giá dựa trên P/E và EV/EBITDA. Tỷ lệ áp dụng cho 3 phương pháp DCF, EV/EBITDA và P/E lần lượt theo thứ tự là 35:35:30. Việc chúng tôi lựa chọn 3 phương pháp dựa vào các yếu tố:

- DCF phù hợp cho dòng tiền đều từ hoạt động kinh doanh của các công ty tiện ích như POW. Nhưng lưu ý rằng việc chi phí đầu tư cho dự án Nhơn Trạch 3 và 4 chưa được chúng tôi đưa vào phần định giá do chưa có thông tin một cách chính xác về quy mô và nhu cầu vay vốn.
- EV/EBITDA phù hợp cho những doanh nghiệp phụ thuộc nhiều vào đòn bẩy như các công ty tiện ích.
- P/E sẽ phù hợp cho kỳ vọng của thị trường vào cổ phiếu.

Chúng tôi dùng EV/EBITDA trung bình trong quá khứ là 6.6x. Thêm vào đó, chúng tôi dùng P/E trung bình trong quá khứ là 10.9x để xác định giá mục tiêu của POW trong 2020.

Giá mục tiêu chúng tôi tính ra khi sử dụng 3 phương pháp là 16,100VND/CP. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị: MUA đối với cổ phiếu POW với upside tương ứng là 78.5%.

Phương pháp	Mục tiêu	Giá tính	Tỷ trọng
DCF		21,300	35%
EV/EBITDA	6.6x	14,100	35%
P/E	10.9x	12,700	30%
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>16,100</b>

#### Bảng tính bằng phương pháp DCF

	2020E	2021E	2022E	2023E
EBIT	3,615.35	4,218.44	5,058.30	5,940.38
EBIT sau thuế	3,223.61	3,761.36	4,510.21	5,296.71
Khấu hao	3,088.83	3,092.95	3,094.47	3,092.95
Capex	179.83	-4.37	-18.69	13.92
Thay đổi Vốn Lưu Động	-1,615.32	3,002.13	-2,791.15	3,149.76
FCF	7,747.92	3,856.55	10,414.52	5,225.99
Kỳ chiết khấu	1.00	2.00	3.00	4.00
WACC				10.4%



Hệ số chiết khấu	0.91	0.82	0.74	0.67
PV of FCF	7,020.67	3,166.54	7,748.52	3,523.24
PV Giá trị cuối cùng (g= 1%)				21,458.97
Giá trị DN				64,408.75
Nợ				17,555.40
Tiền và tương đương tiền				5,741.20
Lợi ích cổ đông không kiểm soát				2,623.85
Giá trị vốn hóa				49,370.50
<b>Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)</b>				<b>2,341.9</b>
<b>Giá trị hợp lý</b>				<b>21,300</b>

#### Bảng tính bằng phương pháp EV/EBITDA (tỷ VND)

<b>EV/EBITDA Mục tiêu</b>	6.6x
<b>EBITDA</b>	6,704.2
<b>EV</b>	44,247.6
<b>Nợ</b>	17,555.4
<b>Tiền &amp; tương đương tiền</b>	5,741.2
<b>Lợi ích cổ đông không kiểm soát</b>	2,623.9
<b>Vốn hóa thị trường</b>	29,809.5
<b>Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)</b>	2,341.9
<b>Giá trị hợp lý</b>	<b>12,700</b>

#### Rủi ro

(1) Rủi ro biến động giá và thiếu hụt nguyên liệu đầu vào chính là than và khí – Năm 2020, PV Gas không cam kết và không cấp khí bổ sung đảm bảo vận hành bình thường cho nhà máy Nhơn Trạch 1. Giá than và giá khí biến động mạnh ảnh hưởng không nhỏ tới KQKD của các doanh nghiệp trong ngành, diễn hình như trong năm 2018 khi giá than và khí đều tăng khá mạnh đã ảnh hưởng tới biên lợi nhuận của tổng công ty.

(2) Rủi ro về vận hành như trong năm trước ảnh hưởng tới KQKD của POW – Để đảm bảo vận hành ổn định, các nhà máy nhiệt điện cần phải có những tu sửa và bảo trì định kỳ trong năm. Việc sửa chữa định kỳ có thể phát sinh về các vấn đề kỹ thuật và làm gián đoạn quá trình sản xuất của công ty.

(3) Nhu cầu lớn về vốn trong dài hạn khi đầu tư các dự án điện mới gây áp lực lên tình hình tài chính – Nhu cầu lớn về vốn trong các năm tới khi tổng công ty đang gấp rút thực hiện 2 nhà máy điện mới là Nhơn Trạch 3 & 4. Mặc dù POW đang tìm kiếm đối tác chiến lược để giải quyết nhu cầu về vốn, tuy nhiên đây cũng có thể coi là một rủi ro trong trường hợp POW không thể tìm được đối tác chiến lược hoặc việc xây dựng các nhà máy gặp vấn đề.

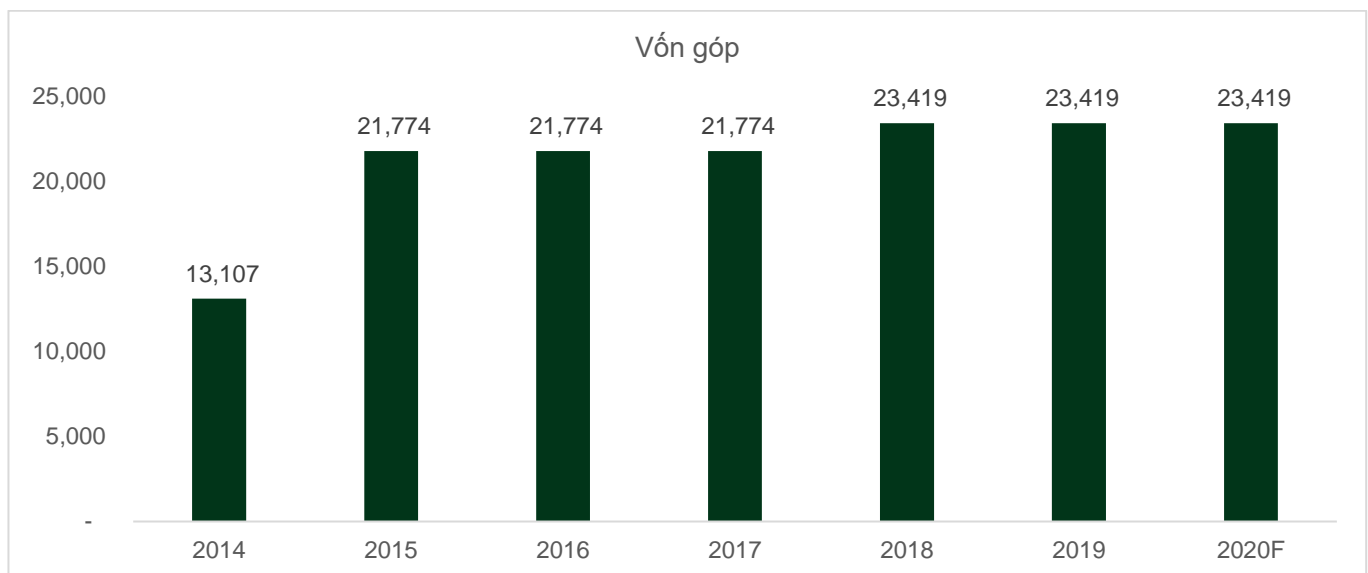
## Sơ lược công ty

Tổng công ty Điện lực Dầu Khí Việt Nam (PV Power) được thành lập dưới hình thức Công ty TNHH Một thành viên năm 2007, sở hữu bởi tập đoàn dầu khí Việt Nam (PVN), nhằm đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia và đáp ứng nhu cầu năng lượng gia tăng trong nước. Hiện tại PV Power là nhà sản xuất điện lớn thứ hai trong nước với tổng công suất 4.2 GW. Phần lớn các nhà máy điện của PV Power là nhà máy nhiệt điện, bao gồm 2.7GW điện khí và 1.2GW điện than.

Năm 2018, Tổng công ty đã chính thức trở thành công ty đại chúng theo Công văn số 5712/UBCK-GSĐC của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước về việc đăng ký Công ty đại chúng của Tổng công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam - Công ty cổ phần.



## Quá trình tăng vốn (tỷ VNĐ)



(Nguồn: POW, PHFM dự phóng)

**Báo cáo tài chính (tỷ VNĐ)**

<b>Kết quả kinh doanh</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020F</b>
Doanh thu thuần	23,230	28,212	29,710	32,662	35,421	34,208
Giá vốn hàng bán	(18,002)	(24,429)	(24,787)	(28,186)	(30,298)	29,436
Lợi nhuận gộp	5,228	3,783	4,923	4,477	5,123	4,772
Chi phí bán hàng	(17)	(17)	(16)	(20)	(27)	(26)
Chi phí QLDN	(991)	(739)	(799)	(773)	(1,179)	(495)
Lợi nhuận từ HĐKD	2,997	1,702	2,737	2,469	3,097	3,933
Lợi nhuận tài chính	(1,176)	(1,340)	(1,392)	(1,264)	(877)	(318)
Chi phí lãi vay	(864)	(1,330)	(1,351)	(1,307)	(1,152)	(826)
Lợi nhuận trước thuế	3,003	1,696	2,733	2,492	3,145	3,957
Lợi nhuận sau thuế	2,560	1,517	2,602	2,287	2,837	3,529
LNST của cổ đông Công ty	2,169	1,075	2,233	1,921	2,491	3,030
<b>Cân đối kế toán</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020F</b>
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>16,016</b>	<b>18,519</b>	<b>13,778</b>	<b>15,251</b>	<b>18,546</b>	<b>15,485</b>
Tiền và tương đương tiền	6,073	4,671	2,266	3,185	5,122	3,969
Đầu tư tài chính ngắn hạn	150	60	1,039	176	619	791
Phải thu ngắn hạn	4,384	9,649	6,286	7,073	8,268	5,928
Hàng tồn kho	3,701	3,347	3,533	4,187	3,912	4,114
Tài sản ngắn hạn khác	1,709	792	653	631	625	682
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>55,267</b>	<b>51,214</b>	<b>46,805</b>	<b>42,860</b>	<b>39,623</b>	<b>36,978</b>
Phải thu dài hạn	370	204	39	42	3	3
Tài sản cố định	51,115	48,068	43,991	40,177	37,320	34,360
Bất động sản đầu tư	4	0	0	0	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	565	281	290	378	217	268
Đầu tư tài chính dài hạn	781	931	957	937	988	961
Tài sản dài hạn khác	2,430	1,763	1,539	1,347	1,124	1,423
Lợi thế thương mại	37	-	23	16	9	-
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>71,283</b>	<b>69,732</b>	<b>60,583</b>	<b>58,111</b>	<b>58,169</b>	<b>52,463</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>44,956</b>	<b>42,935</b>	<b>32,859</b>	<b>31,296</b>	<b>28,565</b>	<b>19,381</b>
Nợ ngắn hạn	17,043	18,078	13,868	17,571	19,431	12,478
Nợ dài hạn	27,074	24,669	18,779	13,304	8,406	6,505
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>26,327</b>	<b>26,797</b>	<b>27,724</b>	<b>26,815</b>	<b>29,603</b>	<b>33,082</b>
Vốn điều lệ	21,774	21,774	21,774	23,419	23,419	23,419
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,697	2,741	2,822	2,309	2,624	3,091
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>71,283</b>	<b>69,732</b>	<b>60,583</b>	<b>58,111</b>	<b>58,169</b>	<b>52,463</b>



Lưu chuyển tiền tệ	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	5,042	3,750	6,113	4,996	4,352	6,485
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	4,405	(1,376)	(1,059)	1,555	(42)	910
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(8,892)	(3,776)	(7,458)	(5,633)	(2,370)	(8,546)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	555	(1,402)	(2,404)	919	1,940	(1,151)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	5,518	6,073	4,671	2,266	3,185	5,122
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	6,073	4,671	2,266	3,185	5,122	3,969
Chỉ số tài chính (%)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
Tăng trưởng						
Doanh thu	-4.6%	21.4%	5.3%	9.9%	8.4%	-3.4%
Lợi nhuận sau thuế	-7.3%	-40.7%	71.5%	-12.1%	24.1%	24.4%
Tổng tài sản	44.9%	-2.2%	-13.1%	-4.1%	0.1%	-9.8%
Tổng vốn chủ sở hữu	50.0%	1.8%	3.5%	-3.3%	10.4%	11.8%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	22.5%	13.4%	16.6%	13.7%	14.5%	13.9%
Tỷ suất EBIT	20.0%	16.6%	19.1%	15.7%	15.1%	19.6%
Tỷ suất EBITDA	7.8%	1.3%	4.5%	3.7%	6.3%	10.6%
Tỷ suất lãi ròng	11.0%	5.4%	8.8%	7.0%	8.0%	10.3%
ROA	3.6%	2.2%	4.3%	3.9%	4.9%	6.7%
ROE	9.7%	5.7%	9.4%	8.5%	9.6%	10.7%
Hiệu quả hoạt động						
Vòng quay khoản phải thu	4.91	3.94	3.64	4.72	4.36	4.54
Vòng quay hàng tồn kho	(4.91)	(6.93)	(7.21)	(7.30)	(7.48)	(7.33)
Vòng quay khoản phải trả	(3.59)	(4.52)	(4.39)	(5.03)	(4.86)	(4.76)
Khả năng thanh toán						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	0.94	1.02	0.99	0.87	0.95	1.24
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.72	0.84	0.74	0.63	0.75	0.91
Cấu trúc tài chính						
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.63	0.62	0.54	0.54	0.49	0.37
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	1.71	1.60	1.19	1.17	0.96	0.59
Vay ngắn hạn/VCSH	0.65	0.67	0.50	0.66	0.66	0.38
Vay dài hạn/VCSH	1.03	0.92	0.68	0.50	0.28	0.20

Nguồn: PHFM

## **Đảm bảo phân tích**

---

Báo cáo được thực hiện bởi Nguyễn Hoàn Niên, chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ 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 trách**

---

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. 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 chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

### **© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).**

Tòa nhà CR3-03A, Tầng 3, 109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Customer Service: (+84-28) 5 411 8855

E-mail: [info@phs.vn](mailto:info@phs.vn) / [support@phs.vn](mailto:support@phs.vn)

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

Web: [www.phs.vn](http://www.phs.vn)

### **PGD Phú Mỹ Hưng**

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

### **Chi nhánh Quận 3**

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

### **Chi Nhánh Thanh Xuân**

Tầng 1, Tòa nhà 18T2, Lê Văn Lương, Trung Hòa Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội.

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

### **Chi nhánh Tân Bình**

Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2, 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2405

Fax: (+84-28) 3 813 2415

### **Chi nhánh Hà Nội**

Tầng 3, Tòa nhà Naforimex, 19 Bà Triệu, Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4560

Fax: (+84-24) 3 933 4820

### **Chi nhánh Hải Phòng**

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

Phone: (+84-225) 384 1810

Fax: (+84-225) 384 1801