

CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP)

Tăng trưởng ổn định cùng cổ tức hấp dẫn

Chuyên viên phân tích – Tiêu Phan Thanh Quang
quangtpt@kbsec.com.vn

01/08/2022

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế Quý 2/2022 có diễn biến ngược chiều

Trong Quý 2/2022, Doanh thu của QTP đi ngang so với cùng kỳ, đạt 2,415 tỷ VNĐ (-2.3% YoY). Tuy nhiên với biên lợi nhuận gộp tăng cao, đạt 14.4% so với mức 10.4% của Quý 1/2021 đã đem lại LNST Quý 2/2022 đạt kết quả tích cực, đạt 267.5 tỷ VNĐ (+31.8% YoY). Luỹ kế 1H2022, doanh thu và LNST của QTP đạt lần lượt 5,014 tỷ VNĐ (+18% YoY) và 600 tỷ VNĐ (+93.5% YoY). Biên lợi nhuận gộp 1H2022 tăng cao, đạt mức 15.2% so với mức 10.3% của 1H2021.

Nhiệt điện than sẽ có triển vọng sáng hơn trong năm 2023 khi tình hình thủy văn không còn thuận lợi cho thủy điện

Theo dự báo của các tổ chức khí tượng lớn trên thế giới chỉ ra rằng hiện tượng La Nina sẽ tiếp tục duy trì tới hết năm 2022, đồng nghĩa với việc lượng nước sẽ được đảm bảo cho các nhà máy thủy điện. Tuy nhiên, dự báo cũng chỉ ra rằng kể từ năm 2023, xác suất thời tiết bước vào pha trung tính sẽ tăng lên trên ngưỡng 50%, đồng nghĩa với việc lượng nước về hồ cho các nhà máy thủy điện sẽ giảm bớt so với giai đoạn 2021 – 2022. Cùng với tỷ trọng thủy điện lớn trong cơ cấu nguồn của miền Bắc, chúng tôi cho rằng các nhà máy nhiệt điện, trong đó có QTP sẽ tiếp tục được hưởng lợi nhờ xu hướng này.

Trả hết nợ vay là động lực tăng mức cổ tức lên hấp dẫn hơn

Với việc không còn nợ vay trong giai đoạn tới, chúng tôi cho rằng QTP sẽ giữ mức cổ tức hấp dẫn như hiện nay khi không có kế hoạch mở rộng lớn. QTP đã bắt đầu chia cổ tức từ năm 2020 với tỷ lệ 2% và đã gia tăng dần cổ tức trong các năm qua. Chúng tôi kỳ vọng rằng QTP sẽ tiếp tục duy trì mức cổ tức 16% bằng tiền mặt, tương đương 1,600 VNĐ/cổ phiếu cho 2 năm tới và gia tăng lên 1,800 VNĐ/cổ phiếu từ năm 2024 trở đi nhờ vào dòng tiền kinh doanh mạnh mẽ của mình.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 23,000 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá FCFF và EV/EBITDA, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu QTP. Giá mục tiêu là 23,000 VNĐ/cổ phiếu, cao hơn 42.9% so với giá tại ngày 29/07/2022.

Mua

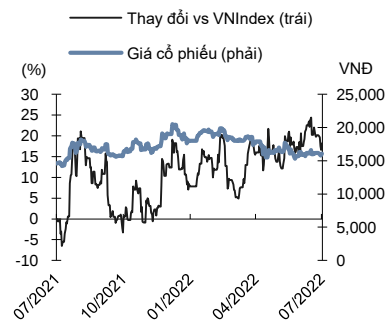
Giá mục tiêu	VND 23,000
Upside (%)	42.9%
Giá hiện tại (29/07/2022)	VND16,100
Giá mục tiêu thị trường	VND20,200
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	7,245

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	88.4%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ)	7.86
Sở hữu nước ngoài (%)	47.7%
Cổ đông lớn	GENCO 1 (42.00%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
QTP	-2.5	-9.7	-11.7	8.9
VNINDEX	-1.6	1.0	8.1	16.6

Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ VNĐ)	9,182	8,571	9,329	9,703
EBIT	1,729	734	1,000	1,190
LN sau CĐTS	1,306	578	907	1,172
EPS (VNĐ)	2,901	1,284	2,016	2,605
Thay đổi EPS (%)	100.5	-55.7	57.0	29.0
P/E (x)	3.5	13.5	11.4	8.8
EV/EBITDA (x)	2.6	5.7	5.9	5.0
P/B (x)	0.8	1.3	1.5	1.3
ROE (%)	21.4	9.4	13.3	14.8
Tỷ suất cổ tức (%)	2.0	5.8	7.0	7.0



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Hoạt động kinh doanh

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế Quý 2/2022 có diễn biến ngược chiều

Trong Quý 2/2022, Doanh thu của QTP đi ngang so với cùng kỳ, đạt 2,415 tỷ VNĐ (-2.3% YoY). Tuy nhiên với biên lợi nhuận gộp tăng cao, đạt 14.4% so với mức 10.4% của Quý 1/2021 đã đem lại LNST Quý 2/2022 đạt kết quả tích cực, đạt 267.5 tỷ VNĐ (+31.8% YoY). Luỹ kế 1H2022, doanh thu và LNST của QTP đạt lần lượt 5,014 tỷ VNĐ (+18% YoY) và 600 tỷ VNĐ (+93.5% YoY). Biên lợi nhuận gộp 1H2022 tăng cao, đạt mức 15.2% so với mức 10.3% của 1H2021.

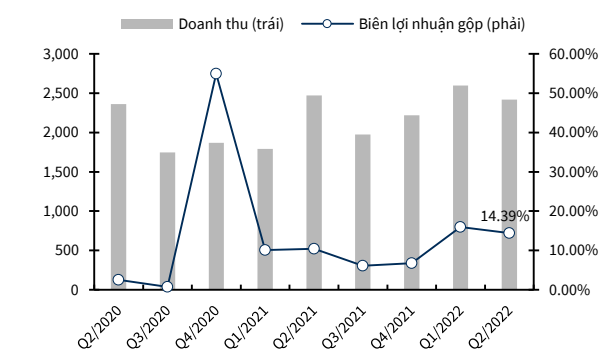
Kết quả kinh doanh 1H2022 vượt trội nhờ vào diễn biến tích cực trên thị trường điện cạnh tranh (CGM)

Trong 1H2022, giá bán điện trên thị trường điện cạnh tranh (CGM) đã đạt mức tăng đáng kể, đạt trung bình 1,447 VNĐ/kWh (+34% YoY) trong 1H/2022 do A0 phải tăng cường huy động từ các nguồn nhiệt điện khí để bù đắp sản lượng thiếu hụt từ các nhà máy nhiệt điện than do thiếu nguyên liệu đầu vào. Đi cùng kết quả này là giá bán điện trung bình 1H2022 của QTP đạt 1,472 VNĐ/kWh (+15% YoY).

Kế hoạch đại tu tổ máy số 1 sẽ được thực hiện trong 2H2022

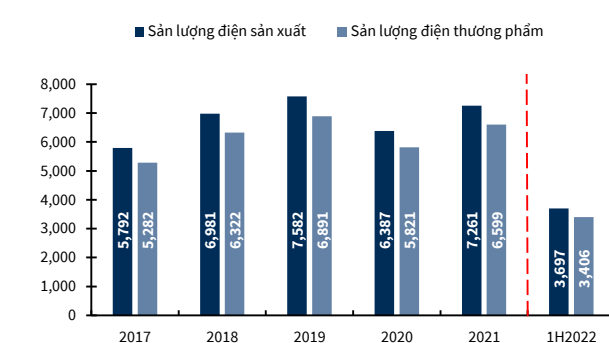
Theo kế hoạch đưa ra trong ĐHCĐ năm tài chính 2021, QTP sẽ thực hiện đại tu tổ máy số 1 trong tháng 9 và tháng 10/2022. Điều này theo chúng tôi sẽ không gây ảnh hưởng nhiều tới nhà máy do QTP thường thực hiện đại tu các tổ máy trong Quý 3 hàng năm – thời điểm thủy điện được tăng cường huy động do vào mùa mưa. Các đợt đại tu hàng năm giúp hệ thống máy móc của QTP được hoạt động ổn định trong thời gian tới, nhất là trong mùa khô năm 2023 khi tình hình thủy văn không còn thuận lợi cho việc huy động từ thủy điện.

Biểu đồ 1. Kết quả kinh doanh của QTP, 2020 – 2022 (tỷ đồng)



Nguồn: QTP, KBSV

Biểu đồ 2. Sản lượng điện của QTP, 2017 - 2022 (triệu kWh)



Nguồn: QTP, KBSV

Biểu đồ 3. Lịch trình bảo dưỡng, đại tu của QTP, 2018 - 2022

	2018	2019	2020	2021	2022
Tổ máy 1	Tiểu tu	Tiểu tu	Tiểu tu	Tiểu tu	Đại tu
Tổ máy 2	Đại tu	Tiểu tu	Tiểu tu	Tiểu tu	Tiểu tu
Tổ máy 3	Tiểu tu	Đại tu	Đại tu	Tiểu tu	Tiểu tu
Tổ máy 4	Tiểu tu	Tiểu tu	Tiểu tu	Đại tu	Tiểu tu

Nguồn: QTP, KBSV

Bảng 1. Tổng hợp KQKD 1H2022 của QTP

Tỷ VNĐ	1H2021	1H2022	YoY %	Nhận xét
Sản lượng thương phẩm (triệu kWh)	3,333	3,406	2.2%	
Giá bán trung bình (VNĐ/kWh)	1,280	1,472	15.0%	Giá bán tăng mạnh nhờ vào diễn biến giá tích cực trên thị trường điện cạnh tranh (CGM)
Doanh thu (tỷ VNĐ)	4,265	5,014	17.6%	
Lợi nhuận gộp	438	763	74.1%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	10.27%	15.21%		Biên lợi nhuận gộp cao hơn nhờ diễn biến giá tích cực trên thị trường điện cạnh tranh (CGM)
Chi phí SG&A	(40)	(47)	18.2%	
% SG&A / doanh thu	-0.94%	-0.94%		
LN từ HĐKD	398	716		
Thu nhập tài chính	35	16	-54.7%	Thu nhập tài chính giảm do không còn khoản ghi nhận lãi tỷ giá như 1H2021
Chi phí tài chính	(105)	(98)		
Thu nhập khác (ròng)	-2	-2		
LN trước thuế	326	632	93.8%	
LN sau thuế	310	600	93.5%	
Biên lợi nhuận ròng (%)	7.27%	11.97%		

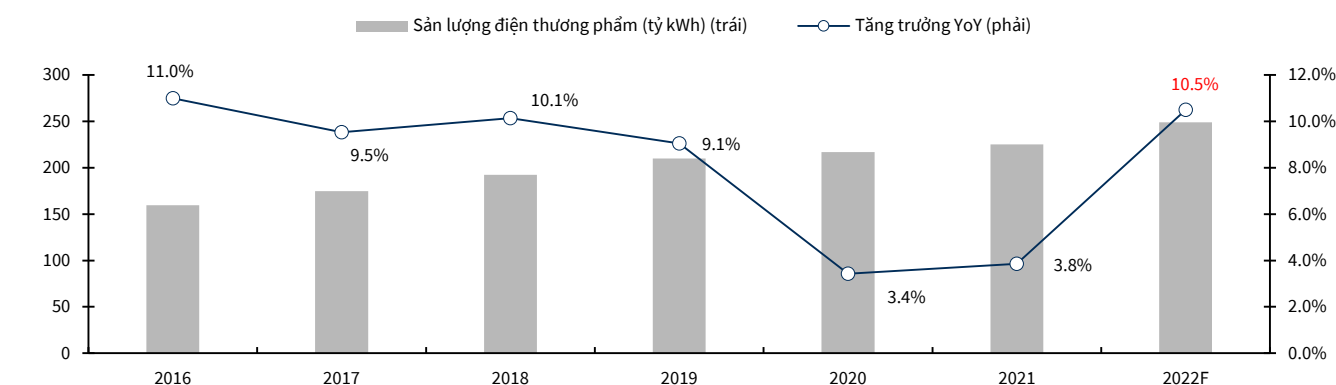
Nguồn: QTP, KBSV

Nhiệt điện than, trong đó có QTP vẫn là nguồn điện chủ yếu của miền Bắc

Với việc mở cửa và đưa nền kinh tế trở lại với trạng thái bình thường sẽ kéo theo nhu cầu tiêu thụ điện toàn quốc hồi phục trong năm 2022 với mức tăng trưởng sản lượng điện dự phóng khoảng 10.5% - mức cao nhất trong 5 năm trở lại đây. Tuy nhiên, theo quan sát của chúng tôi thì nguồn cung thì chưa đủ bù đắp cho nhu cầu, đặc biệt là tại miền Bắc trong khi nhu cầu tại khu vực này chiếm gần 50% nhu cầu toàn quốc và dự báo tăng trưởng cao hơn bình quân cả nước. Khả năng thiếu điện tại miền Bắc trong giai đoạn tới sẽ có khả năng xảy ra khi **(1)** tăng trưởng công suất đặt ở khu vực này ở mức rất thấp, được dự báo chỉ khoảng 7.1%/năm trong giai đoạn 2021 – 2030 so với tăng trưởng nhu cầu phụ tải khoảng 9.4%/năm trong giai đoạn này, **(2)** thủy điện chiếm hơn 45% tổng công suất nguồn đặt cho miền Bắc và dễ chịu ảnh hưởng từ tình hình thủy văn khó dự báo trong giai đoạn tới, và **(3)** các dự án năng lượng tái tạo mới như điện gió và điện mặt trời chỉ tập trung ở miền Trung và miền Nam nhờ các điều kiện tự nhiên phù hợp và thuận lợi, việc hỗ trợ cấp điện từ miền Trung, miền Nam ra miền Bắc bị giới hạn bởi năng lực truyền tải của đường dây 500 kV Bắc – Nam do hao hụt truyền tải điện lớn. Thật vậy, phụ tải ngày 18/07/2022 tại miền Bắc đã lập đỉnh mới, đạt 22,800 MW so với công suất đặt là 28,000 MW. Với cơ cấu nguồn đặt chỉ cao hơn khoảng 20-25% phụ tải đỉnh và không có các dự án mới đi vào trong tương lai gần, chúng tôi cho rằng nhiệt điện than vẫn sẽ là nguồn điện quan trọng, đặc biệt là ở miền Bắc trong các năm tới.

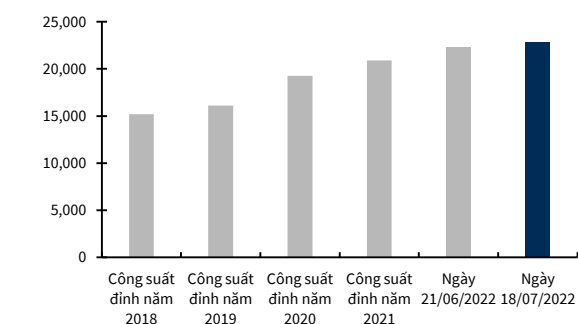
Thêm vào đó, với diễn biến giá than không thuận lợi cho các nhà máy nhiệt điện than khi giá than thế giới liên tục lập đỉnh do chịu ảnh hưởng tiêu cực từ xung đột Nga – Ukraine đã gây ảnh hưởng lớn tới các nhà máy nhiệt điện than trong 1H2022. Tuy vậy, theo quan sát của chúng tôi QTP là một trong số ít các doanh nghiệp có thể giảm thiểu tác động từ việc thiếu than do đầu vào của doanh nghiệp thường dùng phần lớn than nội địa, ngoài ra doanh nghiệp đã kí hợp đồng cung cấp than dài hạn với TKV và Tổng Công ty Đông Bắc với mức giá than trung bình dao động từ 1.6-1.8 triệu VNĐ/tấn, thấp hơn so với các nhà máy nhiệt điện than khác. Ngoài ra, Chi phí NVL chính nếu có tăng cũng chuyển hết qua giá bán thông qua cơ chế giá theo hợp đồng. Giá NVL tăng sẽ ảnh hưởng chủ yếu đến mức cạnh tranh giá trên thị trường bán điện cạnh tranh. Theo ước tính của chúng tôi, giá than có thể tăng 10% - 15% trong năm 2022 khi nguồn hàng than trộn tồn kho cũ giá thấp đã hết và phải nhập với giá cao hơn. Tuy nhiên, giá than tăng cũng ít ảnh hưởng bởi giá bán điện trên thị trường điện cạnh tranh dự kiến năm sau cũng tăng mức tương ứng khi sản lượng thủy điện thấp và huy động các nguồn điện khí, than tăng.

Biểu đồ 4. Sản lượng điện thương phẩm toàn quốc, 2016-2022 (tỷ VNĐ)



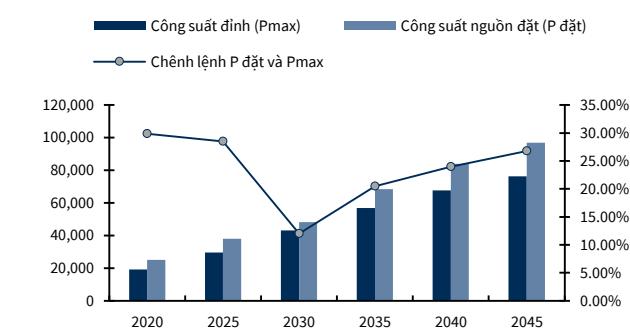
Nguồn: EVN, KBSV

Biểu đồ 5. Phụ tải miền Bắc lập đỉnh mới trong ngày 18/07/2022 (MW)



Nguồn: EVN, KBSV

Biểu đồ 6. Cung cầu sản xuất điện miền Bắc, 2020-2045, (MW)

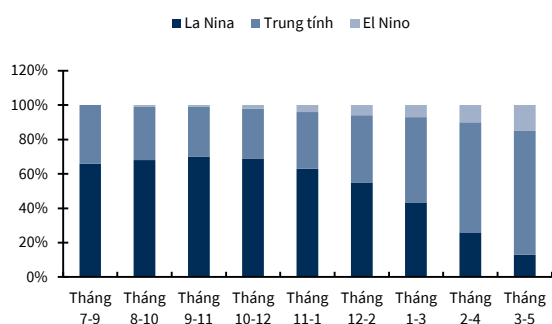


Nguồn: Dự thảo QHĐ 8, KBSV

Nhiệt điện than sẽ có triển vọng sáng hơn trong năm 2023 khi tình hình thủy văn không còn thuận lợi cho thủy điện

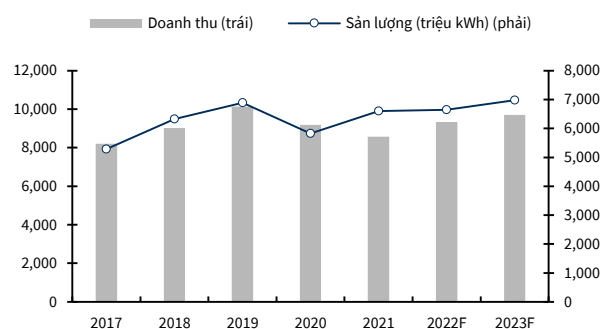
Theo dự báo của các tổ chức khí tượng lớn trên thế giới chỉ ra rằng hiện tượng La Nina sẽ tiếp tục duy trì tới hết năm 2022, đồng nghĩa với việc lượng nước sẽ được đảm bảo cho các nhà máy thủy điện. Tuy nhiên, dự báo cũng chỉ ra rằng kể từ năm 2023, xác suất thời tiết bước vào pha trung tính sẽ tăng lên trên ngưỡng 50%, đồng nghĩa với việc lượng nước về hồ cho các nhà máy thủy điện sẽ giảm bớt so với giai đoạn 2021 – 2022. Cùng với tỷ trọng thủy điện lớn trong cơ cấu nguồn của miền Bắc, chúng tôi cho rằng các nhà máy nhiệt điện, trong đó có QTP sẽ tiếp tục được hưởng lợi nhờ xu hướng này. Dựa vào luận điểm này, doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2023 của QTP theo chúng tôi dự báo đạt lần lượt 9,702 tỷ VNĐ (+4% YoY) và 1,128 tỷ VNĐ (+30.8% YoY) nhờ vào sản lượng tiếp tục tăng trưởng 5% YoY trong năm 2023 cũng như giá bán trung bình trên thị trường điện cạnh tranh (CGM) tiếp tục tăng trưởng 5-7% YoY do không còn có sự đóng góp lớn từ các nguồn điện có chi phí rẻ như thủy điện.

Biểu đồ 7. Thời tiết sẽ có khả năng bước vào pha trung tính trong năm 2023



Nguồn: IRI, KBSV

Biểu đồ 8. Doanh thu và sản lượng của QTP, 2017 – 2023F (tỷ VNĐ)

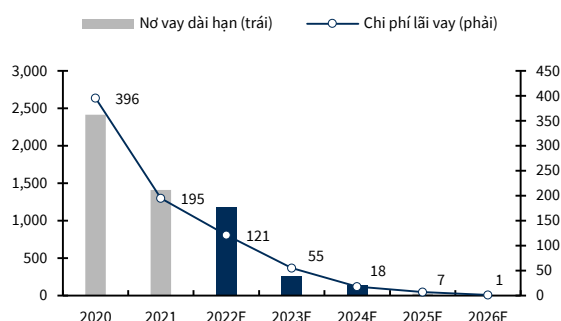


Nguồn: QTP, KBSV

Trả hết nợ vay là động lực tăng mức cổ tức lên hấp dẫn hơn

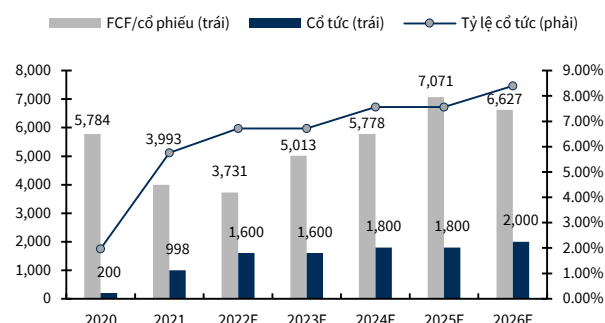
Theo báo cáo tài chính Quý 2/2022, QTP chỉ còn khoảng 1,803 tỷ đồng nợ vay, trong đó khoảng 40% là khoản vay bằng đồng USD, theo đó sẽ ít chịu ảnh hưởng bởi chi phí lãi vay và rủi ro thay đổi tỷ giá. Dựa trên lịch trả nợ và tình hình thực tế, chúng tôi dự báo QTP sẽ hoàn thành trả nợ vào năm 2026, góp phần đẩy mạnh dòng tiền thuần của doanh nghiệp. Chi phí lãi vay trong năm 2022 của QTP sẽ đạt 121 tỷ VNĐ (-37.8% YoY), giảm mạnh so với mức 195 tỷ trong năm 2021 và tiếp tục hạ xuống lần lượt 55 tỷ và 18 tỷ trong 2 năm 2023 và 2024, theo dự phóng của chúng tôi. Với việc không còn nợ vay, chúng tôi cho rằng QTP sẽ giữ mức cổ tức hấp dẫn như hiện nay khi không có kế hoạch mở rộng lớn trong giai đoạn tới. Theo đó, cổ tức của QTP hứa hẹn cũng sẽ được gia tăng trong các năm sắp tới. QTP đã bắt đầu chia cổ tức từ năm 2020 với tỷ lệ 2% và đã gia tăng dần cổ tức trong các năm qua. Tại ĐHCHĐ năm 2022, QTP đã thông qua nghị quyết chi trả cổ tức 16% bằng tiền mặt cho năm 2021 và kế hoạch 10% cho 2 năm 2022 - 2023. Chúng tôi cho rằng đây là một kế hoạch thận trọng với dự phóng LNST tăng trưởng mạnh mẽ kể từ năm 2022, chúng tôi kỳ vọng rằng QTP sẽ tiếp tục duy trì mức cổ tức 16% bằng tiền mặt, tương đương 1,600 VNĐ/cổ phiếu cho 2 năm tới và gia tăng lên 1,800 VNĐ/cổ phiếu từ năm 2024 trở đi nhờ vào dòng tiền kinh doanh mạnh mẽ của mình. Ngoài ra, nếu cổ đông nhà nước lớn là EVN GENCO1 thực hiện IPO thành công trong năm 2023 sẽ là một động lực để gia tăng tỷ lệ chi trả cổ tức cho QTP hơn kỳ vọng của chúng tôi.

Biểu đồ 7. Dự phóng nợ vay dài hạn và chi phí lãi vay của QTP, 2020 – 2026 (tỷ VNĐ)



Nguồn: QTP, KBSV

Biểu đồ 8. Dòng tiền tự do/cổ phiếu và cổ tức của QTP, 2020 – 2026 (VNĐ/ cổ phiếu)



Nguồn: QTP, KBSV

Dự phóng kết quả kinh doanh

Năm 2022: doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng trưởng 9% YoY và 57% YoY

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của QTP sẽ lần lượt đạt 9,329 tỷ VNĐ (+ 9% YoY) và 907 tỷ VNĐ (+ 57% YoY) dựa trên các giả định sau:

- Sản lượng điện thương phẩm năm 2022 đạt 6,648 triệu kWh (+0.8% YoY) do bảo dưỡng tổ máy số 1.
- Giá cố định (FC) trong giá PPA đạt 357 VNĐ/kWh (-11% YoY) do QTP đã qua thời điểm giá profile để bù đắp lãi vay và máy móc của Quảng Ninh 1 đã hết khấu hao.
- Giá than đầu vào tăng 13% YoY do tình trạng thiếu than nhập khẩu để phối trộn than sản xuất điện.
- Giá CGM trung bình năm đạt 1,450 VNĐ/kWh (+24% YoY).

Năm 2023: doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng 4% YoY và 29% YoY

Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST của PQTPOW vào 2023 sẽ đạt 9,702 tỷ VNĐ (+4% YoY) và 1,251 tỷ VNĐ (+29% YoY). Cơ sở dự phóng của chúng tôi dựa trên:

- Sản lượng điện thương phẩm năm 2023 đạt 6,983 triệu kWh (+5% YoY) do tình hình thủy văn vẫn không còn thuận lợi cho các nhà máy thủy điện.
- Giá than giảm 2% YoY.
- Giá CGM trung bình năm đạt 1,522 VNĐ/kWh (+5% YoY) do EVN cần tăng cường huy động từ các nguồn phát nhiệt điện.

Bảng 2. Dự phóng KQKD 2022&2023 của QTP

Tỷ VNĐ	2021	2022	2023	Nhận xét
Sản lượng thương phẩm (triệu kWh)	6,599	6,648	6,983	
Giá bán trung bình (VNĐ/kWh)	1,299	1,403	1,389	
Doanh thu (tỷ VNĐ)	8,571	9,329	9,703	
Lợi nhuận gộp	990	1,107	1,297	
Biên lợi nhuận gộp (%)	11.55%	11.86%	13.37%	Biên lợi nhuận gộp cao hơn nhờ diễn biến giá tích cực trên thị trường điện cạnh tranh (CGM)
Chi phí SG&A	(256)	(107)	(107)	
% SG&A / doanh thu	-2.99%	-1.15%	-1.10%	
LN từ HĐKD	734	1,000	1,190	
Thu nhập tài chính	82	95	122	Số dư tiền mặt cao hơn dẫn đến thu nhập tài chính cao hơn
Chi phí tài chính	(195)	(121)	(55)	Các khoản nợ đến hạn thanh toán trong 2021 và 2022, dẫn đến giảm mạnh lãi vay sau khi hoàn tất trả nợ
Thu nhập khác (ròng)	-4	-7	-7	
LN trước thuế	617	968	1,251	
LN sau thuế	578	907	1,172	
Biên lợi nhuận ròng (%)	6.74%	9.73%	12.08%	

Nguồn: QTP, KBSV

Định giá

Phương pháp định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền cho doanh nghiệp (FCFF) cho toàn vòng đời dự án và phương pháp EV/EBITDA với tỷ lệ 50/50 để định giá cổ phiếu QTP và đưa ra khuyến nghị MUA với mức giá mục tiêu 23,000 VNĐ/cổ phiếu, tương ứng upside 42.9% so với giá đóng cửa ngày 29/07/2022. Định giá của chúng tôi chưa bao gồm dự án nâng cấp mở rộng trị giá 2.3 nghìn tỷ VNĐ do chưa có thêm thông tin rõ ràng ảnh hưởng tới hợp đồng mua bán điện của QTP.

Biểu đồ 9. Mô hình DCF của QTP

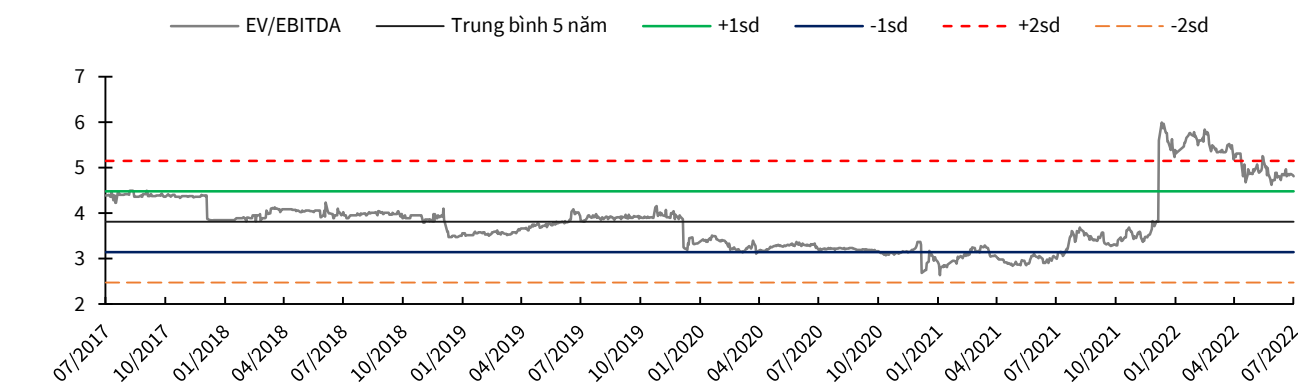
Lãi suất phi rủi ro	3.43%	Tăng trưởng dài hạn	0%
Phần bù rủi ro vốn VSH	7.8%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn (TV)	0
Beta	1.00	Tổng giá trị hiện tại giai đoạn 2022-2026 (PV)	13.381
Chi phí vốn CSH	11.2%	Tổng giá trị hiện tại	13.381
Lãi suất bình quân	7.0%	Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn (*)	281
Thuế suất	5-20%	Trừ: Nợ gộp	-1,804
Chi phí nợ sau thuế	5.6-6.65%	Trừ: Lợi ích CĐTS	0
Tỷ trọng vốn CSH	95-100%	Giá trị VCSH	11,858
Chi phí vốn bình quân	11-11.23%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	450.0
		Giá trị VCSH/cổ phiếu (VNĐ)	26,351

Nguồn: KBSV, (*) điều chỉnh khoản chia cổ tức 800VNĐ/cổ phiếu có hiệu lực ngày 15/07/2022

Định giá EV/EBITDA

Chúng tôi lựa chọn mức EV/EBITDA mục tiêu cho QTP là 5.5x, cao hơn 2 lần độ lệch chuẩn trung bình 5 năm của QTP do chúng tôi nhận thấy sau khi thực hiện giãn khấu hao và giảm nợ vay, QTP đã được định giá lại với mức EV/EBITDA cao hơn. Cùng với triển vọng giai đoạn tới tích cực khi cơ cấu nguồn điện miền Bắc vẫn phụ thuộc lớn vào nhiệt điện than, chúng tôi thấy đây là mức EV/EBITDA phù hợp với QTP.

Biểu đồ 10. Diễn biến EV/EBITDA 5 năm của QTP



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 3. Tổng hợp định giá QTP

Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
FCFF	26,351	50%	13,576
EV/EBITDA (5.5x)	19,680	50%	10,240
Giá mục tiêu (làm tròn)			23,000
Giá hiện tại (29/07/2022)			16,100
Upside			42.9%

Nguồn: KBSV

PHỤ LỤC

QTP – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2021A - 2023E

Báo cáo Kết quả HĐKD				
(Tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
Doanh số thuần	9,182	8,571	9,329	9,703
Giá vốn hàng bán	-7,348	-7,581	-8,223	-8,406
Lãi gộp	1,834	990	1,107	1,297
Thu nhập tài chính	48	82	95	122
Chi phí tài chính	-396	-195	-121	-55
Trong đó: Chi phí lãi vay	-308	-195	-121	-55
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-105	-256	-107	-107
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,381	621	974	1,257
Thu nhập khác	2	3	2	2
Chi phí khác	9	6	8	8
Thu nhập khác, ròng	-7	-3	-6	-6
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,374	618	968	1,251
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-69	-39	-61	-79
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,306	578	907	1,172
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	1,306	578	907	1,172

Chỉ số hoạt động	2020	2021	2022F	2023F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	20.0%	11.6%	11.9%	13.4%
Tỷ suất EBITDA	31.4%	19.9%	21.2%	22.0%
Tỷ suất EBIT	18.8%	8.6%	10.7%	12.3%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	15.0%	7.2%	10.4%	12.9%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	15.0%	7.2%	10.4%	13.0%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	14.2%	6.7%	9.7%	12.1%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
(Tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
Lãi trước thuế	1,375	617	968	1,251
Khấu hao TSCĐ	1,150	972	980	948
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	93	93	93	93
Chi phí lãi vay	308	195	195	195
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	2,890	1,877	2,236	2,487
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-61	189	-245	-119
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-65	91	-70	12
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	225	-29	-54	16
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	0	0	0	0
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-374	-312	-169	-121
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	2,604	1,802	1,698	2,275
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-1	-5	-19	-19
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	0	0	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-930	-2,230	-2,230	-2,230
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	430	1,780	1,780	1,780
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	36	47	49	51
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-465	-407	-407	-405
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	0	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	0	0	-311	-819
Tiền trả các khoản đi vay	-1,834	-1,576	0	0
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-90	-449	-720	-720
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-1,924	-2,025	-1,031	-1,539
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	215	-631	260	331
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	621	836	205	465
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	836	205	465	796

Nguồn: QTP, KBSV

Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	10,507	8,909	9,214	9,486
TÀI SẢN NGẮN HẠN	4,269	3,639	4,918	6,130
Tiền và tương đương tiền	836	206	465	796
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	502	952	1,000	1,050
Các khoản phải thu	2,405	2,055	2,300	2,419
Hàng tồn kho, ròng	516	426	496	484
TÀI SẢN DÀI HẠN	6,238	5,270	4,296	3,356
Phải thu dài hạn	0	0	0	0
Tài sản cố định	6,161	5,196	4,222	3,282
Tài sản dở dang dài hạn	6	5	5	5
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
NỢ PHẢI TRẢ	4,419	2,739	2,376	1,574
Nợ ngắn hạn	2,005	1,329	1,203	1,311
Phải trả người bán	488	437	383	399
Người mua trả tiền trước	0	0	0	0
Vay ngắn hạn	1,336	750	676	767
Nợ dài hạn	2,414	1,410	1,173	263
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
Vay dài hạn	2,414	1,405	1,168	258
VỐN CHỦ SỞ HỮU	6,089	6,171	6,838	7,912
Vốn góp	4,500	4,500	4,500	4,500
Thặng dư vốn cổ phần	231	231	231	231
Lãi chưa phân phối	1,345	1,166	1,834	2,907
Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	13	274	273	274
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0

Chỉ số chính	(x, %, VNĐ)
Chỉ số định giá	
P/E	3.5 13.5 11.4 8.8
P/E pha loãng	3.5 13.5 11.4 8.8
P/B	0.8 1.3 1.5 1.3
P/S	0.5 0.9 1.1 1.1
P/Tangible Book	0.8 1.3 1.5 1.3
P/Cash Flow	1.8 4.3 6.1 4.6
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	2.6 5.7 5.9 5.0
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	4.3 13.3 11.7 8.9

Hiệu quả quản lý				
ROE%	21.4%	9.4%	13.3%	14.8%
ROA%	12.4%	6.5%	9.9%	12.4%
ROIC%	19.2%	9.0%	12.2%	14.6%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.7	0.9	1.2	1.4
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.9	2.4	3.1	3.3
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.1	2.7	4.1	4.7
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.4	0.2	0.2	0.0
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.2	0.1	0.0
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.2	0.1	0.1	0.1
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.3	0.2	0.2	0.2
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.1	0.1	0.1
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.7	0.4	0.3	0.2
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.4	0.3	0.3	0.2
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	4.0	3.8	4.3	4.1
Hệ số quay vòng HTK	15.3	16.1	16.6	17.4
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	22.3	18.5	22.8	24.8

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình
Giám đốc Khối Phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu
Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Nguyễn Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Hoàng Bảo Nga
Chuyên viên cao cấp – Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng
ngaphb@kbsec.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng
Chuyên viên phân tích – Bán lẻ & Hàng tiêu dùng
dunglnt@kbsec.com.vn

Tiêu Phan Thanh Quang
Chuyên viên phân tích – Dầu khí & Tiện ích
quangtpt@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy
Chuyên viên phân tích – Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán
huynd1@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh
Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược Đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Lê Hạnh Quyền
Chuyên viên phân tích – Vĩ mô & Ngân hàng
quyenlh@kbsec.com.vn

Thái Hữu Công
Chuyên viên phân tích – Chiến lược, Hóa chất
congth@kbsec.com.vn

Trần Thị Phương Anh
Chuyên viên phân tích – Chiến lược, Thủy sản & Dệt may
anhhttp@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ
Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương
Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.