

## Nhiệt điện Phả Lại (PPC – HSX)

### Hoạt động kinh doanh cốt lõi khả quan

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY13	Q3-FY13	+/- qoq	Q4-FY12	+/- yoy
Doanh thu thuần	1.781,6	2.261,8	-21%	1.365,7	30%
Lợi nhuận sau thuế	73,3	316,9	-77%	338,4	-78%
EBIT	108,6	367,4	-70%	448,3	-76%
Tỷ suất EBIT	6,1%	16,2%	-1.015bps	32,8%	-2.673bps

Nguồn: Rongviet Securities database

- ❑ **Cập nhật KQKD Q32015: Biên lợi nhuận gộp cải thiện**
- ❑ **Thiết bị chính của PL2 hết khấu hao**
- ❑ **Khả năng trích lập dự phòng cao cho hoạt động đầu tư tài chính trong quý 4/2015**
- ❑ **Hoạt động kinh doanh chính kỳ vọng thuận lợi năm 2016**

#### Quan điểm và Định Giá:

PPC là một trong những nhà máy nhiệt điện công suất lớn và lâu đời của khu vực miền Bắc. Sau gần 30 năm hoạt động, thiết bị chính của hai dây chuyền PL1 và PL2 đã hết khấu hao, trong đó PL2 với giá điện hợp đồng được ký cố định trong 18 năm (2014 – 2032) kỳ vọng sẽ có biên lợi nhuận gộp cải thiện từ quý 3/2015. Ngoài ra, hiện tượng El Nino dự báo kéo dài thêm 1 năm, năm 2016 hứa hẹn tiếp tục là một năm “được mùa” của các doanh nghiệp nhiệt điện.

Trong quý 4/2015, kết quả kinh doanh của PPC có thể kém khả quan do phải trích lập dự phòng cho một số khoản đầu tư dài hạn. Tuy nhiên, loại trừ những tác động bất thường này cũng như ảnh hưởng chênh lệch tỷ giá, EPS năm 2015 dự báo đạt 2.504 đồng và EPS năm 2016 dự báo đạt 2.644 đồng.

Sử dụng kết hợp các phương pháp chiết khấu dòng tiền, và PP so sánh đồng thời có điều chỉnh biến động bất thường của hoạt động tài chính vào giá trị doanh nghiệp, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý của PPC vào khoảng 21.100 đồng/cp và đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho mục tiêu đầu tư **DÀI HẠN**.

#### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2013	FY2014	Lũy kế đến HT	FY2015E	FY2016F
Doanh thu thuần	6.588,5	7.481,9	6.045,6	8.037,4	7.532,3
% tăng trưởng	59,5%	13,6%	7,1%	7,4%	-6,3%
Lợi nhuận sau thuế	1.629,5	1.044,7	441,5	414,2	662,9
% tăng trưởng	222,8%	-35,9%	-11,0%	-60,4%	60,1%
Tỷ suất LNST (%)	24,7%	14,0%	7,3%	5,2%	8,8%
ROA (%)	13,6%	9,0%		3,8%	6,2%
ROE (%)	34,1%	18,9%		7,4%	11,7%
EPS (VND)	5.122	3.284		1.302	2.083
EPS đ/chính (VND)	1.580	1.471		2.504	2.591
Giá trị sổ sách (VND)	16.964	17.835		17.148	18.434
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.500	2.000		793	1.269
P/E (x)	13,6	17,0		7,5	7,3
P/BV (x)	1,3	1,4		1,1	1,0

Nguồn: Báo cáo tài chính PPC, Rong Việt tổng hợp và ước tính

## TRUNG LẬP

Giá thị trường (VND)	18.900
Giá mục tiêu (VND)	21.600
Thời gian đầu tư	Dài hạn

#### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Tiện ích công cộng
Vốn hóa (tỷ đồng)	6.013,1
SLCPDLH	318.154.614
Beta	0,9
Free Float (%)	21,2
Giá cao nhất 52 tuần	26.900
Giá thấp nhất 52 tuần	16.600
KLGD bình quân 20 phiên	120.633



#### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
PPC	10,5	-18,5	142,3
TICC	-0,04	0,6	N/A
VN30 Index	1,4	-4,8	31,0
VN Index	3,6	0,9	51,4

#### Cổ đông lớn (%)

Tổng Công ty phát điện Genco2	51,0
CTCP cơ điện lạnh	21,8
Halley Sicav - Halley Asian Prosperity	6,0
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	33,6

#### Nguyễn Thị Phương Lam

(084) 08- 6299 2006 – Ext 3113

lam.ntp@vdsc.com.vn

**Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q3-FY15**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY15	Q2-FY15	+/- (qoq)	Q3-FY14	+/- (yoy)
Doanh thu	1.781,6	2.261,8	-21,2%	1.365,7	30,4%
Lợi nhuận gộp	257,1	187,9	36,8%	-122,0	-310,8%
Chi phí bán hàng và quản lý	23,1	22,0	5,2%	25,5	-9,2%
Thu nhập HĐKD	234,0	166,0	41,0%	414,2	-43,5%
EBITDA	192,8	542,2	-64,4%	623,2	-69,1%
EBIT	108,6	367,4	-70,4%	448,3	-75,8%
Chi phí tài chính	244,5	-1,3	-18641,5%	-220,3	-211,0%
- Chi phí lãi vay	30,8	29,9	3,1%	34,7	-11,3%
Khấu hao	-84,2	-174,8	-51,8%	-174,9	-51,9%
Khoản mục không thường xuyên (*)	-285,2	-77,2	269,3%	167,2	-270,6%
Khoản mục bất thường (*)	-0,6	2,6	-123,4%	-0,7	-9,8%
Lợi nhuận trước thuế	77,8	337,5	-76,9%	413,5	-81,2%
Lợi nhuận sau thuế	73,3	316,9	-76,9%	338,4	-78,3%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	346,2	387,1	-10,6%	201,6	71,7%

Nguồn: PPC, Rongviet Securities database

**Bảng 2: Phân tích HĐKD Q3-FY15**

Chỉ tiêu	Q3-FY15	Q2-FY15	+/- (qoq)	Q3-FY14	+/- (yoy)
<b>Chỉ tiêu sinh lợi (%)</b>					
TS lợi nhuận gộp	14,4	8,3	612bps	-8,9	14,4
EBITDA/Doanh thu	10,8	24,0	-1315bps	45,6	10,8
EBIT /Doanh thu	6,1	16,2	-1015bps	32,8	6,1
TS lợi nhuận ròng	4,1	14,0	-990bps	24,8	4,1
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	19,4	17,1	232bps	14,8	19,4
<b>Vòng quay vốn lưu động* (x)</b>					
-Hàng tồn kho	7,8	11,0	-3,2	8,1	7,8
-Khoản phải thu	1,8	3,1	-1,3	2,8	1,8
-Khoản phải trả	26,3	25,8	0,4	0,0	26,3
<b>Đòn bẩy (%)</b>					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	0,9	1,0	0,0	1,0	0,9

Nguồn: Rongviet Securities database, (\*) thường niên hóa

### Cập nhật KQKD Q32015

Doanh thu và LNG trong quý 3/2015 của PPC đạt lần lượt hơn 1.781 tỷ đồng (+30,4%, yoy) và 257,1 tỷ đồng (Q3/2014: -122 tỷ đồng). Tuy nhiên, lợi nhuận trước thuế trong quý 3/2015 chỉ đạt xấp xỉ 77,8 tỷ đồng, giảm mạnh so với mức hơn 413,5 tỷ đồng của Q3/2014. Lũy kế 9T2015, tổng doanh thu đạt hơn 6.045 tỷ đồng (+7,1%, yoy) và LNG đạt hơn 578,6 tỷ đồng (+88%, yoy). Biến động bất lợi của tỷ giá JPY/VND khiến hoạt động tài chính lỗ và LNNT trong 9T2015 chỉ đạt xấp xỉ 472,3 tỷ đồng (-20,6%, yoy) và LNST tương ứng là 441,5 tỷ đồng (-11%, yoy).

### Biên lợi nhuận gộp cải thiện

Biến đổi thời tiết bất thường khiến mùa khô kéo dài trong năm 2015 đã giúp các doanh nghiệp nhiệt điện được hưởng lợi đáng kể, cả về mặt sản lượng lẫn giá điện. Đối với PPC, trong Q3/2015,



ước tính sản lượng điện thương phẩm đạt 1.392 triệu kWh và giá điện trung bình là 1.264 đồng/kWh, tăng lần lượt 23% và 4% so với Q3/2014. Ngoài ra, từ quý 3/2015, chi phí khấu hao của dây chuyển 2 (PL2) giảm mạnh so với hai quý đầu năm do thiết bị chính hết thời gian khấu hao.

Nhờ vậy, biên lợi nhuận gộp tăng mạnh từ mức trung bình 7,5% của 6T2015 lên 14,4% trong Q3/2015. Xu hướng này đi ngược với đặc điểm vụ mùa thông thường với quý 3 là quý thấp điểm của các nhà máy nhiệt điện. Biên LNG trung bình 9T2015 đạt 9,6%, cao hơn biên LNG của 9T2014 khoảng 2,7 lần.

#### ***Hoạt động tài chính lỗ do biến động tỷ giá***

Trong quý 3/2015, JPY đã tăng giá ~5,1% so với VND, PPC theo đó phải ghi nhận lỗ hơn 213,6 tỷ đồng chênh lệch tỷ giá cho riêng Q3. Kết quả này khiến PPC lỗ xấp xỉ 155,6 tỷ đồng từ hoạt động tài chính, trong khi Q3/2014 của PPC ghi nhận lợi nhuận hoạt động tài chính hơn 561,6 tỷ đồng.

#### ***Vòng quay vốn lưu động giảm***

Chúng tôi nhận thấy khoản phải thu tiền điện từ Công ty mua bán điện có xu hướng tăng mạnh trong năm 2014 và 9T2015, với giá trị tăng thêm xấp xỉ 900 tỷ đồng/năm. Kết quả khiến vòng quay khoản phải thu suy giảm trong năm 2014 và dự báo sẽ tiếp diễn trong năm 2015. Số ngày thu tiền bình quân tăng từ 77 ngày trong năm 2013 lên 86,6 ngày trong năm 2014 và dự báo ở mức hơn 100 ngày trong năm 2015.

#### **Triển vọng kinh doanh Q42015**

##### **Thiết bị chính của PL2 hết khấu hao**

Đến cuối quý 2/2015, máy móc thiết bị chính của dây chuyển 2 đã hết khấu hao. Do đó, bên cạnh sự thuận lợi về yếu tố thời tiết (mùa khô khiến sản lượng và giá điện tăng), chi phí khấu hao trong sáu tháng cuối năm 2015 ước tính chỉ bằng 32% so với sáu tháng đầu năm. Từ năm 2016, chi phí khấu hao ước tính vào khoảng 80 tỷ đồng/năm, bằng khoảng 12% mức khấu hao trung bình 2011 – 2014. Vì giá điện hợp đồng của PL2 đã được ký cố định trong 18 năm (2014 – 2032) nên chi phí khấu hao giảm sẽ giúp biên lợi nhuận gộp của nhà máy này cải thiện từ quý 3/2015.

Đối với dây chuyển 1 (PL1), hợp đồng PPA hiện tại chỉ có hiệu lực 2 năm (2014 – 2015) và PPC đang trong quá trình đàm phán giá điện cho năm 2016. Vì thiết bị chính của PL1 đã hết khấu hao từ năm 2014, chúng tôi ước tính giá điện hợp đồng mới sẽ giảm khoảng 13% so với giá điện hợp đồng hiện tại. Tuy nhiên, vì giá điện hợp đồng được xác định trên nguyên tắc đảm bảo mức tỷ suất ROE cố định (10% đối với phần vốn góp Nhà nước và lãi suất TPCP cộng biên độ 3% đối với vốn góp tư nhân) nên việc giá điện PL1 giảm sẽ làm giảm doanh thu nhưng không ảnh hưởng biên lợi nhuận của PL1.

##### **Khả năng trích lập dự phòng cao cho hoạt động đầu tư tài chính trong quý 4/2015**

Theo quy định của Thông tư 200/2014-TT-BTC, doanh nghiệp phải ghi nhận các khoản chênh lệch tỷ giá giai đoạn đầu tư xây dựng vào kết quả kinh doanh trong kỳ tại thời điểm phát sinh, thay vì được phân bổ từ 1 – 5 năm khi bắt đầu hoạt động như quy định cũ. Trong các khoản đầu tư của PPC thì Nhiệt điện Quảng Ninh (tỷ lệ sở hữu 16,35%) và Nhiệt điện Hải Phòng (Công ty liên doanh liên kết, tỷ lệ sở hữu 25,97%) vẫn chưa phân bổ hết lỗ chênh lệch tỷ giá giai đoạn đầu tư xây dựng. Như vậy, cả hai doanh nghiệp này sẽ phải ghi nhận toàn bộ lỗ chênh lệch tỷ giá giai đoạn xây dựng còn lại vào KQKD năm 2015, gây ảnh hưởng tiêu cực đến KQKD của doanh nghiệp và gián tiếp ảnh hưởng đến KQKD chung của PPC.

### **Nhiệt điện Quảng Ninh**

Khoản lỗ chênh lệch tỷ giá giai đoạn xây dựng và lỗ chênh lệch tỷ giá do đánh giá lại khoản vay dài hạn tại thời điểm 31/12/2011 của Nhiệt điện Quảng Ninh là hơn 1.260 tỷ đồng và chưa được phân bổ trong giai đoạn hoạt động 2012 – 2014. Chúng tôi cho rằng NĐ Quảng Ninh sẽ phân bổ toàn bộ khoản chênh lệch này trong quý 4/2015 và làm giảm lợi nhuận năm 2015 với giá trị tương ứng. Theo ước tính của chúng tôi, vào quý 4/2015, Nhiệt điện Phả Lại sẽ phải trích lập dự phòng hơn 290 tỷ đồng cho khoản đầu tư ở Nhiệt điện Quảng Ninh.

### **Nhiệt điện Hải Phòng**

Chênh lệch tỷ giá giai đoạn xây dựng của Nhiệt điện Hải Phòng còn hơn 392 tỷ đồng vào cuối năm 2014 và khả năng sẽ được ghi nhận trong quý 4/2015. Mặc dù vậy, đối với NĐ Hải Phòng, chúng tôi quan ngại về khoản lỗ chênh lệch tỷ giá năm 2015 gây ra bởi các khoản vay USD và JPY nhiều hơn. Theo đó, tại thời điểm cuối quý 3/2015, nợ vay dài hạn của NĐ Hải Phòng còn khoảng 11.198 tỷ đồng, trong đó nợ USD chiếm ~80% và nợ JPY chiếm ~11%. Trong năm 2015, với giả định USD tăng giá 5,2% và JPY tăng giá 0,6% so với VNĐ, ước tính NĐ Hải Phòng phải ghi nhận lỗ ~660 tỷ đồng CLTG chưa thực hiện. Bao gồm cả kết quả hoạt động kinh doanh chính, chúng tôi ước tính NĐ Hải Phòng lỗ ~272 tỷ đồng trong năm 2015. Như vậy, PPC khả năng phải ghi nhận lỗ hơn 70,5 tỷ đồng cho hoạt động đầu tư liên doanh liên kết.

### **Dự phóng KQKD Q42015**

Tiêu thụ điện trong quý 4 thường cao hơn so với quý 3. Bên cạnh đó, với lượng mưa thấp, dự báo nhu cầu nhiệt điện trong Q4/2015 sẽ cao hơn so với Q4/2014. Do đó, trên cơ sở ước tính thận trọng, chúng tôi cho rằng sản lượng điện sản xuất trong Q4/2015 của PPC sẽ tăng 10% so với Q4/2014, tương ứng đạt 1.605 triệu kWh và sản lượng điện thương phẩm tương ứng là 1.412 triệu kWh. Doanh thu quý 4/2015 và cả năm dự báo đạt lần lượt hơn 1.952 tỷ đồng (+6,1%, yoy) và 8.059 tỷ đồng (+7,7%, yoy).

Với khả năng Nhiệt điện Quảng Ninh và Nhiệt điện Hải Phòng sẽ tiếp tục lỗ trong quý 4/2015, chúng tôi ước tính PPC phải trích lập dự phòng hơn 292 tỷ đồng cho khoản đầu tư vào NĐ Quảng Ninh và ghi nhận lỗ hơn 70,5 tỷ đồng từ đầu tư liên doanh liên kết. Do những ảnh hưởng này, dự kiến LNTT của PPC sẽ lỗ ~125 tỷ đồng trong quý 4/2015.

### **Bảng 3: Dự phóng KQKD Q4-FY15**

<b>Chỉ tiêu (tỷ đồng)</b>	<b>Q4-FY15</b>	<b>+/- qoq</b>	<b>+/- yoy</b>
Doanh thu thuần	1.952	10%	6%
LN gộp	281	9%	-5%
EBIT	(94)	-187%	-113%
LNST	(124)	-270%	-123%

*Nguồn: RongViet Securities database*

Lũy kế cả năm 2015, sản lượng điện thương phẩm ước đạt 5.951 triệu kWh, tăng 5% yoy. Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh từ mức 6,7% của năm 2014 lên khoảng 11,2% trong năm 2015, lợi nhuận gộp theo đó dự báo đạt xấp xỉ 899 tỷ đồng. LNTT và LNST năm 2015 lần lượt đạt 514,9 tỷ đồng và 414 tỷ đồng và EPS tương ứng đạt 1.302 đồng.

Loại trừ các tác động bất thường từ hoạt động tài chính, LNST dự báo đạt xấp xỉ 797 tỷ đồng và EPS tương ứng là 2.504 đồng.



### Hoạt động kinh doanh chính kỳ vọng thuận lợi năm 2016

Hiện tượng El Nino dự báo sẽ kéo dài sang năm 2016, có thể khiến các doanh nghiệp thủy điện đối diện tình trạng sản lượng thấp do thiếu nước phát điện. Ngược lại, các nhà máy nhiệt điện sẽ là đối tượng được hưởng lợi “kép” với giá điện cũng như sản lượng cao hơn. Mặc dù vậy, với nguồn cung nhiệt điện cho khu vực miền Bắc dự kiến tăng thêm từ các nhà máy nhiệt điện Vũng Áng 1, Nghi Sơn 1, Mông Dương 1&2, chúng tôi thận trọng ước tính sản lượng điện sản xuất năm 2016 của PPC có thể giảm nhẹ 2,3% so với năm 2015.

Sản lượng điện sản xuất và điện thương phẩm theo đó dự báo đạt lần lượt 6.458 triệu kWh và 5.812 triệu kWh. Do giá bán điện hợp đồng của PL1 dự báo sẽ giảm ~13%, doanh thu năm 2016 ước đạt hơn 7.532 tỷ đồng, giảm 6,3% so với năm 2015. Biên lợi nhuận gộp năm 2016 dự báo đạt 11,5%, tăng nhẹ so với năm 2015 nhờ sự cải thiện biên lợi nhuận của PL2.

Ngoài ra, sau khi NB Quảng Ninh và NB Hải Phòng phân bổ toàn bộ lỗ chênh lệch tỷ giá giai đoạn xây dựng trong năm 2015, kết quả hoạt động tài chính cũng như đầu tư liên doanh liên kết của PPC sẽ ít bị tác động hơn từ năm 2016. Với giả định USD sẽ tăng giá 4% và JPY tăng giá 5% so với VND, dự kiến PPC sẽ lỗ hơn 23,6 tỷ đồng từ liên doanh liên kết. LNST (không bao gồm bất thường của hoạt động tài chính) dự báo đạt xấp xỉ 829 tỷ đồng, tăng 4% so với năm 2015 và EPS tương ứng là 2.605 đồng.

**Bảng 4: Những giả định chính**

Chỉ tiêu	FY2015E	FY2016F
Tăng trưởng doanh thu (%)	7%	-6%
Tăng trưởng sản lượng (%)	5%	-2%
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	11%	12%
Tỷ suất EBIT (%)	10%	14%
Thay đổi tỷ giá JPYVND	0,6%	5%

*Nguồn: Rongviet Securities database*

### Triển vọng dài hạn

PPC đang có kế hoạch nâng cấp PL1 với vốn khái toán khoảng 2.600 tỷ đồng. Với số dư tiền và tiền gửi ngân hàng cuối năm 2015 ước khoảng hơn 2.000 tỷ đồng, chúng tôi cho rằng PPC sẽ không phải lo ngại về vấn đề vốn cho kế hoạch này. Sau khi nâng cấp, dự kiến hiệu suất của nhà máy có thể tăng 10%. Tuy nhiên, PPC vẫn đang trong quá trình xây dựng phương án trình EVN nên chúng tôi chưa đưa kế hoạch này vào mô hình dự phóng.

### Quan điểm và định giá

PPC là một trong những nhà máy nhiệt điện công suất lớn và lâu đời của khu vực miền Bắc. Sau gần 30 năm hoạt động, thiết bị chính của hai dây chuyền PL1 và PL2 đã hết khấu hao, trong đó PL2 với giá điện hợp đồng được ký cố định trong 18 năm (2014 – 2032) kỳ vọng sẽ có biên lợi nhuận gộp cải thiện từ quý 3/2015. Ngoài ra, hiện tượng El Nino dự báo kéo dài thêm 1 năm, năm 2016 hứa hẹn tiếp tục là một năm “được mùa” của các doanh nghiệp nhiệt điện.

Trong quý 4/2015, kết quả kinh doanh của PPC có thể kém khả quan do phải trích lập dự phòng cho một số khoản đầu tư dài hạn. Tuy nhiên, loại trừ những tác động bất thường này cũng như ảnh hưởng chênh lệch tỷ giá, EPS năm 2015 dự báo đạt 2.504 đồng và EPS năm 2016 dự báo đạt 2.605 đồng.

Với dư nợ ngoại tệ tại thời điểm cuối quý 3/2015 còn khoảng 23,2 tỷ JPY, biến động tỷ JPY/VND có thể khiến kết quả kinh doanh của PPC không ổn định. Trong năm 2015, JPY đã phục hồi so với VND và chúng tôi lo ngại xu hướng này sẽ tiếp diễn trong các năm tiếp theo, gây bất lợi lên KQKD của PPC. Ngoài ra, cơ cấu cổ đông gồm 51% thuộc sở hữu của cổ đông Nhà nước (Tổng Công ty phát điện 2 - Genco2) có thể làm giảm sự chủ động và độc lập của PPC trong các quyết định kinh doanh. Đây là những rủi ro cổ đông cần cân nhắc khi lựa chọn đầu tư vào cổ phiếu PPC.

Sử dụng kết hợp các phương pháp chiết khấu dòng tiền, và PP so sánh đồng thời có điều chỉnh biến động bất thường của hoạt động tài chính vào giá trị doanh nghiệp, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý của PPC vào khoảng 21.600 đồng/cp và đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho mục tiêu đầu tư **DÀI HẠN**.

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFE	21.938	35%	7.678
EV/EBITDA	15.142	15%	2.271
P/E	26.191	50%	13.095
<b>Giá bình quân</b>		<b>100%</b>	<b>23.045</b>
Giá trị tăng thêm/giảm do ảnh hưởng hoạt động tài chính			-1.473
<b>Giá trị hợp lý</b>			<b>21.572</b>

**Bảng 5. Chỉ số tài chính một số doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực**

Tên	VHTT (Tỷ đồng)	PE	EV/EBITDA
PETROVIETNAM NHON TRACH 2 PO	7.314	5,3	4,6
KOT ADDU POWER COMPANY LTD	15.521	7,7	5,1
HUB POWER COMPANY	25.347	10,5	7,7
JSW ENERGY LTD	47.824	10,5	7,7
TOP ENERGY CO LTD-A	29.043	19,7	7,1
SHANXI ZHANGZE ELEC POWER-A	48.461	16,6	8,9
<b>Trung bình</b>		<b>10,0</b>	<b>7,6</b>

Nguồn: Bloomberg

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Doanh thu thuần	6.588,5	7.481,9	8.037,4	7.532,3
Giá vốn	5.558,2	6.984,7	7.138,4	6.665,3
<b>Lãi gộp</b>	<b>1.030,4</b>	<b>497,3</b>	<b>898,9</b>	<b>867,0</b>
Chi phí bán hàng	0,0	0,0	0,0	0,0
Chi phí quản lý	103,1	106,5	114,4	113,0
Thu nhập từ HĐTC	1.625,1	1.055,2	394,6	370,2
Chi phí tài chính	235,1	142,9	602,1	327,6
Lợi nhuận khác	2,5	8,4	8,4	8,4
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>2.250,3</b>	<b>1.301,5</b>	<b>514,9</b>	<b>781,4</b>
Thuế TNDN	611,2	247,4	97,8	148,5
Lợi ích cổ đông thiểu số	9,6	9,4	2,9	4,4
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1.629,5</b>	<b>1.044,7</b>	<b>414,2</b>	<b>628,5</b>
EBIT	1.269,1	854,4	805,1	1.082,7
EBITDA	1.963,5	1.555,0	1.267,4	1.163,0

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	59,5	13,6	7,4	-6,3
Lợi nhuận HKKD	152,7	-57,9	100,8	-3,9
EBITDA	24,6	-20,8	-18,5	-8,2
EBIT	43,8	-32,7	-5,8	34,5
Lợi nhuận sau thuế	222,8	-35,9	-60,4	51,7
Tổng tài sản	-1,5	-4,8	-5,9	0,4
Vốn chủ sở hữu	29,9	5,1	-3,9	6,9
Tốc độ tăng trưởng nội tại	24,1	7,4	2,9	4,4
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	15,6	6,6	11,2	11,5
LN HKKD / Doanh thu	14,1	5,2	9,8	10,0
EBITDA/ Doanh thu	29,8	20,8	15,8	15,4
EBIT/ Doanh thu	19,3	11,4	10,0	14,4
LNST/ Doanh thu	24,7	14,0	5,2	8,3
ROA	13,6	9,0	3,8	5,9
ROIC or RONA	12,0	8,4	8,5	11,7
ROE	34,1	18,9	7,4	11,1
<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
Vòng quay kh. phải thu	4,7	4,2	3,6	3,3
Vòng quay hàng tồn kho	6,4	8,5	8,6	7,2
Vòng quay khoản phải trả	5,5	6,2	6,3	6,1
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Hiện hành	5,0	5,0	5,1	5,0
Nhanh	4,4	4,5	4,4	4,4
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	119,6	98,4	94,6	82,9
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	6,9	5,8	6,4	6,1
Vay dài hạn/ Vốn CSH	92,7	71,9	68,4	58,0

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Tiền	1.186	1.187	663	822
Đầu tư tài chính ngắn hạn	3.753	3.446	3.314	3.312
Các khoản phải thu	1.413	2.139	2.331	2.260
Tồn kho	939	705	963	899
Tài sản ngắn hạn khác	7	3	3	3
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>7.298</b>	<b>7.480</b>	<b>7.274</b>	<b>7.296</b>
Tài sản cố định hữu hình	1.522	845	681	640
Tài sản cố định vô hình	15	10	4	0
Xây dựng cơ bản dở dang	334	242	242	313
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	2.721	2.745	2.453	2.453
Tài sản dài hạn khác	6	4	4	4
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>4.598</b>	<b>3.844</b>	<b>3.383</b>	<b>3.409</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>11.896</b>	<b>11.324</b>	<b>10.657</b>	<b>10.705</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	277	326	345	322
Khoản phải trả ngắn hạn khác	804	851	734	768
Vay và nợ ngắn hạn	371	327	349	358
Vay và nợ dài hạn	5.004	4.083	3.733	3.384
Khoản phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
<b>Tổng nợ</b>	<b>6.457</b>	<b>5.586</b>	<b>5.162</b>	<b>4.832</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.397</b>	<b>5.674</b>	<b>5.456</b>	<b>5.831</b>
Vốn đầu tư của CSH	3.262	3.262	3.262	3.262
Lợi nhuận giữ lại	1.717	1.899	1.675	2.048
Các quỹ	543	638	644	646
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.397</b>	<b>5.674</b>	<b>5.456</b>	<b>5.831</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	39	42	40	43
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>11.892</b>	<b>11.302</b>	<b>10.657</b>	<b>10.705</b>
<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014</b>	<b>FY2015E</b>	<b>FY2016F</b>
LNTT	2.250,3	1.301,5	514,9	781,4
Khấu hao	694,4	700,6	462,4	80,3
Các điều chỉnh	-1.279,2	-895,2	582,3	301,4
Thay đổi vốn lưu động	-600,8	-793,3	-760,1	-108,5
<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>1.064,8</b>	<b>313,6</b>	<b>799,5</b>	<b>1.054,5</b>
Thay đổi TSCĐ	-141,0	-199,6	-293,2	-106,6
Thay đổi các KM đầu tư khác	-517,0	279,6	0,0	0,0
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	514,0	468,2	81,1	82,9
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>-144,0</b>	<b>548,1</b>	<b>-212,1</b>	<b>-23,8</b>
Nhận/trả lại vốn góp	0,0	0,0	0,0	0,0
Vay mới/trả nợ vay	-421,0	-379,8	-326,6	-340,7
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ+ chi khác từ LNGL	-320,9	-480,7	-784,3	-531,8
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>-741,9</b>	<b>-860,5</b>	<b>-1.110,9</b>	<b>-872,5</b>
Tiền thuần trong kỳ	178,9	1,2	-523,5	158,3
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>1.006,8</b>	<b>1.185,7</b>	<b>1.186,9</b>	<b>663,4</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>1.185,7</b>	<b>1.186,9</b>	<b>663,4</b>	<b>821,6</b>



**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 LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

**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, Satra, 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.

**Hệ thống mạng lưới**

**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM  
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986  
Website: www.vdsc.com.vn

**Chi nhánh Hà Nội**

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

**Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

**Chi nhánh Cần Thơ**

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

**TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ**

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, 2015.**