

NT2 [MUA +37,4%] - Hưởng lợi nhờ chênh lệch giá khí đầu vào và giá bán - Cập nhật

Đinh Thị Thùy Dương
Chuyên viên cao cấp

28/01/2016

Các chỉ số chính

Sở hữu của khối ngoại	18,6%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	274 triệu
Số CP pha loãng hoàn toàn	274 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	28.500
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	6.500

Cơ cấu cổ đông

PV Power	60,0%
CFTD	8,0%
Dragon Capital & VFM	4,4%
Others	27%

CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2), Sản xuất điện

Giá: 26.200 VND **Giá mục tiêu: 34.000 VND** **Tổng mức sinh lời: 37,4%**
GT vốn hóa: 321 tr USD **GTGD/ngày (30 ngày): 0,3 tr USD** **Room NN: 30,4%**

Các chỉ số chính	2014A	2015A	2016F	2017F
Doanh thu, tỷ đồng	7.065	6.729	6.463	6.205
Tăng trưởng %	20,1%	-4,7%	-4,0%	-4,0%
LNST sau lợi ích CĐTS, tỷ đồng	1.591	1.141	1.171	1.079
Tăng trưởng EPS % theo báo cáo (*)	na	-28,3%	2,6%	-7,9%
Tăng trưởng EPS % chuẩn hóa (*)	37,1%	76,9%	10,0%	-13,9%
PER theo giá thị trường theo báo cáo	10,9	6,2	6,2	6,7
PER theo giá thị trường chuẩn hóa	10,9	6,1	5,7	6,6
PBR theo giá thị trường	1,7	1,5	1,3	1,2
ROE %	45,2%	25,3%	23,1%	19,1%
Cổ tức / cổ phiếu, đồng	1.800	2.000	2.000	2.000
Lợi suất cổ tức theo giá thị trường	6,8%	7,6%	7,6%	7,6%
Nợ ròng/ vốn CSH	145,6%	99,7%	68,3%	41,3%

Ghi chú: (*) Việc tính EPS có phản ánh đóng góp vào quỹ khen thưởng, phúc lợi cho nhân viên trích từ LNST theo Thông tư 200; EPS bình thường hóa được tiếp tục điều chỉnh bằng cách loại trừ tác động của các khoản mục bất thường,

Chúng tôi điều chỉnh giảm 2% giá mục tiêu dành cho CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2) xuống 34.000 đồng do phân bù rủi ro thị trường tăng dù nâng lợi nhuận 2016 dự báo 3,8% và lập lại khuyến nghị MUA.

Giá khí thấp sẽ kích thích LNST 2016 tăng trưởng dù giá khí đầu vào có mức chặn. Lợi nhuận gộp Quý 4/2015 vượt dự báo của chúng tôi 8% nhờ chênh lệch giữa giá khí đầu vào của NT2 và giá trên thị trường phát điện cạnh tranh lớn hơn so với dự báo do giá dầu thấp và việc áp dụng cơ chế thị trường từ ngày 01/08/2015. Chênh lệch về giữa giá đầu vào và giá trên thị trường phát điện cạnh tranh sẽ tiếp tục tăng trong năm 2016 dù cơ chế giá thị trường gần đây đã được điều chỉnh ở mức chặn 58USD/thùng.

Chúng tôi cho rằng hiệu suất sử dụng sẽ tiếp tục đạt mức cao. Tình hình hạn hán vẫn chưa có tín hiệu cải thiện, nên hiệu suất của NT2 có thể duy trì được mức cao kỷ lục cho năm 2016. Tập đoàn Điện lực Việt Nam đã chính thức thông báo lượng điện từ các nhà máy thủy điện năm 2016 sẽ là 3,2 tỷ kWh, thấp hơn 7,6% so với năm 2015. Ngoài ra, hiệu suất đạt mức cao còn nhờ tăng trưởng kinh tế và hoạt động sản xuất mạnh, chưa nói tới điều kiện thời tiết.

Nhiều khả năng NT2 sẽ xin được giấy phép xây dựng nhà máy thứ hai. Việc điều chỉnh Quy hoạch điện VII hiện đang được hoàn tất, có lợi cho NT2 vì Chính phủ dự kiến giảm lượng điện than để tăng điện khí, theo cam kết giảm khí thải CO2 theo Nghị định thư Kyoto. Ngoài ra, Petro Vietnam còn muốn mở rộng hoạt động sang sản xuất điện do triển vọng giá dầu không khả quan. Điều này vẫn chưa được phản ánh vào dự báo của chúng tôi, nên định giá hiện tại của chúng tôi vẫn có thể cao hơn nữa.

Định giá hấp dẫn. NT2 hiện đang giao dịch với PER 5,7 lần, thấp hơn 25,6% so với PE điều chỉnh của các công ty điện khác trong khu vực.

Cổ tức có thể tăng lên 2.200VND, lợi suất 9,1%. NT2 vẫn có thể trả cổ tức 2.200VND trong kịch bản xấu nhất, khi tiền đồng Việt Nam trượt giá 5%/năm so với đồng euro và đồng USD trong giai đoạn dự báo của chúng tôi, với tỷ lệ trả cổ tức/lợi nhuận tối đa là 85% trong năm kém nhất và 58% lợi nhuận thực hiện 2015.

Nhìn lại KQKD năm 2015: NT2 hưởng lợi từ nhiều yếu tố bao gồm đóng góp biên LN cao hơn từ điện bán trong CGM và hiệu suất hoạt động cao hơn

Hình 1: KQKD quý 4/2015 của NT2

Chu kỳ	Thực tế quý 4/2015	Dự báo quý 4/2015 của VCSC	Thực tế vs. dự báo (%)	2015	2014	Tăng trưởng (%)
Doanh thu	1.708	1.906	-10,4%	6.729	7.065	-4,7%
LN gộp	522	483	8,1%	1.642	1.652(*)	-0,6%
SG&A	81	22	275,7%	146	75	95,7%
LNST báo cáo	450	358	25,7%	1.141	1.591	-28,3%
LNST cốt lõi	339	347	-2,3%	1.208	651	85,6%

Nguồn: NT2 & VCSC, (*) Bao gồm lợi nhuận hồi tố 650 tỷ đồng giai đoạn 2011-2013

Có ba lý do chính cho mức tăng trưởng LNST 85,6% so với năm 2014:

- 1) Hiệu suất hoạt động tăng từ 72% lên 84%, phù hợp với dự báo của chúng tôi. Điều này một phần là do hạn hán, nhưng tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ, vấn đề chậm tiến độ xây dựng của các nhà máy điện khác cũng đóng vai trò quan trọng.
- 2) Chênh lệch giữa giá khí đầu vào và giá CGM đã đạt gần gấp đôi trong năm 2015 so với 2014. Có xấp xỉ 24% sản lượng điện của NT2 được bán trong CGM năm 2015.
- 3) Chi phí khấu hao giảm 147 tỷ đồng (6,5 triệu USD) do gia tăng thời gian khấu hao từ 10 năm lên 14 năm, chiếm 25% mức gia tăng lợi nhuận.

Giá khí thấp hơn ảnh hưởng đến doanh thu... Doanh thu quý 4/2015 của NT2 đạt 1.708 tỷ đồng, chỉ hoàn thành 90% dự báo của chúng tôi do giá PPA thấp hơn, xuất phát từ giá khí thấp hơn. Giá PPA trung bình giảm còn 1.210 đồng/kWh dựa theo giá định 1.271 đồng/kWh.

...Nhưng làm gia tăng LN gộp. LN gộp đạt 522 tỷ đồng (23,2 triệu USD), cao hơn 8% so với dự báo của chúng tôi do gia tăng chênh lệch giữa chi phí khí đầu vào và giá CGM. Mức chênh lệch này ước tính sẽ gia tăng đạt 746 đồng/kWh trong quý 4/2015, từ mức 345 đồng/kWh trong 9 tháng đầu năm 2015.

Hoạt động R&D (Nghiên cứu & Phát triển) làm phí SG&A gia tăng. Chi phí Bán hàng, Quản lý và Hành chính (SG&A) tăng vọt 81,4 tỷ đồng (3,6 triệu USD), tăng gấp 4 lần mức trung bình của 3 quý trước, 2/3 mức tăng vọt là do chi phí liên quan đến quỹ R&D mới. Lý do còn lại của mức tăng SG&A là do chi phí marketing cao hơn/chi phí phát triển kinh doanh và các yếu tố khác, tất cả đều được ghi nhận trong khoản mục SG&A.

Đồng Euro ở mức thấp giúp thu hẹp giảm lỗ tỷ giá và gia tăng LNST cốt lõi. LNST năm 2015 đạt 1.208 tỷ đồng (54,4 triệu USD), hoàn thành 98,5% dự báo của chúng tôi trong khi LNST báo cáo đạt 1.141 tỷ đồng (51,4 triệu USD), 108,7% dự báo của chúng tôi. Mức cải thiện này là do NT2 không chịu khoản lỗ tỷ giá mà chúng tôi đã dự phóng trong dự báo cả năm, khoản lỗ tỷ giá chưa thực hiện 100 tỷ đồng (4,5 triệu USD). Lý do cho việc không có khoản lỗ tỷ giá từ việc đồng USD tăng giá là do đồng EUR giảm so với VND (vui lòng xem hình 5 về các khoản nợ bằng ngoại tệ của NT2).

Chúng tôi lưu ý rằng mức tăng trưởng LNST là khá tích cực, LNST báo cáo thực tế đã giảm trong 2015, nhưng là ghi nhận hồi tố mức lợi nhuận 650 tỷ đồng trong năm 2014 (29 triệu USD) trong giai đoạn 2011-2013.

Triển vọng 2016: Mức đóng góp biên LN trung bình cao hơn từ doanh thu CGM tương ứng với mức điều chỉnh tăng 3,8% dự báo lợi nhuận năm 2016 của chúng tôi

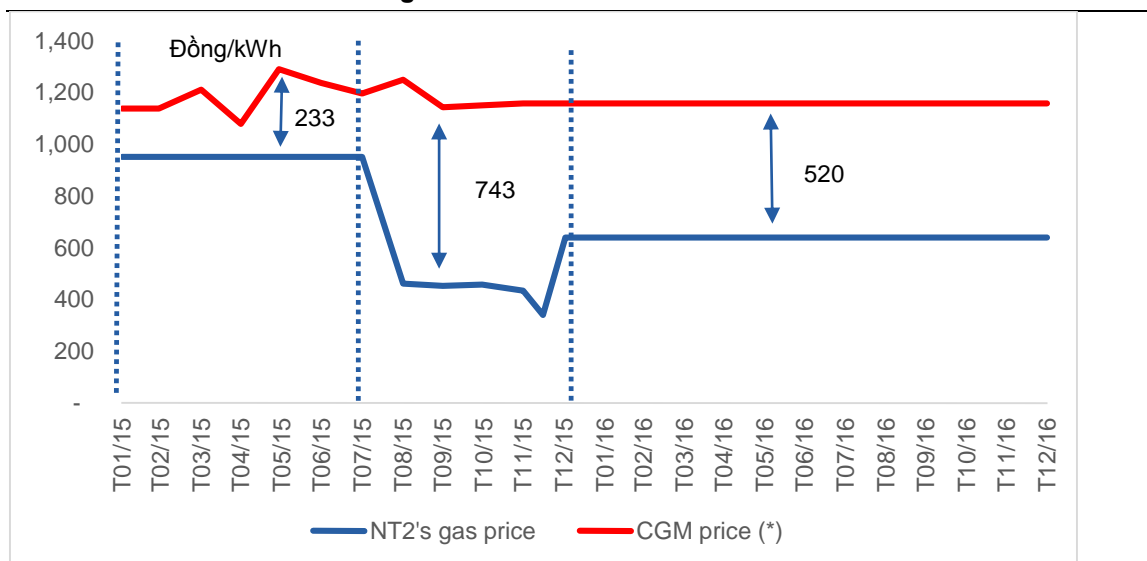
Mức chênh lệch trung bình lớn hơn giữa chi phí khí và giá CGM năm 2016, mặc dù mức giá khí đầu vào của NT2 đã chạm mức đáy kể từ ngày 01/01/2016 trở đi

Chúng tôi ước tính mức chênh lệch giữa giá khí đốt đầu vào của NT2 và giá trên thị trường CGM đã gia tăng từ 233 đồng/kWh trong 7 tháng đầu năm 2015 lên 743 đồng/kWh trong 5 tháng cuối năm 2015, đạt mức đỉnh 818 đồng/kWh. Nguyên nhân chủ yếu là do giá đầu vào giảm dù chúng tôi nhận thấy đôi khi giá CGM tăng, chủ yếu là do tăng trưởng nhu cầu mạnh mẽ, nhưng nguồn cung thiếu hụt do sản lượng thấp hơn từ các nhà máy thủy điện.

Tuy nhiên, trong tương lai, dù giá dầu thô giao ngay hiện đang ở mức 30 USD/thùng và dự kiến sẽ không tăng qua mốc 35-37 USD/thùng năm 2016, mức chênh lệch đề cập ở trên giữa giá khí đầu vào giá bán trong CGM bị giới hạn ở mức trần 520 đồng/kWh (do điều chỉnh định giá khí theo cơ chế thị trường, sẽ được đề cập bên dưới) và có thể giảm nếu giá dầu thô phục hồi lên hơn 60USD/thùng, chúng tôi cho rằng đây là một kịch bản khó có khả năng xảy ra trong năm 2016.

Dù vậy, chúng tôi nhận thấy mức chênh lệch trung bình 520 đồng/kWh năm 2016, cao hơn 16,6% mức trung bình năm 2015 và gấp đôi con số từ 01/01/2015 đến 30/07/2015. Với giả định giá dầu thô trung bình 58USD/thùng và giá mua khí đốt 3,95 USD/triệu BTU, giá khí đầu vào trung bình ước tính năm 2016 sẽ đạt 639 đồng/kWh, thấp hơn 12,9% mức trung bình chi phí khí đầu vào năm 2015. Do đó, chúng tôi cho rằng NT2 sẽ có nhiều lợi nhuận hơn từ doanh số bán trong CGM, ước tính chiếm 24% tổng doanh số bán điện năm 2016.

Hình 2: Giá khí đầu vào so với giá CGM của NT2



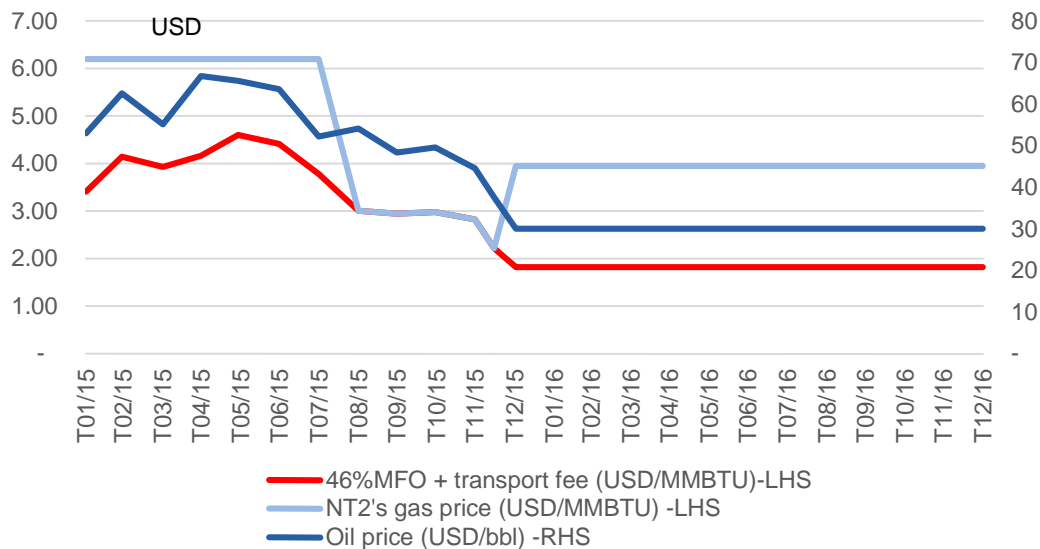
Nguồn: NT2, VCSC & Bộ Công thương. (*) Giả định giá CGM tương đương giá trung bình EVN mua từ các nhà máy điện

Việc giới thiệu cơ chế định giá thị trường đối với giá khí đầu vào của NT2 (46% MFO + thuế), dự kiến có hiệu lực từ ngày 01/04/2014, nhưng được hoãn sang 01/08/2015. Do đó, giá khí đầu vào của NT2 chỉ chính thức chịu ảnh hưởng từ giá dầu thô trong thời gian ngắn, từ 01/08/2015 đến 31/12/2015.

Theo GAS (Tổng CTCP Khí Việt Nam), từ ngày 01/01/2016 sẽ có sự điều chỉnh cơ chế định giá thị trường để đảm bảo giá đầu ra của GAS ít nhất là bằng giá đầu vào. Do đó, chúng tôi ước tính mức giá sàn của giá khí đầu vào của NT2 là 3,96 USD/triệu BTU (tương ứng với giá dầu thô 58 USD/thùng), kể cả khi giá dầu thô giảm xuống 58 USD/thùng.

Mặc dù NT2 không xác nhận sự điều chỉnh này, chúng tôi ước tính con số này dựa theo giá định thận trọng.

Hình 3: Ảnh hưởng của giá dầu thô đối với giá khí của NT2

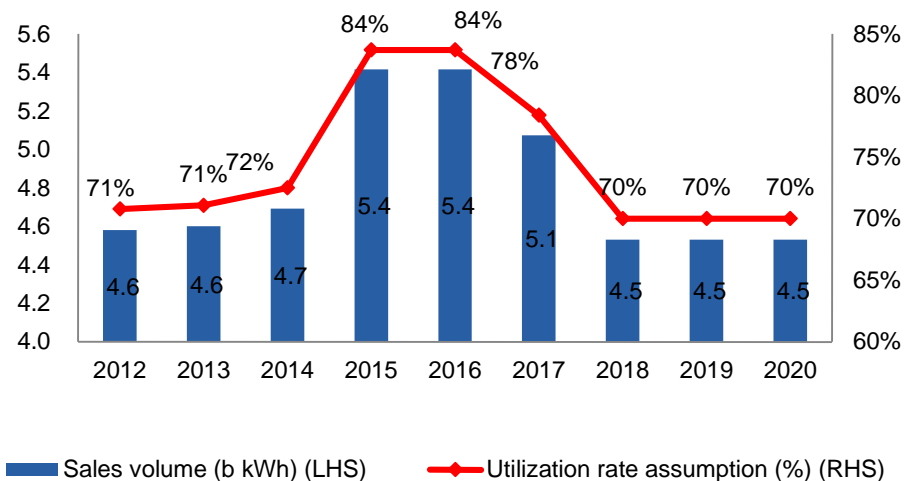


Nguồn: NT2, GAS & VCSC

Tình trạng hạn hán có thể sẽ tiếp diễn, ảnh hưởng đến nguồn cung thủy điện và sẽ thúc đẩy hiệu suất hoạt động của NT2

Mức nước tại các hồ chứa trên khắp cả nước vẫn chưa được cải thiện. EVN đã chính thức công bố nguồn cung điện từ các nhà máy thủy điện trong năm 2016 sẽ là 3,2 tỷ kWh, thấp hơn 7,6% so với năm 2015. Do đó, chúng tôi duy trì dự báo NT2 sẽ tiếp tục đạt mức hiệu suất hoạt động trung bình kỷ lục 84% trong năm 2016.

Hình 4: Hiệu suất hoạt động của NT2



Nguồn: EVN & VCSC

Lợi suất cổ tức ổn định 2.200 đồng/CP, lợi suất 9,1%

Hình 5: Dư nợ vay của NT2 và lỗ tỷ giá

Năm	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EUR (triệu)	133,5	113,0	92,4	71,9	51,4	30,8	10,3
USD (triệu)	146,1	123,7	101,3	78,9	56,5	34,0	11,6
Tổng nợ (tỷ đồng)	6.908	5.865	4.835	3.788	2.730	1.661	581
Lỗ tỷ giá (tỷ đồng)	(10)	(2)	(123)	(37)	(27)	(17)	(6)
Lỗ tỷ giá trong giai đoạn xây dựng (tỷ đồng)	(126)	(70)	-	-	-	-	-
Tổng lỗ tỷ giá (tỷ đồng)	(136)	(72)	(123)	(37)	(27)	(17)	(6)

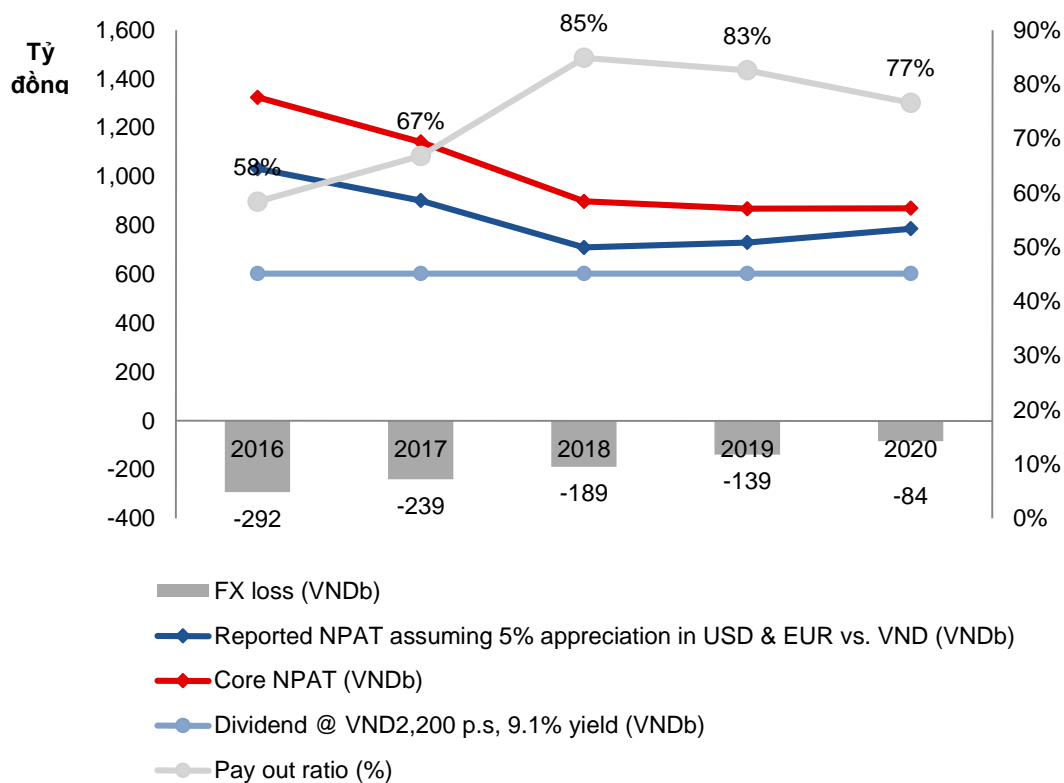
Nguồn: NT2 & VCSC

Trong mô hình dự báo kịch bản cơ sở của chúng tôi, chúng tôi giả định mức trượt giá 5% của VND so với USD trong năm 2016, và 2% mỗi năm tiếp theo với mức tỷ giá EUR không đổi.

Để kiểm tra khả năng trả cổ tức, chúng tôi giả định kịch bản xấu nhất khi VND trượt giá 5% đối với cả USD và EUR mỗi năm, trong cả kỳ dự báo nhằm đánh giá khả năng chi trả cổ tức của NT2. Với những giả định này, mức lỗ tỷ giá của NT2 sẽ đạt mức đỉnh 292 tỷ đồng năm 2016, giảm còn 84 tỷ đồng năm 2020 khi các khoản nợ bằng ngoại tệ dự kiến sẽ giảm ổn định từ năm 2016 trở đi. Nếu chúng tôi giả định mức lợi suất cổ tức hàng năm 2.200 đồng/CP trong cả 5 năm dự báo, với tỷ lệ trả cổ tức/lợi nhuận cao nhất 85% thì thấy rằng công ty vẫn có đủ khả năng chi trả mức cổ tức này.

Đáng chú ý trong thời gian qua, NT2 đã xác nhận sẽ nâng cổ tức nhưng không cho biết con số cụ thể. Chúng tôi giả định NT2 sẽ chi trả cổ tức 2.000 đồng/CP trong năm 2016, so với kế hoạch cũ 1.500 đồng.

Hình 6: Khả năng thanh toán cổ tức của NT2



Nguồn: NT2 & VCSC. Chúng tôi thận trọng giả định hiệu suất hoạt động của NT2 sẽ giảm từ 84% năm 2016 xuống 78% năm 2017 và sau đó duy trì ổn định 70% trong những năm còn lại

Định giá

Chúng tôi xác định giá mục tiêu cho NT2 sử dụng kết hợp mô hình định giá DCF và hệ số so sánh P/E với tỷ trọng 50:50. P/E mục tiêu của chúng tôi dựa theo con số P/E trượt và dự phóng trung bình lần lượt là 8,2 lần và 13,3 lần. Khi tỷ lệ P/E dự phóng dựa theo số lượng các công ty so sánh nhỏ hơn P/E trượt, trong bối cảnh lợi nhuận ổn định trong ngành tiện ích, chúng tôi sử dụng P/E trượt để định giá NT2. P/E trượt mục tiêu của chúng tôi là 8,2 lần, tương ứng với mức P/E dự phóng 13,3 lần dựa theo dự báo EPS của chúng tôi.

Hình 7: Định giá từ phương pháp trung bình DCF và P/E

Phương pháp	Giá trị hợp lý (đồng/CP)	Trong số (%)	Đóng góp (đồng/CP)	Ghi chú
DCF	30.000	50%	15.000	
P/E	37.911	50%	18.955	P/E mục tiêu 8,2 lần
Giá mục tiêu (đồng/CP)			34.000	
TL tăng (%)			29,8%	
Lợi suất cổ tức (%)			7,6%	
Tổng mức sinh lời (%)			37,4%	

Nguồn: NT2 & VCSC

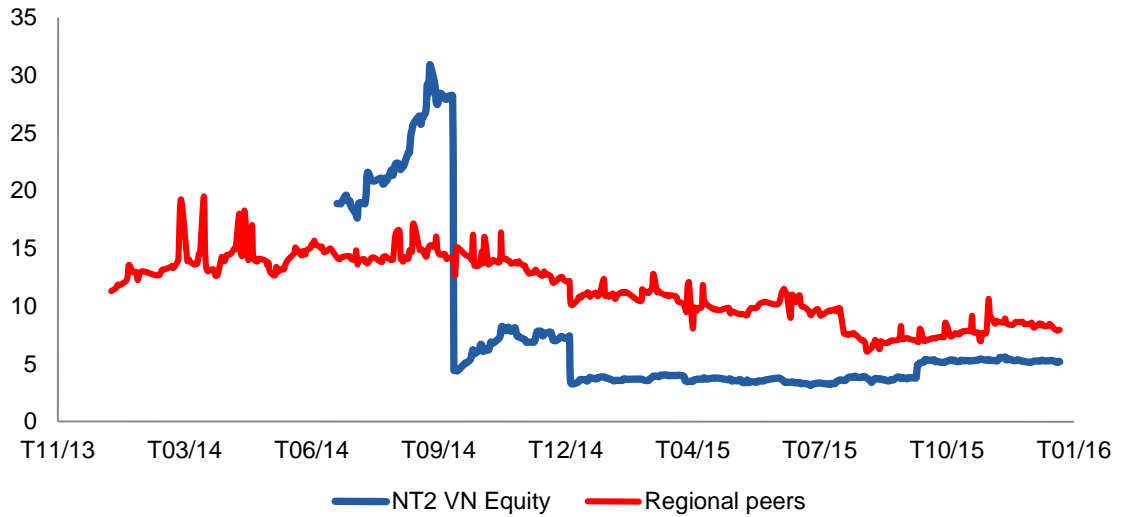
Hình 8: Phân tích so sánh với các công ty cùng ngành

(triệu USD) Công ty	Quốc gia	GT vốn hóa	DT thuần 12 tháng gần nhất	Y-o-Y %	LNST 12 tháng gần nhất	Y-o-Y %	Nợ/Vốn CSH %	ROE %	P/E trượt	P/E trượt điều chỉnh	P/E 2016 điều chỉnh	P/B quý gần nhất
TENAGA NASIONAL MANILA ELECTRIC K-ELECTRIC LTD POWER GRID CORP	Malaysia	17.284,0	12.129,7	1,2	1.714,5	-5,4	47,4	13,5	12,0	7,4	9,0	1,6
SJVN LTD HENAN YUNENG-A	Philippines	7.242,1	5.789,8	-11,2	406,7	11,3	-49,6	25,8	17,4	10,4	20,5	4,4
	Pakistan	1.852,6	1.823,1	-7,5	279,4	122,0	51,9	30,4	6,1	7,2	10,6	1,4
	Ấn Độ	10.653,8	2.888,9	12,7	825,6	11,0	242,1	13,8	14,3	8,3	NA	1,9
	Ấn Độ	1.761,5	460,9	50,4	274,3	50,4	-1,9	17,4	7,2	4,2	NA	1,2
	Trung Quốc	1.269,1	548,9	1,0	60,1	38,2	108,3	20,2	16,2	12,0	NA	2,2
Trung bình		6.677,2	3.940,2	7,7	593,4	37,9	66,4	20,2	12,2	8,2	13,3	2,1
Trung vị		4.547,4	2.356,0	1,1	343,1	24,8	49,7	18,8	13,2	7,8	10,6	1,7
NT2	Việt Nam	325,9	287,2	-4,6	50,7	76,9	68,3	23,1		6,1	5,7	1,5

Note: P/E điều chỉnh = P/E công ty chia cho mức trung bình của thị trường công ty đó x với P/E của VN-Index

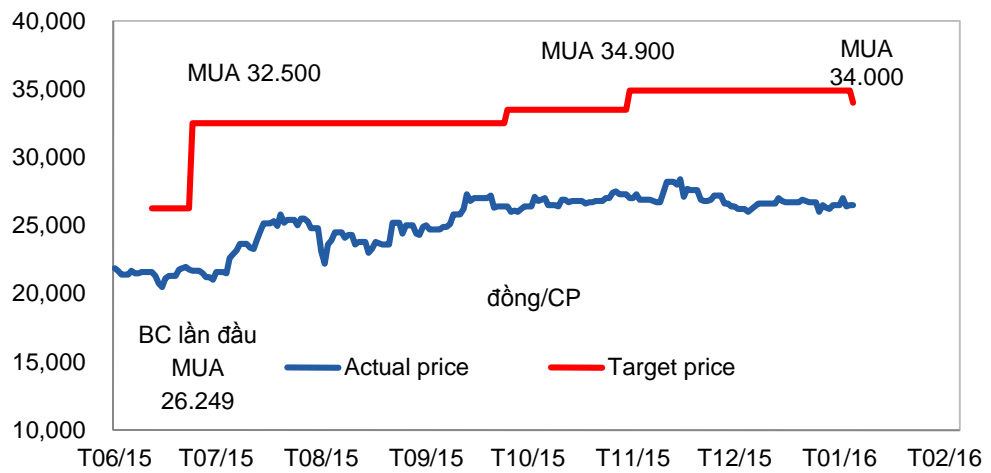
Nguồn: Bloomberg

Hình 9: Diễn biến P/E điều chỉnh của NT2 so với các công ty cùng ngành



Nguồn: Bloomberg.

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: Bloomberg & VCSC

Phân tích kỹ thuật

Giá cổ phiếu NT2 sẽ dao động xung quanh ngưỡng hỗ trợ ngắn hạn 25.900 đồng/CP. Tuy nhiên, NT2 vẫn chưa thể bứt lên khỏi vùng 25.900 – 28.000 đồng trong vòng 3 tháng qua. Mô hình Bearish Divergence đã xuất hiện dựa theo các chỉ báo xu hướng dòng tiền, khi đà tăng đang giảm dần và dòng tiền trung hạn đang suy yếu. Do đó, chúng tôi nhận định xu hướng rủi ro trung hạn đang gia tăng.

Tính đến ngày 05/01/2016		(đồng/CP)
Chu kỳ phân tích		1-3 tháng
Ngưỡng kháng cự ngắn hạn		27.100
Ngưỡng hỗ trợ ngắn hạn		25.900
Xu hướng ngắn hạn		TĂNG
Chu kỳ phân tích trung hạn		3-6 tháng
Ngưỡng kháng cự trung hạn		28.500
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn		25.000
Xu hướng trung hạn		TRUNG TÍNH



Nguồn: VCSC

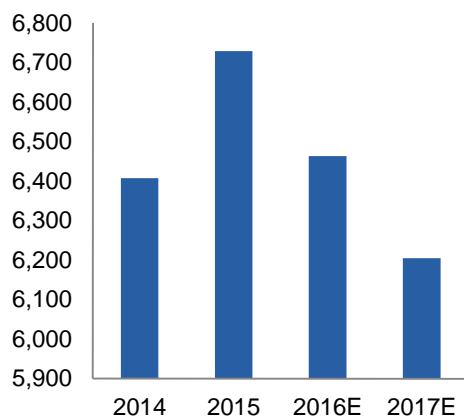
Sơ lược về Công ty

Lĩnh vực kinh doanh
Yếu tố doanh thu chính
Yếu tố chi phí chính
Yếu tố rủi ro chính
Các khách hàng chính
Lãnh đạo
Địa chỉ
Website
Email
Điện thoại

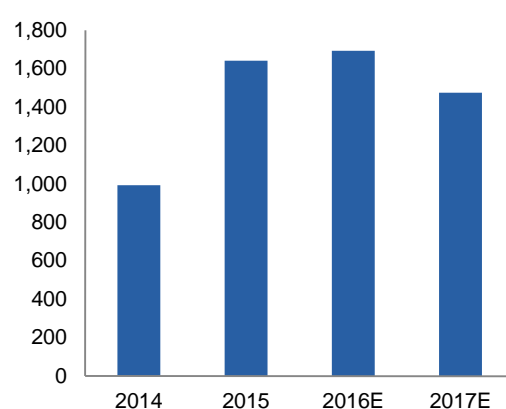
Sản xuất điện
 Công suất hoạt động và giá điện
 Chi phí khí đốt
 Doanh số bán ra thấp và đồng EUR tăng giá
 Công ty mua bán điện Việt Nam
 Ông Lê Tự Hiểu (Chủ tịch), Ông Hoàng Xuân Quốc (TGD)
 Xã Phước Khánh, Huyện Nhơn Trạch, tỉnh Đồng Nai
 www.pvpnt2.com
 info@pvpnt2.com
 (+84) 612 225 899

CÁC CHỈ SỐ CHÍNH

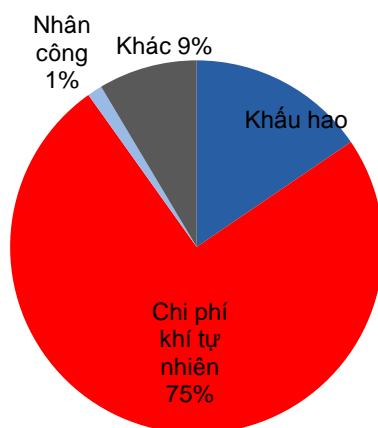
Doanh thu (tỷ đồng)



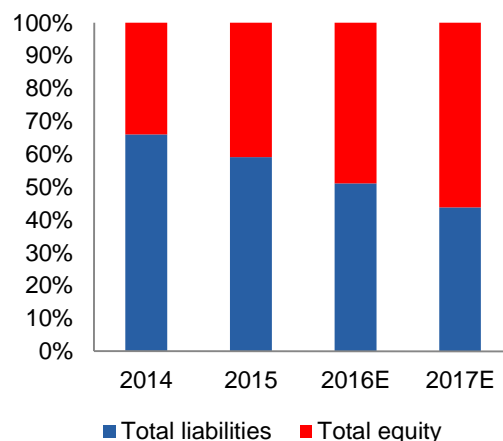
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)



Cơ cấu Chi phí %



Cơ cấu Vốn %



Nguồn: Báo cáo tài chính gần nhất

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN	2015A	2016F	2017F
tỷ đồng			
Doanh thu thuần	6.729	6.463	6.205
Giá vốn hàng bán	-5.088	-4.770	-4.730
Lợi nhuận gộp	1.642	1.693	1.475
Chi phí bán hàng	0	0	0
Chi phí quản lí DN	-146	-149	-152
LN thuần HĐKD	1.495	1.543	1.323
Doanh thu tài chính	65	39	41
Chi phí tài chính	-359	-350	-229
Trong đó, chi phí lãi vay	-183	-156	-124
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	1	0	0
LNTT	1.202	1.233	1.136
Thuế TNDN	-60	-62	-57
LNST trước CĐTS	1.141	1.171	1.079
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	1.141	1.171	1.079
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh	1.208	1.325	1.145
EBITDA	2.190	2.238	2.017
EPS cơ bản báo cáo, VND	4.167	4.276	3.939
EPS cơ bản điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	4.202	4.623	3.982
EPS pha loãng hoàn toàn ⁽²⁾ , VND	4.202	4.623	3.982

TỶ LỆ	2015A	2016F	2017F
Tăng trưởng			
Tăng trưởng LN HĐKD	-5,2%	3,2%	-14,3%
Tăng trưởng LNTT	-24,5%	2,6%	-7,9%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	76,9%	10,0%	-13,9%
Khả năng sinh lời			
Biên LN gộp %	24,4%	26,2%	23,8%
Biên LN từ HĐ %	22,2%	23,9%	21,3%
Biên EBITDA	32,5%	34,6%	32,5%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	17,0%	18,1%	17,4%
ROE	25,3%	23,1%	19,1%
ROA	9,5%	10,3%	10,1%
Chỉ số hiệu quả vận hành			
Số ngày tồn kho	20,2	19,4	16,8
Số ngày phải thu	89,8	89,8	92,5
Số ngày phải trả	51,0	37,5	28,3
TG luân chuyển tiền	59,9	71,7	81,0
Thanh khoản			
CS thanh toán hiện hành	1,5	1,7	1,8
CS thanh toán nhanh	1,3	1,6	1,6
CS thanh toán tiền mặt	0,5	0,7	0,8
Nợ/Tài sản	0,5	0,4	0,4
Nợ/Vốn sử dụng	0,6	0,5	0,4
Nợ/Vốn CSH	1,0	0,7	0,4
Khả năng thanh toán lãi vay	8,2	10,0	10,9

BẢNG CĐKT	2015A	2016F	2017F
tỷ đồng			
Tiền và tương đương	1.109	1.152	1.340
Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu	1.576	1.605	1.541
Hàng tồn kho	288	219	217
TS ngắn hạn khác	8	8	8
Tổng TS ngắn hạn	2.981	2.984	3.106
TS dài hạn (góp)	11.332	11.471	11.610
- Khấu hao lũy kế	-3.709	-4.403	-5.098
TS dài hạn (ròng)	7.624	7.068	6.512
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0
TS dài hạn khác	1.040	940	840
Tổng TS dài hạn	8.664	8.008	7.352
Tổng Tài sản	11.645	10.992	10.458
Phải trả ngắn hạn	611	369	366
Nợ ngắn hạn	1.054	1.048	1.058
Nợ ngắn hạn khác	359	345	331
Tổng nợ ngắn hạn	2.023	1.761	1.755
Nợ dài hạn	4.811	3.788	2.730
Nợ dài hạn khác	42	51	51
Tổng nợ	6.877	5.600	4.535
CP ưu đãi	0	0	0
Vốn cổ phần	2.739	2.739	2.739
Thặng dư vốn CP	(0)	(0)	(0)
Lợi nhuận giữ lại	2.029	2.653	3.184
Lợi ích CĐTS	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	4.768	5.392	5.923
Tổng cộng nguồn vốn	11.645	10.992	10.458

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2015A	2016F	2017F
tỷ đồng			
Tiền đầu năm	726	1.109	1.152
Lợi nhuận sau thuế	1.141	1.171	1.079
Khấu hao	692	695	695
Thay đổi vốn lưu động	21	0	0
Điều chỉnh khác	236	-216	49
Tiền từ hoạt động KD	2.091	1.650	1.823
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-5	-139	-139
Đầu tư	38	100	100
Tiền từ HĐ đầu tư	33	-39	-39
Cổ tức đã trả	-699	-548	-548
Tăng (giảm) vốn	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-1.043	-1.020	-1.048
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn			
Tiền từ các hoạt động TC khác			
Tiền từ hoạt động TC	-1.742	-1.568	-1.595
Tổng lưu chuyển tiền tệ	383	43	188
Tiền cuối năm	1.109	1.152	1.340

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC. (1) (C200). Các tỷ lệ được tính dựa theo lợi nhuận báo cáo. EPS điều chỉnh dựa theo lợi nhuận chuẩn hóa có có khấu trừ khoản trích vào quỹ khen thưởng và phúc lợi (5% LNST) (theo thông tư 200)

KQLN theo quý

2016F	Q1	Q2	Q3	Q4	KQ tính từ đầu năm	Mục tiêu của công ty	Dự báo của VCSC
Doanh thu, tỷ đồng	1.425	1.779	1.499	1.760		-	6.463
Mục tiêu LNST, chưa điều chỉnh							1.171
Mục tiêu LNST, điều chỉnh	292	365	307	361			1.325
Biên lợi nhuận gộp							
Biên lợi nhuận từ hoạt động							
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS							
Tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ năm trước							
Tăng trưởng LN từ hoạt động so với cùng kỳ năm trước							
2015							
Doanh thu, tỷ đồng	1.758	1.975	1.277	1.719	6.729		
Mục tiêu LNST, chưa điều chỉnh	503	119	70	450	1.141		
Mục tiêu LNST, điều chỉnh	269	333	267	339	1.208		
Biên lợi nhuận gộp	20,1%	20,6%	28,2%	30,4%	24,4%		
Biên lợi nhuận từ hoạt động	19,2%	19,5%	26,0%	25,6%	22,2%		
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS	15,3%	16,9%	20,9%	19,7%	17,0%		
Tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ năm trước	4,0%	36,0%	-14,0%	-29,5%	-4,7%		
Tăng trưởng LN từ hoạt động so với cùng kỳ năm trước	80,6%	54,0%	103,6%	-55,6%	-5,2%		

Ghi chú: LNST điều chỉnh = LNST trừ lợi ích cổ đông thiểu số, có khấu trừ quỹ khen thưởng, phúc lợi.

Dự báo KQLN

	KQ 2015	Dự báo 2016 (trước đây)	Dự báo 2016 (hiện nay)	Dự báo mới so với KQ 2015	Ghi chú
tỷ đồng					
Doanh thu	6.729	6.632	6.463	-2,5%	Giá PPA thấp hơn do chi phí khí thấp hơn
Lợi nhuận gộp	1.642	1.590	1.693	6,5%	Chênh lệch cao hơn giữa chi phí khí đầu vào và giá CGM
Chi phí bán hàng và tiếp thị	0	0	0	n,a	
Chi phí điều hành	-146	-80	-149	86,3%	Phân phối cho quỹ R&D và chi phí cao hơn đối với phát triển kinh doanh
LN từ HĐKD	1.495	1.510	1.543	2,2%	
Chi phí lãi vay	-219	-156	-154	-1,3%	
LN ngoài HĐKD	-75	-45	-156	247,6%	Giả định đồng VND trượt giá 5.4%
LN trước thuế	1.202	1.309	1.233	-5,8%	
LN sau thuế	1.141	1.244	1.171	-5,8%	
LNST (sau lợi ích CĐTS)	1.141	1.244	1.171	-5,8%	
LNST cốt lõi	1.208	1.276	1.325	3,8%	Không tính đến tác động của đánh giá lại khoản nợ do điều chỉnh tỷ giá
EBITDA	2.190	2.213	2.238	1,1%	
	Thay đổi điểm cơ bản				
Biên lợi nhuận gộp %	24,4%	24,0%	26,2%	2,2%	Giá khí đầu vào thấp hơn như giá CGM đầu ra không thay đổi nhiều
Chi phí bán hàng và tiếp thị/Doanh thu %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Chi phí điều hành/Doanh thu %	2,2%	1,2%	2,3%	1,1%	
Biên LN từ hoạt động %	22,3%	22,8%	23,9%	1,1%	
Biên LNST %	34,2%	33,4%	34,6%	1,3%	
Thuế suất %	18,0%	19,2%	18,1%	-1,1%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị/Doanh thu %	0,0%	5,0%	5,0%	0,0%	

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đinh Thị Thùy Dương xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Barry Weisblatt, +848 3914 3588 ext 105
barry.weisblatt@vcsc.com.vn

Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp, ext 145

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

Trịnh Ngọc Hoa, CV cao cấp ext 124
Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116

BDS, Xây dựng và Vật liệu

Hoàng Văn Thọ, Chuyên viên ext 174
Vương Khắc Huy, Chuyên viên ext 139
Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149

Hàng tiêu dùng, Ôtô và Săm lốp

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng ext 143
Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185
Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+848 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+844 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Anirban Lahiri, Trưởng phòng cao cấp ext 130

Logistics và Nông nghiệp

Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138
Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

Dầu khí, Điện và Phân bón

Đinh Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140
Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

Vĩ mô và Thị trường

Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142
Lê Ngọc Trâm, CV cao cấp ext 194
Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181
Dương Mỹ Thanh, CV vĩ mô ext 173

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+848 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+844 6262 6999 ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.