

CTCP THỦY ĐIỆN VĨNH SƠN SÔNG HINH (HSX: VSH)_10.2022



MUA – Giá mục tiêu: VND 41,800

Khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu VSH của Công ty cổ phần thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh cho giá mục tiêu 12 tháng tới là ở mức 41,800 đồng. Chúng tôi tin rằng cơ hội đầu tư trung và dài hạn vào cổ phiếu doanh nghiệp thủy điện là hấp dẫn khi giá thành thủy điện cạnh tranh tốt với nhiệt điện và năng lượng tái tạo ưu đãi.

Thông tin cập nhật

Sản lượng điện 9 tháng tăng mạnh 66%: Sản lượng điện quý 3 đạt 616 triệu kwh (trkwh), lũy kế 9 tháng đạt 1,804 trkwh, tăng mạnh 50% và 66% so với cùng kỳ 2021 (svck). Trong đó, riêng sản lượng điện nhà máy Thượng Kon Tum lũy kế 9 tháng đạt 1,086 trkwh, tăng 104% svck nhờ nguồn nước tốt.

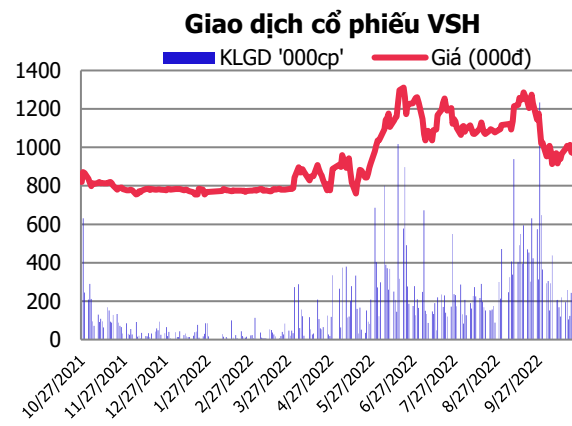
Doanh thu và lợi nhuận trước thuế quý 3 lần lượt tăng 126% và 578%: Doanh thu quý 3 đạt 652 tỷ đồng, lũy kế 9 tháng đạt 2,122 tỷ đồng, lần lượt tăng 126% và 131%. Lợi nhuận trước thuế quý 3 đạt 243 tỷ đồng, lũy kế 9 tháng đạt 970 tỷ đồng, lần lượt tăng 578% và 459% svck. Lợi nhuận tăng mạnh do sản lượng điện và giá bán điện cùng tăng mạnh, giá bán điện trung bình của VSH trong 9 tháng đạt 1,182 đồng/kwh, tăng 29% svck.

Triển vọng cả năm 2022 và năm 2023

Dự báo doanh thu và lợi nhuận năm 2022 tăng mạnh 69% và 74%: Trong năm 2022, nhờ nguồn nước về hồ tốt, bên cạnh đó giá bán điện thị trường cạnh tranh đạt mức cao, chúng tôi dự báo sản lượng điện của công ty có thể đạt 2,525 trkwh, tăng 36%, Doanh thu và Lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 2,952 tỷ và 1,375 tỷ đồng, tăng mạnh 83% và 205% so với 2021.

Triển vọng hoạt động năm 2023 dự báo cơ bản ổn định sau một năm tăng trưởng đột biến dựa trên các yếu tố: 1) Các nhà máy hoạt động ổn định trong điều kiện nhu cầu điện tiếp tục tăng lên; 2) Công ty kiểm soát tốt dòng tiền và giảm nợ vay khi mua lại các khoản trái phiếu, nợ vay trước hạn làm giảm chi phí tài chính, gia tăng hiệu quả kinh doanh; 3) Giá điện tiếp tục ở mức cao khi các chi phí đầu vào sản xuất điện vẫn ở mức cao như than đá, khí đốt...; 4) Điều kiện thời tiết có thể không còn thuận lợi như năm 2022 khi dự báo thời tiết mùa với trạng thái La Nina gây mưa lớn sẽ cơ bản kết thúc vào cuối quý 1.2023. **Dự báo sản lượng điện năm 2023 của công ty có thể đạt mức 1,900 trkwh, doanh thu và lợi nhuận trước thuế đạt 2,224 tỷ đồng và 828 tỷ đồng, lần lượt bằng 75% và 60% của năm 2022.**

Định giá: Kết hợp phương pháp định giá DCF và so sánh PE, PB giá trị cổ phiếu VSH được xác định ở mức 41,800 đồng/cổ phần.



| | 1M | 3M | 12M |
|-----------------|--------|--------|--------|
| VSH | -17.1% | -15.1% | 18.8% |
| VN-Index | -14.9% | -16.6% | -30.2% |

| | |
|-----------------------------|---------------|
| Giá hiện tại 28.10.2022 | 35,100 VND |
| Giá mục tiêu 12 tháng | 41,800 VND |
| Upside (%) | 21.0% |
| Bloomberg | VSH VN |
| Giá trị vốn hóa | 8,316 tỷ VND |
| Biến động giá 52 tuần (VND) | 26,900-46,800 |
| KLGD BQ (000cp/ngày) | 174 |
| Giá trị GDBQ ngày (tỷ VND) | 6.5 |
| Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%) | 49.00% |
| Tỷ lệ SHNN hiện tại (%) | 11.5% |

| Chỉ tiêu | Đơn vị | 2021A | 2022E | 2023F | 2024F | 2025F |
|---------------------------|---------|-------|--------|--------|-------|--------|
| Doanh thu thuần | Tỷ đồng | 1,611 | 2,952 | 2,224 | 2,194 | 2,078 |
| Lợi nhuận gộp | Tỷ đồng | 815 | 1,897 | 1,264 | 1,237 | 1,132 |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i> | % | 50.6% | 64.3% | 56.8% | 56.3% | 54.5% |
| EBIT | Tỷ đồng | 775 | 1,827 | 1,201 | 1,174 | 1,063 |
| Lợi nhuận trước thuế | Tỷ đồng | 451 | 1,375 | 828 | 847 | 787 |
| Lợi nhuận sau thuế | Tỷ đồng | 387 | 1,268 | 755 | 774 | 694 |
| Thu nhập mỗi cp-EPS | Đồng | 1,638 | 5,367 | 3,196 | 3,278 | 2,940 |
| <i>Tăng trưởng EPS</i> | % | 79.5% | 227.6% | -40.4% | 2.6% | -10.3% |
| Cổ tức mỗi cổ phần | Đồng | 1,000 | 1,500 | 1,500 | 1,500 | 1,500 |
| <i>Lợi tức cổ phần</i> | % | 2.8% | 4.3% | 4.3% | 4.3% | 4.3% |
| P/E | Lần | 21.4 | 6.5 | 11.0 | 10.7 | 11.9 |
| P/B | Lần | 2.1 | 1.7 | 1.6 | 1.4 | 1.4 |
| EV/EBITDA | Lần | 10.8 | 5.0 | 6.3 | 5.9 | 5.8 |
| ROE | % | 9.7% | 25.7% | 14.2% | 13.5% | 11.4% |
| ROA | % | 3.9% | 12.0% | 7.5% | 7.8% | 7.3% |

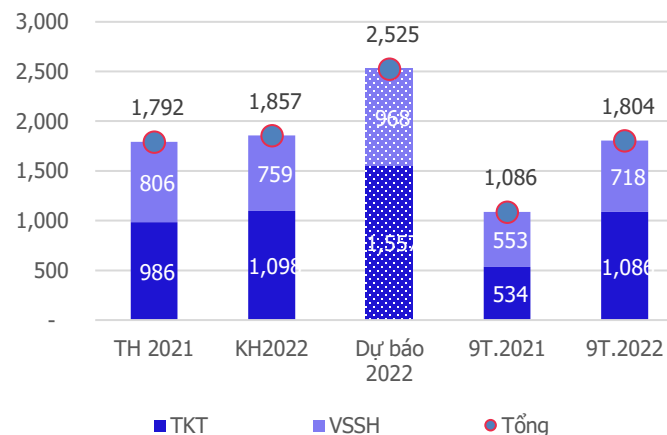
Nguồn: Bloomberg, VSH, TTNC MBS tổng hợp và dự báo

Sản lượng điện tăng lên mạnh nhờ nguồn nước tốt

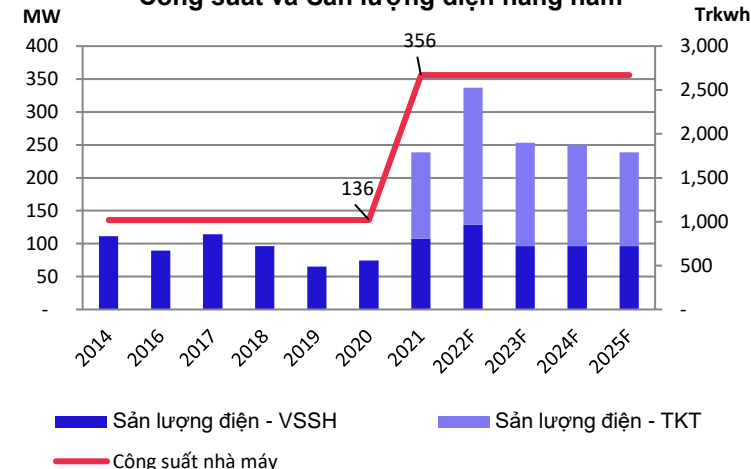
Trong 9 tháng đầu năm 2022, sản lượng điện đạt 1,804 trkwh, tăng mạnh 56% so với cùng kỳ 2021 và hoàn thành 99% kế hoạch cả năm. Riêng nhà máy Thượng Kon Tum (TKT) đạt 1,086 trkwh, chiếm 60% tổng sản lượng. Sản lượng điện tăng mạnh nhờ nguồn nước về các hồ khu vực miền Trung và Tây nguyên tốt, bên cạnh đó giá thủy điện cạnh tranh tốt với các nhà máy nhiệt điện và năng lượng tái tạo nên được ưu tiên huy động.

Hiện khu vực Miền Trung- Tây nguyên đã bước vào mùa mưa, theo dự báo, lượng mưa tiếp tục tăng lên từ 15%-25% so với trung bình nhiều năm trong tháng 10-12, sẽ là cơ sở để công ty gia tăng sản lượng điện trong quý 4.2022. Dự báo sản lượng điện cả năm 2022 có thể đạt mức 2,525 trkwh, tăng 36% so với năm 2021. Trong đó, nhà máy TKT là 1,557 trkwh (+56%), nhà máy Vĩnh Sơn- Sông Hình (VSSH) là 968 trkwh (+16%).

Sản lượng điện sản xuất của VSH



Công suất và Sản lượng điện hàng năm



Doanh thu và lợi nhuận tăng đột biến

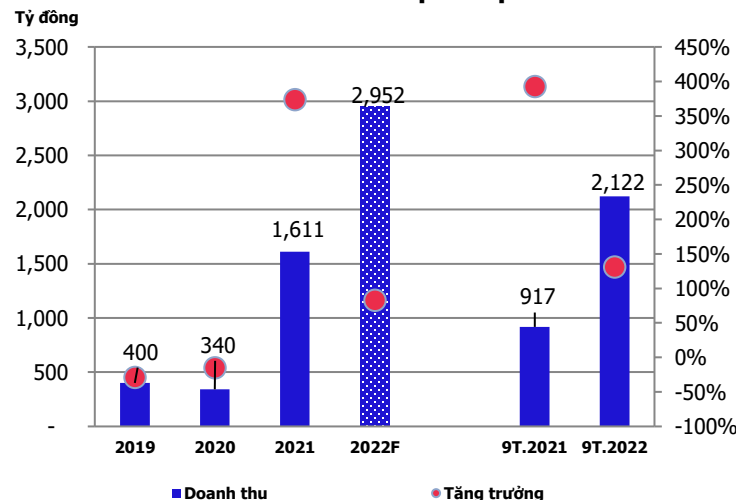
Trong 9 tháng đầu năm 2022, cùng với sản lượng điện tăng mạnh và giá bán điện tốt, đưa doanh thu lên 2,122 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế lên 970 tỷ đồng, tăng 131% và 459% so với cùng kỳ 2021, thực hiện 105% và 167% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận trước thuế cả năm.

Các khoản chi phí tài chính và quản lý cơ bản được kiểm soát tốt khi lần lượt đạt 337 tỷ đồng và 39 tỷ đồng. Chi phí tài chính tăng 57% so với cùng kỳ do chi phí lãi vay từ nhà máy Thượng Kon Tum được hạch toán đủ 9 tháng trong khi cùng kỳ 2021 chỉ thực hiện hạch toán từ quý 2. Trong kỳ công ty cũng chịu ảnh hưởng chi phí tỷ giá với 26 tỷ đồng từ khoản Nợ vay bằng đồng USD, với giá trị là 26.25 triệu USD.

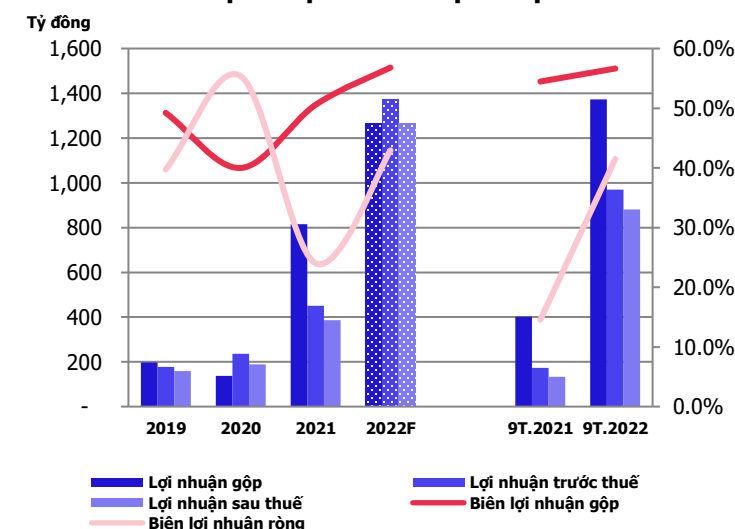
Giá bán điện trung bình trong kỳ 9 tháng đạt 1,182 đồng/kwh, tăng 29.4% so với cùng kỳ 2021, tính riêng quý 3, giá bán điện trung bình tăng 54.6%. Năm 2022, giá trần thị trường điện cạnh tranh được nâng lên mức 1,602.3 đồng/kwh, tăng 6.6%, bên cạnh đó, giá công suất thị trường (CAN) cũng tăng lên 379.4 đồng/kwh từ mức trung bình 151 đồng/kwh của năm 2021.

Chúng tôi dự báo, với tình hình thủy văn tốt, thị trường điện lạc quan, doanh thu cả năm của công ty có thể đạt mức 2,952 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 1,375 tỷ đồng, lần lượt tăng 83% và 205% so với năm 2021. Lợi nhuận sau thuế có thể đạt mức 1,268 tỷ đồng, thu nhập mỗi cổ phần đạt 5,370 đồng.

Doanh thu và lợi nhuận



Lợi nhuận và biên lợi nhuận



Nguồn: VSH, TTNC MBS tổng hợp và dự báo

Tình hình tài chính ổn định

Kết quả kinh doanh tăng mạnh, dòng tiền tốt giúp công ty thực hiện mua lại trái phiếu trước hạn, giảm nợ vay.

Cơ cấu tài sản của công ty cơ bản ổn định, quy mô tiếp tục giảm xuống khi tài sản cố định được khấu hao. Đến cuối tháng 9.2022, Tổng tài sản đạt 9,677 tỷ đồng, giảm nhẹ 3.4% so với đầu năm và chủ yếu tập trung ở Tài sản dài hạn với giá trị 8,877 tỷ đồng, chiếm 92% Tổng tài sản.

Bên nguồn vốn, Nợ phải trả đến cuối tháng 9.2022 đạt 5,034 tỷ đồng, giảm 16% so với đầu năm. Trong đó Vay và nợ thuê tài chính ngắn và dài hạn gồm cả trái phiếu là 4,355 tỷ đồng, giảm 14% so với đầu năm, trong kỳ công ty tiếp tục trả được 714 tỷ đồng nợ vay.

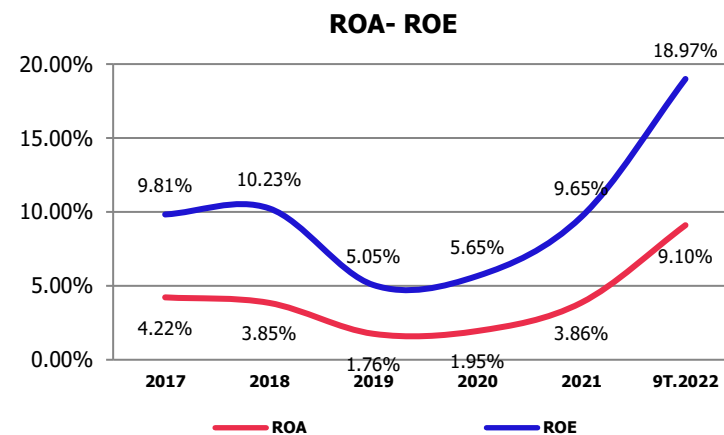
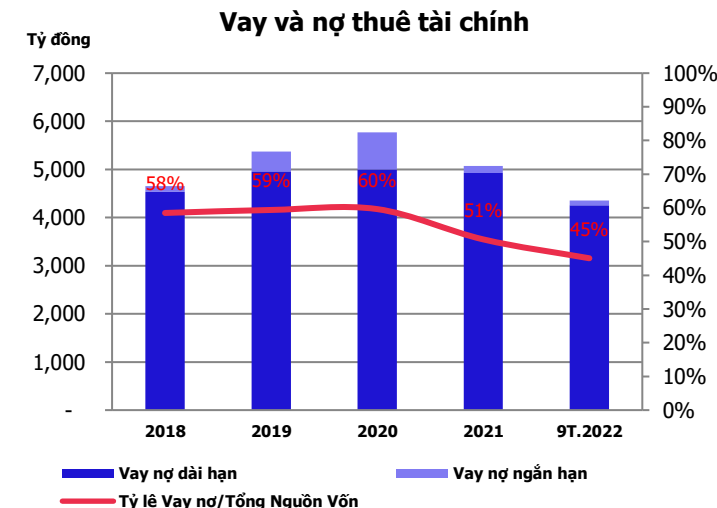
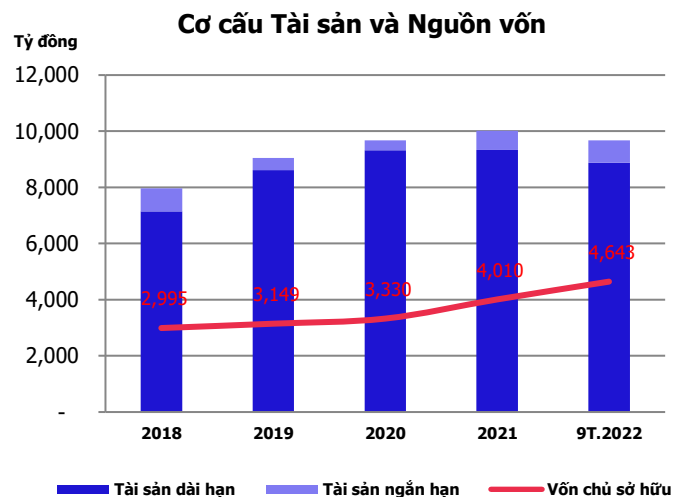
Trong đầu tháng 10.2022 với nguồn tài chính tốt, công ty tiếp tục thực hiện mua lại trái phiếu trước hạn với tổng giá trị đạt 33 tỷ đồng.

Đến cuối tháng 9.2022, công ty có hai khoản nợ vay nước ngoài bằng đồng USD với giá trị là 26.25 triệu USD. Chúng tôi đánh giá với khoản vay ngoại tệ quy mô nhỏ như vậy, rủi ro biến động tỷ giá là không quá lớn.

Vốn chủ sở hữu đạt 4,643 tỷ đồng, tăng 16% so với đầu năm nhờ vào lợi nhuận tăng thêm trong kỳ, tỷ lệ Vốn chủ sở hữu/Tổng nguồn vốn đạt 48%.

Dòng tiền kinh doanh tốt và khả năng chi trả cổ tức bằng tiền mặt hấp dẫn

Dòng tiền thuần hoạt động kinh doanh 9 tháng đầu năm đạt 1,026 tỷ đồng, bao gồm giá trị khấu hao 445 tỷ đồng, giúp công ty thực hiện trả nợ vay và chia cổ tức tiền mặt cho cổ đông với tỷ lệ 10% trong kỳ. Chúng tôi đánh giá với việc quản trị dòng tiền tốt trong bối cảnh hiệu quả kinh doanh tăng lên, sẽ giúp công ty có thể trả nợ, mua lại trái phiếu trước hạn và thực hiện chính sách cổ tức bằng tiền hấp dẫn trong những năm tới.



Điều kiện thời tiết và thị trường đang ủng hộ các nhà máy thủy điện

- Thủy điện có sản lượng tốt trong 8T.2022:** Theo số liệu của EVN, các nhà máy thủy điện có thuận lợi trong 8 tháng 2022, đặc biệt là các nhà máy thủy điện ở miền Trung và Tây nguyên. Sản lượng điện sản xuất bởi các nhà máy thủy điện đạt 63.25 tỷ kwh, tăng 36% so với cùng kỳ 2021 và chiếm 35% tổng nguồn điện sản xuất.
- Thủy điện được ưu tiên huy động trong bối cảnh chi phí các nguồn điện khác tăng mạnh:** Các nhà máy thủy điện có nguồn nước tốt được ưu tiên khuyến khích phát điện trong bối cảnh nhu cầu điện tăng lên và các nguồn điện khác đều có giá thành cao như năng lượng tái tạo, 1,900đ-2,200 đồng/kwh, giá than và khí cũng tăng rất mạnh cũng dẫn đến điện than, khí ở mức cao với 1,950đ-2,200 đ/kwh.
- Tổng cục khí tượng thủy văn dự báo ENSO có khả năng tiếp tục duy trì trạng thái La Nina đến tháng 3.2023 với xác suất 50%-60%:** Trạng thái này đưa đến lượng mưa trong kỳ cơ bản xấp xỉ và cao hơn trung bình nhiều năm từ 10%-25%, có tháng cao hơn đến 30%-35%. Như vậy khả năng các nhà máy thủy điện của VSH sẽ tiếp tục được hưởng lợi ít nhất đến hết tháng 3.2023 khi nguồn nước tiếp tục dồi dào hơn.

Nhu cầu điện tiếp tục tăng lên trong trung và dài hạn

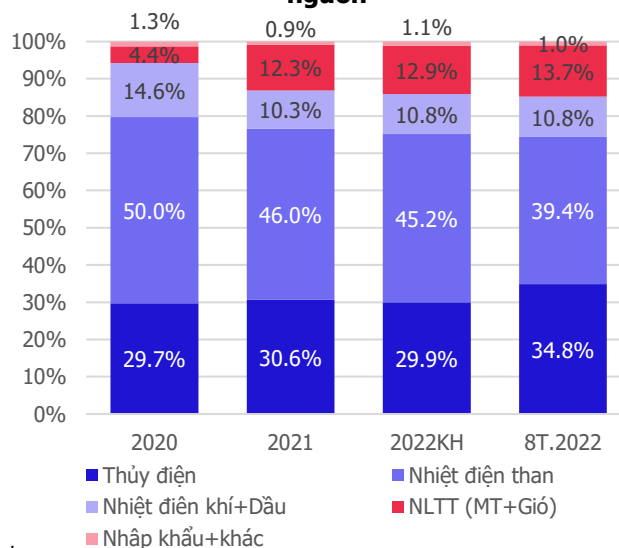
- Nhu cầu điện dự báo tăng từ 8-10% trong năm 2022:** Sau khi tăng trưởng chậm ở mức 3.8% trong năm 2021 do dịch Covid19, nhu cầu điện năm 2022 được dự báo tăng mạnh từ 8-10%, lên mức 276 tỷ kwh. Trong 9 tháng đầu năm 2022, sản lượng điện sản xuất đạt 204.36 tỷ kwh, tăng 6.3% so với cùng kỳ năm 2021.
- Trong giai đoạn 2021 - 2025, EVN dự báo 2 kịch bản nhu cầu phụ tải điện:** Phương án cơ sở, tăng trưởng nhu cầu điện khoảng 8,6%/năm và Phương án cao (với kịch bản kinh tế phục hồi mạnh sau COVID-19, đồng thời có xem xét đến khả năng có làn sóng dịch chuyển đầu tư của các doanh nghiệp FDI vào Việt Nam) tăng trưởng 9,4%/năm. Theo EVN, với hai kịch bản tăng trưởng này, hệ thống đảm điện sẽ bảo cung ứng đủ điện trong toàn bộ giai đoạn 2021 – 2025

(1): <https://nchmf.gov.vn/Kttvsite/vi-VN/1/ban-tin-du-bao-can-h-bao-khi-tuong-thuy-van-thoi-han-mua-tu-thang-11-2022-den-thang-4-2023-post29554.html>

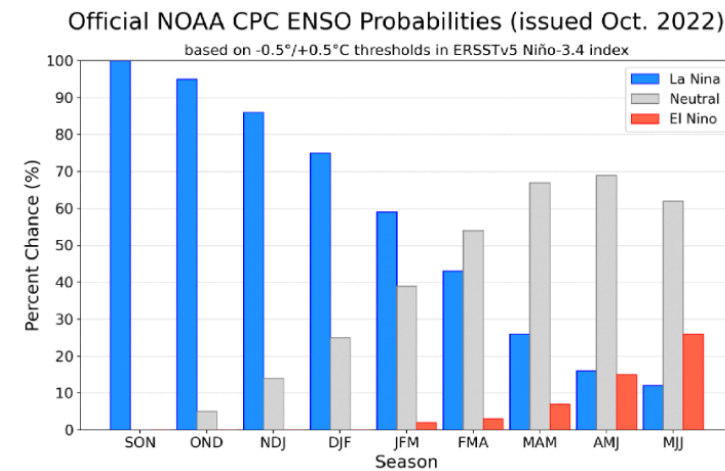
Mức nước hồ thủy điện khu vực miền Trung-Tây nguyên

| Hồ thủy điện | T10.2020 | T9.2021 | T10.2021 | T10.2022 |
|----------------|----------|---------|----------|----------|
| Bản Vẽ | 197 | 182 | 189 | 198.9 |
| A Vương | 377 | 358 | 380 | 375.3 |
| Vinh Sơn A | 770 | 771 | 776 | 775.5 |
| Sông Hình | 199 | 198 | 200 | 207.0 |
| Sông Ba Hạ | 103 | 103 | 103 | 103.0 |
| Yaly | 515 | 513 | 514 | 513.7 |
| Thượng Kon Tum | na | 1,157 | 1,159 | 1,157.0 |
| Đơn Dương | 1,040 | 1,039 | 1,040 | 1,040.9 |
| Đại Ninh | 880 | 876 | 879 | 874.5 |

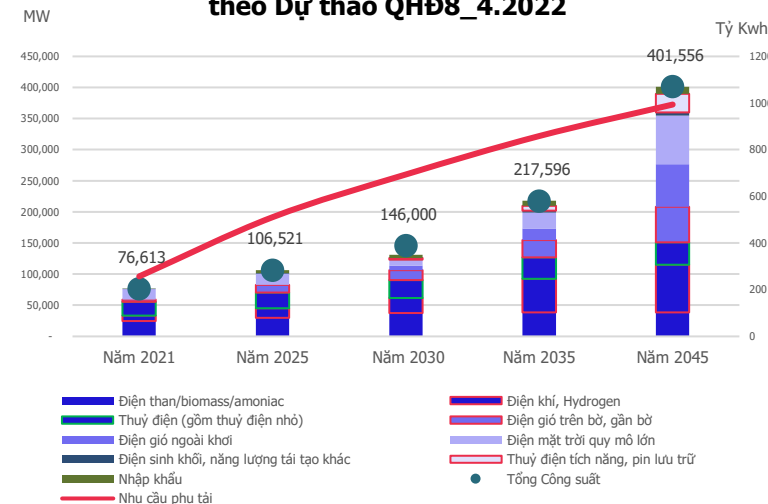
Biến động Cơ cấu sản lượng điện theo nguồn



Trạng thái ENSO



Công suất hệ thống điện và nhu cầu phụ tải theo Dự thảo QHĐ8_4.2022



Nguồn: NOAA, EVN, TTNC MBS tổng hợp

Dự phóng kết quả kinh doanh và Định giá

- Năm 2022 công ty đặt kế hoạch sản lượng điện sản xuất là 1,857 triệu kwh, sản lượng điện thương phẩm là 1,830 triệu kwh. Doanh thu là 2,030 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế là 580 tỷ đồng, tăng 26% và 29% so với thực hiện 2021
- Trong 9 tháng năm 2022, sản lượng điện đạt 1,804 triệu kwh, tăng 66% so với cùng kỳ. Doanh thu đạt 2,122 tỷ đồng, tăng 131% so với cùng kỳ và hoàn thành 105% kế hoạch năm. Lợi nhuận trước và sau thuế lần lượt 970 tỷ đồng và 881 tỷ đồng, tăng mạnh 459% và 560% so với cùng kỳ, hoàn thành 168% kế hoạch năm.
- Chúng tôi dự báo sản lượng điện năm 2022 có thể đạt mức 2,252 triệu kwh, tăng 36% so với 2021. Doanh thu và lợi nhuận trước thuế dự báo lần lượt đạt 2,952 tỷ đồng và 1,375 tỷ đồng, tăng 83% và 205% so với 2021. Thu nhập mỗi cổ phần đạt 5,367 đồng/cổ phần.
- Trong các năm tiếp theo, dự báo sản lượng điện của công ty sẽ đạt mức từ 1,800-1,900 triệu kwh, tăng trưởng kép CAGR doanh thu và lợi nhuận trong giai đoạn 2021-2026 đạt lần lượt 6% và 15%.

Định giá cổ phiếu

Kết hợp các Phương pháp định giá DCF_FCFF và so sánh PE,PB, giá trị cổ phiếu được xác định ở mức 41,800 đồng, tương ứng với PE 2022 ở mức 7.8 lần.

| Kết quả định giá | Giá trị (vnd/cp) |
|---------------------------|------------------|
| - DCF_FCFF | 48,064 |
| - PE | 42,409 |
| - PB | 35,075 |
| Giá trị trung bình | 41,849 |

Dự báo kết quả kinh doanh 2021-2026F

| Kết quả kinh doanh | Đơn vị | 2021 | 2022E | 2023F | 2024F | 2025F | 2026F |
|--------------------------------|-----------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Sản lượng điện thương phẩm | Triệu kwh | 1,792 | 2,525 | 1,900 | 1,878 | 1,791 | 1,878 |
| Doanh thu | Tỷ đồng | 1,611 | 2,952 | 2,224 | 2,194 | 2,078 | 2,220 |
| Tăng trưởng doanh thu | % | 373% | 83% | -25% | -1% | -5% | 7% |
| Giá vốn hàng bán | Tỷ đồng | -796 | -1,055 | -960 | -958 | -945 | -962 |
| Lợi nhuận gộp | Tỷ đồng | 815 | 1,897 | 1,264 | 1,237 | 1,132 | 1,258 |
| Doanh thu tài chính | Tỷ đồng | 10 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| Chi phí tài chính | Tỷ đồng | -324 | -452 | -373 | -327 | -276 | -216 |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | Tỷ đồng | -45 | -74 | -67 | -66 | -73 | -78 |
| Lợi nhuận hoạt động kinh doanh | Tỷ đồng | 456 | 1,376 | 829 | 848 | 789 | 969 |
| EBIT | Tỷ đồng | 775 | 1,827 | 1,201 | 1,174 | 1,063 | 1,184 |
| Lợi nhuận trước thuế | Tỷ đồng | 451 | 1,375 | 828 | 847 | 787 | 968 |
| Lợi nhuận sau thuế | Tỷ đồng | 387 | 1,268 | 755 | 774 | 694 | 862 |

Định giá theo DCF

| Chi tiêu | Đơn vị | Giá trị |
|--|-------------|---------------|
| Chi phí vốn bình quân-WACC | % | 10.2% |
| Tăng trưởng dòng tiền sau năm 2026 | % | 2.0% |
| Hiện giá dòng tiền thuần giai đoạn 2021-2026 | Tỷ đồng | 7,463 |
| Hiện giá dòng tiền sau năm 2026 | Tỷ đồng | 7,544 |
| Tiền và tương đương tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn hiện tại | Tỷ đồng | 1,078 |
| Giá trị Công ty | Tỷ đồng | 16,085 |
| Giá trị Vốn chủ sở hữu | Triệu cp | 4,732 |
| Số lượng cổ phần | Triệu cp | 236.24 |
| Giá trị mỗi cổ phần | đồng | 48,064 |

Hệ số PE-PB

| Công ty | Quốc gia | PE | PB |
|-------------------|----------|-------------|-------------|
| TMP VN Equity | Vietnam | 6.35 | 2.24 |
| SHP VN Equity | Vietnam | 7.54 | 1.98 |
| VPD VN Equity | Vietnam | 13.80 | 1.89 |
| TBC VN Equity | Vietnam | 7.22 | 1.76 |
| VPD VN Equity | Vietnam | 5.00 | 1.71 |
| CHP VN Equity | Vietnam | 6.76 | 1.83 |
| SJD VN Equity | Vietnam | 5.75 | 1.02 |
| SBH VN Equity | Vietnam | 7.11 | 2.26 |
| Trung bình | | 1.87 | 7.90 |

| Kết quả kinh doanh | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu | 1,611 | 2,952 | 2,224 | 2,194 | 2,078 |
| Giá vốn hàng bán | -796 | -1,055 | -960 | -958 | -945 |
| Lợi nhuận gộp | 815 | 1,897 | 1,264 | 1,237 | 1,132 |
| Doanh thu tài chính | 10 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| Chi phí tài chính | -324 | -452 | -373 | -327 | -276 |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | -45 | -74 | -67 | -66 | -73 |
| Lợi nhuận thuần hđ kinh doanh | 456 | 1,376 | 829 | 848 | 789 |
| Lợi nhuận trước thuế | 451 | 1,375 | 828 | 847 | 787 |
| Lợi nhuận sau thuế | 387 | 1,268 | 755 | 774 | 694 |
| Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ | 387 | 1,268 | 755 | 774 | 694 |

| Tài sản- Nguồn vốn | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| Tài sản ngắn hạn | 690 | 1,776 | 1,839 | 2,269 | 2,343 |
| Tiền tương đương tiền | 52 | 1,078 | 1,338 | 1,712 | 1,807 |
| Đầu tư tài chính ngắn hạn | 39 | 39 | 39 | 39 | 39 |
| Khoản phải thu | 497 | 485 | 305 | 361 | 342 |
| Hàng tồn kho | 102 | 173 | 158 | 157 | 155 |
| Tài sản dài hạn | 9,326 | 8,776 | 8,227 | 7,677 | 7,127 |
| Tài sản cố định | 9,136 | 8,622 | 8,073 | 7,523 | 6,973 |
| Tài sản dở dang dài hạn | 176 | 140 | 140 | 140 | 140 |
| Tài sản dài hạn khác | 14 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| Tổng tài sản | 10,016 | 10,552 | 10,066 | 9,946 | 9,470 |
| Nợ phải trả | 6,006 | 5,629 | 4,742 | 4,202 | 3,386 |
| Nợ phải trả ngắn hạn | 877 | 1,039 | 690 | 689 | 551 |
| Phải trả người bán ngắn hạn | 731 | 867 | 526 | 525 | 389 |
| Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn | 142 | 142 | 142 | 142 | 142 |
| Phải trả ngắn hạn khác | 4 | 30 | 22 | 22 | 21 |
| Nợ phải trả dài hạn | 5,129 | 4,590 | 4,052 | 3,513 | 2,835 |
| Vay và nợ thuê tài chính dài hạn | 4,927 | 4,590 | 4,052 | 3,513 | 2,835 |
| Vốn chủ sở hữu | 4,010 | 4,923 | 5,324 | 5,744 | 6,084 |
| Vốn góp của chủ sở hữu | 2,362 | 2,362 | 2,362 | 2,362 | 2,362 |
| Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối | 1,258 | 2,171 | 2,572 | 2,992 | 3,332 |
| Vốn quỹ khác | 390 | 390 | 390 | 390 | 390 |
| Tổng nguồn vốn | 10,016 | 10,552 | 10,066 | 9,946 | 9,470 |

| Lưu chuyển dòng tiền | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Dòng tiền thuần hđ kinh doanh | 754 | 1,929 | 1,163 | 1,277 | 1,138 |
| Dòng tiền thuần hđ đầu tư | -325 | -10 | -10 | -10 | -10 |
| Dòng tiền thuần hđ tài chính | -392 | -893 | -893 | -893 | -1,033 |

| Hệ số tài chính | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Hệ số hiệu quả | | | | | |
| Biên lợi nhuận gộp | 50.6% | 64.3% | 56.8% | 56.3% | 54.5% |
| EBITDA Margin | 77.3% | 80.8% | 79.2% | 79.0% | 78.1% |
| Biên lợi nhuận ròng | 24.0% | 42.9% | 34.0% | 35.3% | 33.4% |
| ROE | 9.7% | 25.7% | 14.2% | 13.5% | 11.4% |
| ROA | 3.9% | 12.0% | 7.5% | 7.8% | 7.3% |

| Hệ số tăng trưởng | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------------------|--------|--------|--------|-------|--------|
| Tăng trưởng doanh thu | 373.0% | 83.2% | -24.7% | -1.3% | -5.3% |
| Tăng trưởng LNTT | 91.3% | 204.8% | -39.8% | 2.3% | -7.0% |
| Tăng trưởng LNST | 105.5% | 227.6% | -40.4% | 2.6% | -10.3% |
| Tăng trưởng EPS | 79.5% | 227.6% | -40.4% | 2.6% | -10.3% |

| Hệ số thanh khoản | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Hệ số thanh toán hiện hành | 0.79 | 1.71 | 2.67 | 3.29 | 4.25 |
| Hệ số thanh toán nhanh | 0.67 | 1.54 | 2.44 | 3.07 | 3.97 |
| Nợ phải trả/Tổng tài sản | 0.60 | 0.53 | 0.47 | 0.42 | 0.36 |
| Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu | 1.50 | 1.14 | 0.89 | 0.73 | 0.56 |
| Hệ số đảm bảo chi phí lãi vay | 1.40 | 3.36 | 2.27 | 2.65 | 2.92 |

| Hệ số định giá | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Lợi suất cổ tức | 2.7% | 4.3% | 4.3% | 4.3% | 4.3% |
| EPS (VND) | 1,638 | 5,367 | 3,196 | 3,278 | 2,940 |
| BVPS (VND) | 16,977 | 20,844 | 22,540 | 24,319 | 25,758 |

Liên hệ: Phòng Nghiên cứu Khách hàng Tổ chức – Khôi Nghiên cứu

Trưởng Phòng

Hoàng Công Tuấn Tuan.HoangCong@mbs.com.vn

Nhóm nghiên cứu Kinh tế vĩ mô

Kinh tế vĩ mô

Lê Minh Anh Anh.LeMinh@mbs.com.vn

Nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

Năng lượng - Dầu khí

Chu Thế Huynh Huyinh.ChuThe@mbs.com.vn

Hàng tiêu dùng - Bán lẻ

Phạm Thùy Trang Trang.PhamThuy@mbs.com.vn

Tài chính - Ngân hàng

Đỗ Lan Phương Phuong.DoLan@mbs.com.vn

Bất động sản - Tài chính

Trần Thái Bình Binh.TranThai@mbs.com.vn

Bất động sản - Tài chính

Đình Công Luyện Luyen.DinhCong@mbs.com.vn

Tài chính- Vật liệu xây dựng

Dương Thiện Chí Chi.DuongThien@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

| Xếp hạng | Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/ giá hiện tại |
|-----------------|--|
| MUA | >=15% |
| GIỮ | Từ -15% đến +15% |
| BÁN | <= -15% |

MBS SECURITIES

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn. Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Copyrights. MBS 2020, ALL RIGHTS RESERVED. Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỘ SỞ

Tòa Nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội | Tel: +84 24 7304 5688 – Fax: +84 24 3726 2601 | Website: www.mbs.com.vn