

## CTCP Thủy điện Miền Trung (CHP – HSX)

### Lợi thế nghịch mùa

| Chỉ tiêu (tỷ đồng) | Q2-FY15 | Q1-FY15 | +/- qoq | Q2-FY14 | +/- yoy  |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| Doanh thu thuần    | 145,2   | 172,1   | -16%    | 85,0    | 71%      |
| Lợi nhuận sau thuế | 54,7    | 78,8    | -31%    | (14,4)  | N/A      |
| EBIT               | 90,1    | 112,6   | -20%    | 32,4    | 178%     |
| Tỷ suất EBIT       | 62,0%   | 65,5%   | -341bps | 38,1%   | 2.393bps |

Nguồn: CHP, RongViet Securities tổng hợp

### Nhà máy thủy điện có công suất lớn nhất trên sàn niêm yết

CTCP thủy điện Miền Trung (HNX: CHP) được thành lập năm 2004 để đầu tư và vận hành nhà máy thủy điện (NMĐ) A Lưới với công suất thiết kế 170MW và sản lượng điện bình quân 649 triệu kWh/năm. NMĐ A Lưới được khởi công xây dựng vào năm 2008, khá muộn so với NMĐ của một số Công ty thủy điện đang niêm yết trên sàn khác như của TBC, TMP, SJD... Vì vậy, suất đầu tư của NMĐ A Lưới tương đối cao so với các nhà máy này.

### Bảng 1: CHP và một số nhà máy thủy điện đang niêm yết khác

|                                            | CHP   | SBA   | SHP   | SJD   | TBC   | TMP   | VSH   |
|--------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Công suất thiết kế (MW)                    | 170,0 | 73,0  | 122,5 | 95,0  | 120,0 | 150,0 | 136,0 |
| Sản lượng TB theo thiết kế (triệu kWh/năm) | 649,0 | 292,4 | 549,7 | 391,7 | 400,0 | 610,0 | 598,5 |
| Sản lượng thương phẩm 2014 (triệu kWh)     | 571,2 | 161,6 | 662,9 | 420,7 | 384,9 | 858,0 | 680,5 |
| Vốn CSH (tỷ VND)                           | 1.421 | 686   | 1.222 | 995   | 923   | 1.031 | 2.963 |
| Tổng tài sản (tỷ VND)                      | 3.322 | 1.448 | 3.206 | 1.296 | 980   | 1.593 | 3.640 |

Nguồn: CHP, RongViet Research

**Sản lượng điện hợp đồng (Qc) xác định hàng tuần.** NMĐ A Lưới được xây dựng trên sông A Sáp thuộc địa bàn huyện miền núi A Lưới tỉnh Thừa Thiên Huế. Đây là một trong những tỉnh có lượng mưa nhiều nhất nước, trung bình khoảng 2.500 mm/năm. Mặc dù vậy, mưa ở Huế thường không đều và tập trung vào một số tháng với cường độ mưa lớn. Mùa mưa bắt đầu từ tháng 9 đến tháng 2 năm sau, trong đó tháng 11 có lượng mưa lớn nhất và chiếm khoảng 30% lượng mưa cả năm. Do đặc điểm này mà mực nước hồ chứa giữa các tháng không đều và hồ A Lưới chỉ tích nước đủ sản xuất điện trong khoảng một tuần (trong điều kiện mùa khô, không có thêm nước về). Do vậy, không giống với các nhà máy thủy điện có hồ điều tiết năm thì Qc được xác định hàng năm, Qc của NMĐ A Lưới được xác định hàng tuần và dựa trên mức nước của tuần liền trước.

**Lợi thế nghịch mùa.** Hơn 60% sản lượng điện của NMĐ A Lưới tập trung trong bốn tháng cuối năm và khoảng 10% sản lượng được sản xuất trong hai tháng đầu năm. Chúng tôi muốn lưu ý: (1) Bắt đầu từ tháng 11, các hồ thủy điện lớn (hồ điều tiết theo năm) sẽ giảm phát điện để tích trước cho mùa khô; (2) Tháng 1 và 2 là mùa khô ở hầu hết các khu vực trên cả nước; và (3) Nhu cầu điện tăng trong giai đoạn này do tính mùa vụ, khiến giá điện thị trường (Pm) trong giai đoạn này ở mức tương đối cao. Như vậy, với sản lượng đạt cao nhất trong giai đoạn cao điểm về nhu cầu điện, chúng tôi cho rằng hiệu quả kinh doanh của A Lưới sẽ đạt cao nhất trong giai đoạn này.

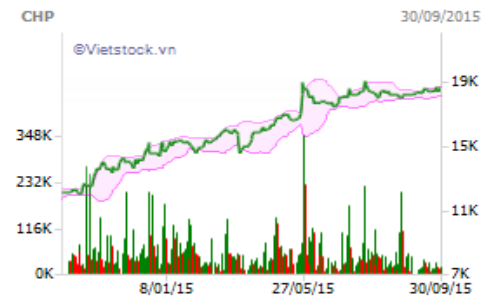
## MUA

|                      |        |
|----------------------|--------|
| Giá thị trường (VND) | 18.700 |
| Giá mục tiêu (VND)   | 23.600 |

Thời gian đầu tư **TRUNG HẠN**

### Thông tin cổ phiếu

|                         |             |
|-------------------------|-------------|
| Ngành                   | Thủy điện   |
| Vốn hóa (tỷ đồng)       | 2.244       |
| SLCPDLH                 | 120.000.000 |
| Beta                    | 0           |
| Free Float (%)          | 34,9        |
| Giá cao nhất 52 tuần    | 19.100      |
| Giá thấp nhất 52 tuần   | 10.800      |
| KLGD bình quân 20 phiên | 16.907      |



Nguồn: Vietstock

### Tỷ suất sinh lời (%)

|            | 3T   | 1N   | 3N    |
|------------|------|------|-------|
| CHP        | 3,9  | 70,0 | 240,0 |
| TICC       | -3,0 | -1,3 | N/A   |
| VN30 Index | -6,4 | -9,9 | 27,1  |
| HSX Index  | -5,1 | -6,0 | 43,3  |

### Cổ đông lớn (%)

|                                         |      |
|-----------------------------------------|------|
| Tổng Công ty Điện lực Miền Nam          | 23,0 |
| Tổng Công ty Điện lực Miền Trung        | 23,0 |
| Tổng Công ty Điện lực Hà Nội            | 8,9  |
| Tổng Công ty phát điện 1                | 5,2  |
| Tổng Công ty tài chính cổ phần điện lực | 5,0  |
| Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)               | 0,79 |

**Nguyễn Thị Phương Lam**

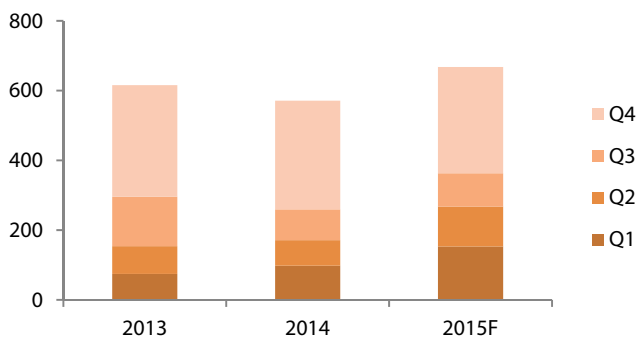
08- 6299 2006 – Ext 1313

lam.ntp@vdsc.com.vn

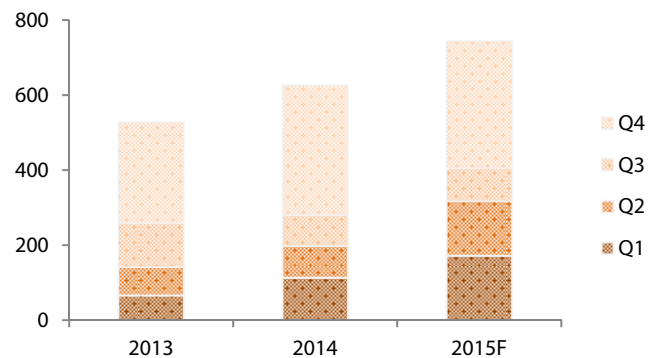
Qc xác định hàng tuần và suất đầu tư cao có thể hạn chế khả năng tối đa hóa lợi ích khi tham gia thị trường điện cạnh tranh. Mặc dù phần lớn sản lượng điện của CHP được sản xuất vào giai đoạn Pm tương đối cao, hình thức xác định sản lượng Qc theo tuần sẽ là trở ngại để nhà máy tăng sản lượng chào bán thị trường cạnh tranh, qua đó tối đa hóa hiệu quả hoạt động.

Ngoài ra, với suất đầu tư cao, giá bán điện theo hợp đồng PPA (Pc) của NMD A Lưới cũng cao hơn so với một số NMD khác. Trong khi đó, vào mùa mưa, khi sản lượng điện tương đối dồi dào thì giá điện thị trường (Pm) thường có khuynh hướng thấp hơn đáng kể so với mùa khô và thậm chí ở mức 0 đồng. Trong trường hợp này, nếu Pm trung bình quá thấp so với Pc thì biên lợi ích tăng thêm mà NMD A Lưới nhận được sẽ ít hơn so với các NMD có Pc thấp.

**Hình 1: Hơn 60% sản lượng tập trung ở quý cuối năm (2013 – 2015F)**



**Hình 2: Quý 4 đóng góp hơn 50% doanh thu (2013 – 2015F)**



Nguồn: Rongviet Research

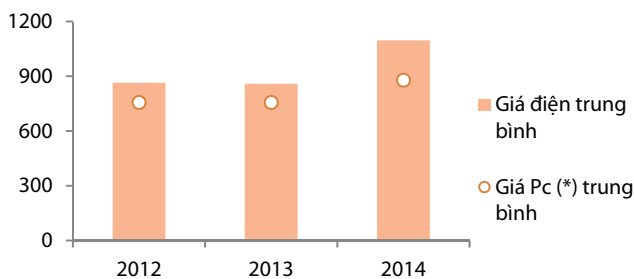
### Tình hình tài chính

#### **Doanh thu tăng trưởng gần 19% trong năm 2014 nhờ điều chỉnh giá điện hợp đồng (Pc)**

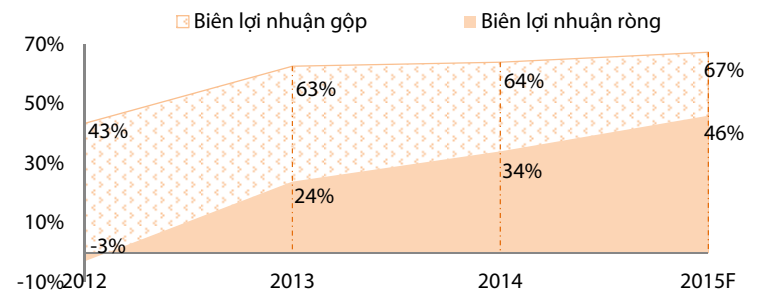
NMD A Lưới chính thức vận hành thương mại từ giữa năm 2012, do đó không có nhiều dữ liệu quá khứ để đánh giá biến động sản lượng điện cũng như tăng trưởng về doanh thu. Trong năm 2014, do điều kiện thủy văn không thuận lợi, sản lượng điện thương phẩm năm 2014 chỉ đạt 571,2 triệu kWh, giảm 7,2% so với năm 2013 và hoàn thành 95% kế hoạch năm.

Mặc dù sản lượng điện giảm, giá điện Pc giai đoạn 2014 - 2021 của NMD A Lưới đã được điều chỉnh tăng thêm 122,33 đồng/kWh. Doanh thu năm 2014 nhờ vậy vẫn tăng trưởng 18,6% so với năm 2013 và vượt kế hoạch 22%.

**Hình 3: Giá điện trung bình cao hơn giá Pc (\*) trung bình**



**Hình 4: Hiệu suất sinh lời cải thiện đáng kể sau ba năm hoạt động**



Nguồn: Rongviet Research

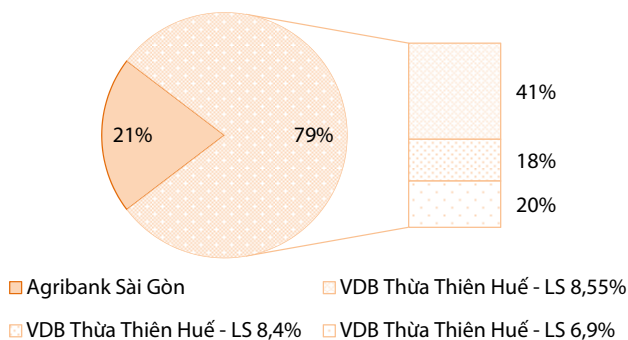
(\*): Giá Pc của CHP gồm hai mức, mùa khô và mùa mưa. Theo phụ lục hợp đồng năm 2014, mùa khô có giá 795,33 đ/kWh và mùa mưa có giá 962,33 đ/kWh.

### Giảm áp lực dòng tiền và chi phí tài chính nhờ tái cấu trúc nợ vay

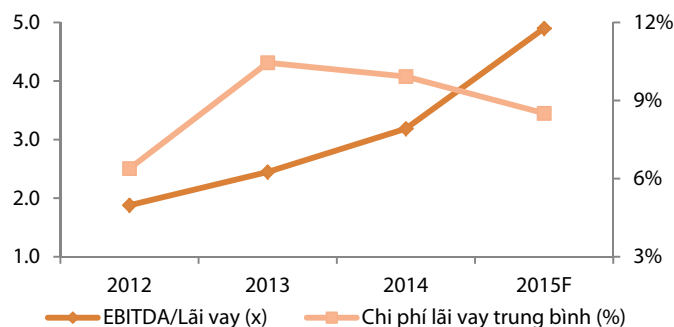
Tại thời điểm cuối năm 2014, dư nợ vay của CHP là 1.615,2 tỷ đồng, chiếm hơn 57% cơ cấu vốn. Gần 80% dư nợ được vay từ ngân hàng phát triển Việt Nam chi nhánh Thừa Thiên Huế (VDB Thừa Thiên Huế) với ba mức lãi suất cố định (lãi suất vay ban đầu cao nhất là 11,4% và thấp nhất là 6,9%). Trong năm 2014, CHP đã đạt được thỏa thuận tái cấu trúc khoản nợ này với VDB Thừa Thiên Huế. Theo đó, mức lãi suất cao nhất được điều chỉnh giảm xuống còn 10%, thời hạn trả nợ đồng thời được giãn ra thêm hai năm và khoản nợ có lãi suất cao sẽ được ưu tiên trả trước.

Nhờ cơ cấu lãi suất, chi phí lãi vay trung bình của CHP đã giảm từ mức xấp xỉ 10,5% trong năm 2013 xuống còn khoảng 9,9% trong năm 2014. Trong nửa đầu năm 2015, CHP tiếp tục đàm phán thành công với VDB Thừa Thiên Huế về vấn đề lãi suất. Theo đó, từ tháng 8/2015, lãi suất của khoản vay có lãi suất 10% sẽ được điều chỉnh giảm xuống còn 8,55%. Chi phí lãi vay trung bình năm 2015 theo ước tính của chúng tôi sẽ mức 8,5%.

Hình 5: Cơ cấu nợ vay theo các mức lãi suất vào 30/6/2015



Hình 6: Tỷ lệ EBITDA/Lãi vay liên tục cải thiện



Nguồn: Rongviet Research

### Triển vọng kinh doanh năm 2015

Bảng 2: Kết quả Kinh Doanh Q2-FY15 và Lũy kế đến HT

| Chỉ tiêu (tỷ đồng)          | Q2-FY15 | Q1-FY15 | +/- (qoq) | Q2-FY14 | +/- (yoy) | LK đến HT | +/- (yoy) |
|-----------------------------|---------|---------|-----------|---------|-----------|-----------|-----------|
| Doanh thu                   | 145,2   | 172,1   | -15,6%    | 85,0    | 70,9%     | 317,3     | 60,0%     |
| Lợi nhuận gộp               | 91,2    | 116,4   | -21,6%    | 29,1    | 213,5%    | 207,5     | 115,8%    |
| Chi phí bán hàng và quản lý | 5,5     | 5,5     | 0,9%      | 6,6     | -16,2%    | 11,0      | -5,0%     |
| Thu nhập HĐKD               | 85,6    | 110,9   | -22,7%    | -20,9   | -510,0%   | 196,5     | 4377,6%   |
| EBITDA                      | 128,3   | 150,8   | -14,9%    | 73,9    | 73,6%     | 279,1     | 61,5%     |
| EBIT                        | 90,1    | 112,6   | -20,0%    | 32,4    | 178,1%    | 202,7     | 110,0%    |
| Chi phí tài chính           | 35,4    | 33,8    | 4,8%      | 46,8    | -24,3%    | 69,2      | -19,2%    |
| - Chi phí lãi vay           | 35,4    | 33,8    | 4,8%      | 46,8    | -24,3%    | 69,2      | -19,2%    |
| Khấu hao                    | 38,2    | 38,2    | 0,0%      | 41,5    | -8,0%     | 76,4      | 0,1%      |
| Lợi nhuận trước thuế        | 54,7    | 78,8    | -30,6%    | -14,4   | -480,4%   | 133,5     | 1124,2%   |
| Lợi nhuận sau thuế          | 54,7    | 78,8    | -30,6%    | -14,4   | -480,4%   | 133,5     | 1124,2%   |

Nguồn: CHP, RongViet Securities

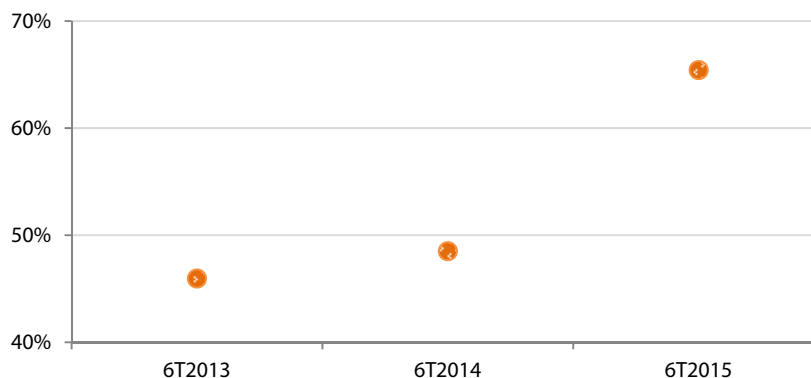
### Cập nhật KQKD 2Q2015

Nguồn nước dồi dào, sản lượng điện tăng mạnh. Sản lượng điện thương phẩm hai quý đầu năm đạt 267,7 triệu kWh, tăng 56,4% so với cùng kỳ năm 2014. Doanh thu thuần tương ứng đạt xấp xỉ 317,3 tỷ đồng, tăng 60% so với cùng kỳ năm 2014.



*Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh so với cùng kỳ.* Cùng với mức tăng trưởng mạnh về sản lượng, giá điện trung bình trong 6T2015 cũng tăng nhẹ lên 1.185 đồng/kWh, so với mức trung bình 1.158 đồng/kWh của cùng kỳ năm 2014. Biên lợi nhuận gộp nhờ vậy tăng mạnh, từ mức 48,5% trong 6T2014 lên 65,4% trong 6T2015.

**Hình 7: Biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh**



Nguồn: RongViet Research

*Chi phí tài chính trong xu hướng giảm.* Nhờ tái cấu trúc khoản vay vào cuối năm 2014, chi phí lãi vay của CHP tiếp tục giảm trong năm 2015. Theo ước tính của chúng tôi, chi phí lãi vay bình quân 6T2015 của CHP ở mức ~9,1% (\*), giảm đáng kể từ mức bình quân 10,3% (\*) của 6T2014.

Nhờ những yếu tố cải thiện tích cực bên trên, LNTT trong 6T2015 của CHP đã đạt 133,5 tỷ đồng, cao gấp 12 lần cùng kỳ năm 2014 và hoàn thành 74% kế hoạch kinh doanh của năm 2015. CHP hiện vẫn được hưởng thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp ưu đãi 0%, do đó, LNTT cũng là LNST của doanh nghiệp.

(\*) Chi phí lãi vay bình quân đã được thường niên hóa

#### **Triển vọng kinh doanh sáu tháng cuối năm**

*Dữ liệu quá khứ cho thấy sản lượng điện trong sáu tháng cuối năm bằng khoảng 70 – 74% tổng sản lượng điện cả năm.* Bên cạnh đó, diễn biến thủy văn năm 2015 đang khá khả quan so với năm 2014 giúp sản lượng điện của doanh nghiệp tăng trưởng mạnh. Do đó, trên cơ sở ước tính thận trọng, chúng tôi dự báo sản lượng điện trong sáu tháng cuối năm 2015 của CHP bằng mức sản lượng của cùng kỳ năm 2014 và đạt 400 triệu kWh. Doanh thu sáu tháng cuối năm dự báo đạt 427 tỷ đồng, tăng khoảng 34,6% so với nửa đầu năm nhưng giảm nhẹ 0,3% so với cùng kỳ năm 2014.

*Biên lợi nhuận gộp nửa cuối năm dự báo ở mức ~68,8%.* Sáu tháng cuối năm là mùa mưa ở nhiều khu vực trên cả nước, do đó, giá bán điện trong thời gian này cũng thấp hơn so với sáu tháng đầu năm. Chúng tôi dự báo giá điện trung bình sáu tháng cuối năm sẽ giảm khoảng 9,8% so với mức trung bình của nửa đầu năm. Mặc dù vậy, với sự tăng trưởng vượt trội về sản lượng, biên lợi nhuận gộp cuối năm dự kiến sẽ tiếp tục cải thiện.

*Chi phí lãi vay có thể sẽ tiếp tục giảm nhẹ.* Theo chia sẻ từ doanh nghiệp, CHP đã đàm phán thành công với VDB Thừa Thiên Huế để điều chỉnh giảm lãi suất của khoản vay có lãi suất cao nhất từ 10% còn 8,55%, hiệu lực từ tháng 8/2015. Chi phí lãi vay bình quân năm 2015 theo đó dự báo khoảng 8,5%.

*Tính chung cả năm 2015, sản lượng điện thương phẩm ước đạt 667,7 triệu kWh và doanh thu tương ứng là 744,2 tỷ đồng, lần lượt cao hơn kế hoạch năm 14,4% và 23%. LNST năm 2015 dự báo đạt 342 tỷ đồng, tăng 61% so với năm 2014 và EPS tương ứng là 2.717 đồng.*

**Bảng 3: Những giả định chính**

|                                            | 2014A | 2015E |
|--------------------------------------------|-------|-------|
| Số giờ vận hành trong năm (h)              | 3.383 | 3.967 |
| Tăng trưởng sản lượng điện thương phẩm (%) | -7,2  | 16,9  |
| Giá bán điện bình quân (đồng/kWh)          | 1.097 | 1.115 |
| Tăng trưởng doanh thu (%)                  | 18,6  | 18,8  |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)                  | 64,0  | 67,4  |

Nguồn: RongViet Research

**Bảng 4: Dự phóng KQKD năm 2015**

| KQ HKKD                     | FY2013       | FY2014       | FY2015E      |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần             | 528,4        | 626,5        | 744,2        |
| Giá vốn                     | 197,4        | 225,7        | 243,0        |
| <b>Lãi gộp</b>              | <b>331,0</b> | <b>400,8</b> | <b>501,3</b> |
| Chi phí bán hàng            | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Chi phí quản lý             | 23,3         | 35,5         | 42,4         |
| Thu nhập từ HĐTC            | 9,2          | 8,1          | 11,5         |
| Chi phí tài chính           | 190,9        | 167,2        | 130,2        |
| Lợi nhuận khác              | 0,0          | 7,0          | 2,2          |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b> | <b>126,0</b> | <b>213,1</b> | <b>342,4</b> |
| Thuế TNDN                   | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Lợi ích cổ đông thiểu số    | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>   | <b>126,0</b> | <b>213,1</b> | <b>342,4</b> |
| EBIT                        | <b>316,6</b> | <b>380,3</b> | <b>472,6</b> |
| EBITDA                      | 466,5        | 532,9        | 637,8        |

Nguồn: RongViet Research

**Bảng 5: Một số chỉ tiêu tài chính quan trọng**

| Cuối năm-T12(Tỷ đồng) | 2013     | 2014   | Lũy kế đến HT | FY2015E |
|-----------------------|----------|--------|---------------|---------|
| Doanh thu thuần       | 528,4    | 626,5  | 317,3         | 744,2   |
| % tăng trưởng         | 126,6%   | 18,6%  | 60,0%         | 18,8%   |
| Lợi nhuận sau thuế    | 126,0    | 213,1  | 133,5         | 342,4   |
| % tăng trưởng         | -1910,7% | 69,2%  | 1124,2%       | 60,7%   |
| Tỷ suất LNST (%)      | 23,8%    | 34,0%  | 42,1%         | 46,0%   |
| ROA (%)               | 3,7%     | 6,3%   |               | 10,2%   |
| ROE (%)               | 10,3%    | 15,9%  |               | 22,5%   |
| EPS (VND)             | 1.050    | 1.776  |               | 2.717   |
| EPS đ/chính (VND)     | 1.050    | 1.691  |               | 2.717   |
| Giá trị sổ sách (VND) | 10.451   | 11.842 |               | 12.904  |
| Cổ tức tiền mặt (VND) | 800      | 900    |               | 1.200   |
| P/E (x)               | 6,7      | 6,7    |               | 8,6     |
| P/BV (x)              | 0,7      | 1,0    |               | 3,0     |

Nguồn: RongViet Research



## Kế hoạch đầu tư mở rộng: Dự án Thủy điện Đak Đrinh 2

| Thông tin dự án                  |                       |
|----------------------------------|-----------------------|
| Vị trí                           | H. Sơn Hà, Quảng Ngãi |
| Công suất                        | 2 x 6,5 MW            |
| Sản lượng điện trung bình        | 46,7 triệu kWh        |
| Suất đầu tư dự kiến (tỷ đồng/MW) | 30,8                  |
| Thời gian xây dựng dự kiến       | 2 năm (2016 – 2018)   |

Nguồn: BCTN CHP, RongViet Research tổng hợp

Theo kế hoạch phát triển giai đoạn 2015 – 2020, CHP sẽ đầu tư thêm từ một đến hai nhà máy thủy điện, trong đó Thủy điện Đak Đrinh 2 là dự án đang trong giai đoạn nghiên cứu tính khả thi. Nếu dự án có hiệu quả thì chúng tôi cho rằng phải đến cuối năm 2016 mới có thể khởi công. Theo ước tính của chúng tôi, dự án Đak Đrinh 2 sau khi đi vào hoạt động kỳ vọng sẽ giúp sản lượng điện trung bình hàng năm của CHP tăng khoảng 7,2%.

Tổng vốn đầu tư dự kiến vào khoảng 400 tỷ đồng. Theo dự báo của chúng tôi thì đến cuối năm 2015, CHP sẽ nguồn lợi nhuận giữ lại khoảng hơn 300 tỷ đồng và quỹ đầu tư phát triển là hơn 54 tỷ đồng. Với nguồn vốn chủ sở hữu dồi dào như trên, chúng tôi cho rằng CHP hoàn toàn có thể chủ động trong việc lựa chọn cấu trúc vốn tối ưu nhất để đầu tư.

### Định giá và quan điểm đầu tư

CHP là doanh nghiệp thủy điện có công suất lớn nhất và quy mô tài sản lớn thứ hai trên sàn niêm yết. Chính thức vận hành thương mại từ nửa cuối năm 2012, sản lượng, doanh thu và hiệu quả hoạt động của CHP đã có sự cải thiện tích cực trong năm 2013 và 2014. Năm 2015, trái với thời tiết khô hạn nhìn chung trên cả nước, điều kiện thủy văn khá thuận lợi ở khu vực sông A Sáp giúp NMTĐ A Lưới không chỉ được huy động điện với sản lượng cao mà giá bán điện trung bình cũng được cải thiện. Sản lượng điện thương phẩm năm 2015 dự báo đạt khoảng 667,7 triệu kWh, tăng 16,9% so với năm 2014 và cao hơn sản lượng trung bình theo thiết kế khoảng 2,9%. Ngoài ra, việc xây dựng NMTĐ Đak Đrinh 2 nếu được tiến hành đúng kế hoạch thì dự kiến từ năm 2019, sản lượng điện của CHP sẽ được bổ sung thêm trung bình hàng năm khoảng 46,7 triệu kWh.

Trong năm 2014 và 2015, CHP liên tục thương thảo với ngân hàng VDB Thừa Thiên Huế để điều chỉnh giảm lãi suất đồng thời cơ cấu lại thời hạn trả nợ. Chi phí lãi vay trung bình của CHP nhờ vậy đã giảm từ mức hơn 10,4% trong năm 2013 xuống còn hơn 9,9% trong năm 2014 và dự kiến ở mức 8,5% trong năm 2015. Với ~1,4% lãi suất giảm, ước tính chi phí tài chính của CHP sẽ tiết kiệm được hơn 20 tỷ đồng trong năm 2015. LNTT năm 2015 dự báo khoảng 342 tỷ đồng, tăng 61% so với năm 2014 và cao hơn kế hoạch khoảng 90%. CHP sẽ tiếp tục được hưởng thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp ưu đãi 0% trong năm 2015 và 2016, do đó, LNTT cũng đồng thời là LNST của doanh nghiệp. EPS năm 2015 dự báo đạt 2.717 đồng, tương ứng PE forward khoảng 6,8x.

Hoạt động kinh doanh ổn định và hiệu quả, tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền của CHP tăng qua các năm. Doanh nghiệp đặt kế hoạch trả cổ tức năm 2015 ở mức 12%-14%. Giả định CHP sẽ trả cổ tức năm 2015 ở mức 12% thì tăng trưởng cổ tức kép 2013-2015F vào khoảng 14,5%. Với chính sách cổ tức bằng tiền ổn định, chúng tôi cho rằng cổ phiếu này phù hợp với nhà đầu tư giá trị dài hạn.

Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E và EV/EBITDA để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu CHP. P/E và EV/EBITDA tham chiếu từ trung bình của các doanh nghiệp niêm yết. Theo đó, mức giá hợp lý của CHP được xác định vào khoảng 23.600 đồng/cổ phiếu. Mức giá này cao hơn giá đóng cửa ngày 30/09 khoảng 26%. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** trong **TRUNG HẠN**.

| Mô hình định giá     | Giá    | Tỷ trọng    | Bình quân     |
|----------------------|--------|-------------|---------------|
| P/E                  | 23.109 | 50%         | 11.554        |
| EV/EBITDA            | 24.036 | 50%         | 12.018        |
| <b>Giá bình quân</b> |        | <b>100%</b> | <b>23.572</b> |

Nguồn: RongViet Research

**Bảng 6: P/E và EV/EBITDA trung bình của các doanh nghiệp niêm yết**

|                         | VHTT (tỷ đồng) | P/E        | EV/EBITDA  |
|-------------------------|----------------|------------|------------|
| SBA                     | 573            | 11,0       | 9,2        |
| SHP                     | 1.752          | 12,0       | 8,4        |
| SJD                     | 1.201          | 6,0        | 6,1        |
| TBC                     | 1.645          | 11,1       | 7,6        |
| TMP                     | 2.051          | 7,3        | 4,3        |
| VSH                     | 2.949          | 6,4        | 7,4        |
| <b>Trung bình ngành</b> |                | <b>8,5</b> | <b>6,9</b> |

Nguồn: Stoxpro, RongViet Research

## 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<br>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, 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](http://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.**