

## Nhiệt điện Phả Lại (PPC – HSX)

### Ổn định

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY13	Q3-FY13	+/- qoq	Q4-FY12	+/- yoy
Doanh thu thuần	1.736,9	1.200,5	45%	1.236,9	40%
Lợi nhuận sau thuế	232,1	99,4	133%	543,0	-57%
EBIT	414,9	202,8	105%	737,8	-44%
Tỷ suất EBIT	23,9%	16,9%	699bps	59,7%	-3.577bps

Nguồn: Rongviet Securities database

- ❑ Lợi nhuận năm 2013 tăng trưởng mạnh nhờ tăng sản lượng điện và hưởng lợi từ chênh lệch tỷ giá.
- ❑ Tăng đầu tư vào Nhiệt điện Hải Phòng: Giải pháp cho bài toán tăng trưởng.
- ❑ Dự báo JPY sẽ phục hồi 5% so với VND, lợi nhuận năm 2014 có thể giảm mạnh.
- ❑ Tham gia thị trường phát điện cạnh tranh chưa đóng góp nhiều cho KQKD của PPC.

### Quan điểm và Định Giá:

PPC có hoạt động kinh doanh ổn định với 2 dây chuyền gồm 6 tổ máy dự kiến hết khấu hao vào giữa năm 2016. Nhằm giải quyết bài toán tăng trưởng, thay vì đầu tư thêm nhà máy mới, PPC đã tăng tỷ lệ sở hữu tại Nhà máy Nhiệt điện Hải Phòng trong năm 2013 và có mong muốn tiếp tục nâng tỷ lệ sở hữu lên cao hơn. Chúng tôi quan tâm đến kế hoạch này hơn là việc tham gia phát điện cạnh tranh của PPC, do “giá cạnh tranh” không khác nhiều so với giá phát điện trong hợp đồng. Với nhà máy có công nghệ hiện đại và bắt đầu chạy hết công suất trong năm nay, Nhiệt điện Hải Phòng dự kiến sẽ đóng góp tốt vào khoản lợi nhuận công ty liên kết của PPC kể từ 2015 (sau khi đã phân bổ hết toàn bộ chi phí chênh lệch tỷ giá trong giai đoạn xây dựng cơ bản).

Trong ngắn hạn, với khoản vay ngoại tệ là 26,92 tỷ JPY (@ 31/12/2013), biến động tỷ giá JPY/VND vẫn đang là yếu tố khiến kết quả kinh doanh của PPC không ổn định. Năm 2014, chúng tôi dự báo JPY sẽ phục hồi trở lại so với năm 2013 và tăng giá khoảng 5% so với VND, PPC có thể ghi nhận lỗ CLTG khoảng 267 tỷ đồng. EPS dự phóng năm 2014 sau khi loại trừ yếu tố tỷ giá ước tính vào khoảng 2.672 đồng. Do triển vọng trong dài hạn chưa rõ ràng, chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP đối với PPC.

### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2012	FY2013	FY2014E	FY2015F
Doanh thu thuần	4.130,6	6.582,6	6.390,6	6.204,6
% tăng trưởng	10,5	59,4	-2,9	-2,9
Lợi nhuận sau thuế	504,8	1.631,5	611,8	912,1
% tăng trưởng	12850,7	223,2	-62,5	49,1
Tỷ suất LNST (%)	12,2	24,8	9,6	14,7
ROA (%)	4,2	13,6	5,2	7,6
ROE (%)	14,2	34,2	11,0	14,8
EPS (VND)	1.587	5.128	1.923	2.867
EPS đ/chính (VND) CL tỷ giá	1.729	2.505	2.365	2.658
Giá trị sổ sách (VND)	12.740	16.540	17.515	20.289
Cổ tức tiền mặt (VND)				
P/E (x)	7,2	4,9	9,3	9,3
P/BV (x)	0,9	1,5	1,4	1,4

Nguồn: Báo cáo tài chính PPC, Rong Việt tổng hợp và ước tính, \*Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 03/04/2014

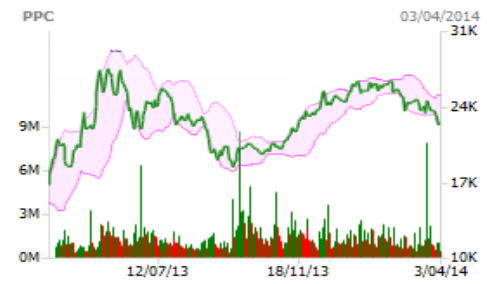
## TRUNG LẬP

Giá thị trường (VND)	22.900
Giá mục tiêu (VND)	25.200

Thời gian đầu tư	Dài hạn
------------------	---------

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Tiện ích công cộng
Vốn hóa (tỷ đồng)	7.222,2
SLCPDLH	318.157.348
Beta	0,9
Free Float (%)	20,3
Giá cao nhất 52 tuần	27.700
Giá thấp nhất 52 tuần	15.900
KLGD bình quân 20 phiên	1.322.395



### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
PPC	-10,6	31,2	141,5
TICC	9,4	49,4	
VN30 Index	19,3	18,2	
HSX Index	15,7	15,4	27,1

### Cổ đông lớn (%)

Tổng Công ty phát điện Genco2	52,3
CTCP cơ điện lạnh	22,4
Deutsche Bank AG London	5,0
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	36,4

### Nguyễn Thị Phương Lam

(084) 08- 6299 2006 – Ext 318

lam.ntp@vpsc.com.vn

**Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q4-FY13**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY13	Q3-FY13	+/- (qoq)	Q4-FY12	+/- (yoy)
Doanh thu	1.736,9	1.200,5	44,7%	1.236,9	40,4%
Lợi nhuận gộp	87,3	173,7	-49,7%	35,6	145,0%
Chi phí bán hàng và quản lý	37,8	25,1	50,7%	29,2	29,4%
Thu nhập HĐKD	49,6	148,6	-66,7%	672,2	-92,6%
EBITDA	588,4	371,9	58,2%	894,3	-34,2%
EBIT	414,9	202,8	104,6%	737,8	-43,8%
Chi phí tài chính	75,0	82,3	-8,9%	-434,2	-117,3%
- Chi phí lãi vay	36,8	35,6	3,3%	46,7	-21,2%
Khấu hao	-173,5	-169,1	2,6%	-156,5	10,9%
Khoản mục không thường xuyên (*)	395,5	-46,3	N/A	768,1	-48,5%
Khoản mục bất thường (*)	2,2	0,3	527,4%	18,9	-88,6%
Lợi nhuận trước thuế	378,0	167,1	126,2%	691,1	-45,3%
Lợi nhuận sau thuế	232,1	99,4	133,5%	543,0	-57,2%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	-18,7	127,0	-114,7%	-81,5	-77,1%

Nguồn: PPC, Rongviet Securities database

**Bảng 2: Phân tích HĐKD Q4-FY13**

Chỉ tiêu	Q4-FY13	Q3-FY13	+/- (qoq)	Q4-FY12	+/- (yoy)
<b>Chỉ tiêu sinh lợi (%)</b>					
TS lợi nhuận gộp	5,0%	14,5%	-944bps	2,9%	215bps
EBITDA/Doanh thu	33,9%	31,0%	290bps	72,3%	-3843bps
EBIT /Doanh thu	23,9%	16,9%	699bps	59,7%	-3577bps
TS lợi nhuận ròng	13,4%	8,3%	508bps	43,9%	-3054bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	-1,1%	10,6%	-1165bps	-6,6%	552bps
<b>Vòng quay vốn lưu động* (x)</b>					
-Hàng tồn kho	7,6	5,2	2,5	6,3	1,3
-Khoản phải thu	4,2	2,2	2,0	4,0	0,2
-Khoản phải trả	30,0	33,4	-3,3	33,1	-3,1
<b>Đòn bẩy (%)</b>					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	1,2	1,3	-0,1	1,9	-0,7

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

**Lợi nhuận năm 2013 tăng trưởng mạnh nhờ tăng sản lượng điện và hưởng lợi từ chênh lệch tỷ giá.**

Trong năm 2013, sản lượng phát điện của PPC là 5.644 tỷ kwh, tăng 15,2% so với sản lượng điện phát trong năm 2012, mang lại hai thuận lợi. Thứ nhất, PPC được trả giá điện cao hơn do EVN huy động phát điện cao hơn kế hoạch trong hai quý đầu năm. Thứ hai, sản lượng điện cao làm giảm chi phí cố định trên mỗi đơn vị điện sản xuất trong cơ cấu giá thành. Biên lợi nhuận gộp nhờ vậy được cải thiện từ mức 11,2% của năm 2012 lên 15,3% trong năm 2013.

Điểm nhấn quan trọng trong năm 2013 cần được nhắc lại là JPY đã giảm khoảng 17% giá trị so với VND, do đó mang lại cho PPC khoản lãi chênh lệch tỷ giá (CLTG) tổng cộng xấp xỉ 1.161 tỷ đồng trong đó CLTG chưa thực hiện là hơn 1.136 tỷ đồng. Lũy kế năm 2013, doanh thu đạt 6.582,6 tỷ đồng, tăng hơn 59% và LNTT đạt 2.227,8 tỷ đồng, tăng 2,9 lần năm 2012. Nếu loại trừ lợi nhuận từ CLTG, LNTT của PPC đạt 1.067 tỷ đồng, tăng 44% so với năm 2012.

### Tăng đầu tư vào CTCP Nhiệt điện Hải Phòng: Giải pháp cho bài toán tăng trưởng.

Trong năm 2013, PPC đã mua thêm 20 triệu cổ phiếu CTCP Nhiệt điện Hải Phòng với mức giá 11.500 đồng/cp, nâng tổng giá trị đầu tư theo giá gốc vào công ty liên kết này lên 1.423 tỷ đồng và tỷ lệ sở hữu tăng từ 22,49% lên 25,49%. Nhà máy Nhiệt điện Hải Phòng là công trình trọng điểm quốc gia, có 4 tổ máy với tổng công suất 1.200 MW, dự kiến sản lượng điện trung bình hàng năm đạt 7,2 tỷ kwh. Được biết, từ đầu tháng 3/2014, Nhiệt điện Hải Phòng chính thức được phát điện hết công suất thiết kế.

Các tổ máy phát điện của PPC gần như hết khấu hao (Dây chuyền 1 đã hết khấu hao và đến giữa năm 2016, Dây chuyền 2 sẽ hết khấu hao) và Công ty chưa có kế hoạch xây dựng thêm nhà máy mới. Vì vậy, việc tăng tỷ lệ đầu tư vào Nhiệt điện Hải Phòng được xem là phương án giúp PPC giải quyết bài tăng trưởng trong tương lai do Nhiệt điện Hải Phòng được trang bị công nghệ hiện đại với công suất phát điện cao hơn. PPC có kế hoạch tăng tỷ lệ đầu tư tại Nhiệt điện Hải Phòng lên mức tối đa là 49%. Tuy nhiên, việc tăng tỷ lệ sở hữu này cần được Tổng công ty Genco 2 thông qua. Do vậy, PPC chưa có lộ trình cụ thể cho kế hoạch này.

Trong năm 2013, PPC ghi nhận lỗ hơn 69,6 tỷ đồng trong liên kết liên doanh, nguyên nhân là do PPC giảm thời gian phân bổ lợi thế thương mại ở khoản đầu tư vào Nhiệt điện Hải Phòng từ 10 năm xuống còn 3 năm (2012-2014) và giá trị phân bổ trong năm 2013 là xấp xỉ -141 tỷ đồng. Nếu loại trừ chi phí này, lợi nhuận hoạt động kinh doanh từ liên doanh liên kết đóng góp cho PPC là 71,2 tỷ đồng, tăng mạnh từ mức 9,2 tỷ đồng của năm 2012.

Chúng tôi nhận thấy biên lãi gộp của Nhiệt Điện Hải Phòng khá cao, tuy nhiên, Công ty đang trong giai đoạn phải phân bổ chi phí chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện trong giai đoạn xây dựng cơ bản nên kết quả lợi nhuận sau thuế hiện tại vẫn đang thấp. Ngoài ra, với nhiều khoản vay gốc ngoại tệ giá trị lớn bằng USD và JPY, tại 31/12/2013 khoảng 12.000 tỷ đồng, có thể thấy biến động tỷ giá (gồm cả USD/VND và JPY/VND) là một trong những rủi ro của đơn vị này. Ngoài ra, so với lãi suất và phí vay đồng JPY của PPC chỉ khoảng 2,63%, lãi suất và phí vay của Nhiệt điện Hải Phòng cao hơn khá nhiều.

**Bảng 3: Các khoản vay gốc ngoại tệ của Nhiệt điện Hải Phòng**

	Giá trị	Lãi suất và phí	Mô tả
1. Vay ngoại tệ (USD)	278.034.200	6,1%	Nhận nợ lại khoản vay giữa EVN và Ngân hàng XNK Trung Quốc; Thời hạn vay 166 tháng, ân hạn 46 tháng; Kỳ trả nợ gốc đầu tiên 21/01/2012.
2. Vay ngoại tệ (USD)	327.182.260	6,4%	Nhận nợ lại khoản vay giữa EVN và Ngân hàng XNK Trung Quốc; Ngày trả nợ gốc đầu tiên 21/10/2014.
3. Vay ngoại tệ (JPY)	7.740.469.321	4,0%	Nhận nợ lại khoản vay giữa EVN và Ngân hàng hợp tác quốc tế Nhật Bản; Thời hạn 11 năm 6 tháng; Kỳ trả nợ gốc đầu tiên 20/08/2009.
4. Vay ngoại tệ (JPY)	7.319.484.004	4,5%	Nhận nợ lại khoản vay giữa EVN và Ngân hàng hợp tác quốc tế Nhật Bản; Thời hạn 11 năm 6 tháng; Kỳ trả nợ gốc đầu tiên 20/12/2010.

*Nguồn: BCTC năm 2013 của Nhiệt điện Hải Phòng*

Năm 2014, PPC sẽ tiếp tục phân bổ gần -83 tỷ đồng lợi thế thương mại còn lại, và với dự báo tỷ giá USD/VND sẽ tăng 2%, tỷ giá JPY/VND tăng 5%, PPC có thể sẽ tiếp tục chịu lỗ trong liên doanh liên kết. Từ năm 2015, chúng tôi kỳ vọng Nhiệt điện Hải Phòng có thể đóng góp lợi nhuận tốt hơn cho PPC.

### Danh mục đầu tư tài chính an toàn.

PPC có hơn 41% tài sản là các khoản tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn. Đây là những khoản đầu tư tương đối an toàn và thanh khoản cao. Trong số hơn 3.700 tỷ đồng đầu tư ngắn hạn có 2.000 tỷ đồng cho EVN, phần còn lại là tiền gửi ngân hàng kỳ hạn trên 3 tháng đến dưới một năm và tiền ủy thác đầu tư.

**Bảng 4: Danh mục đầu tư tài chính của PPC**

Khoản mục	Giá trị (triệu VND)	Tỷ trọng (%)
Tiền và tương đương	1.185.659	10,0%
Đầu tư tài chính ngắn hạn	3.753.052	31,6%
Đầu tư tài chính dài hạn	2.720.590	22,9%
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>11.890.558</b>	

Nguồn: BCTC 2013 PPC

Tổng giá trị đầu tư dài hạn chiếm khoảng 23% tổng tài sản và chủ yếu tập trung vào các doanh nghiệp trong ngành. Mặc dù vậy, chúng tôi không đánh giá cao hiệu quả của các khoản đầu tư dài hạn này.

**Bảng 5: Danh mục đầu tư dài hạn của PPC**

Khoản mục	Giá trị đầu tư (triệu VND)	SLCP
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh (16,35%)	817.300	73.587.291
CTCP EVN Quốc tế (19,3%)	70.800	7.080.000
CTCP Thủy điện Buôn đôn (15%)	50.250	5.025.000
CTCP Phát triển điện lực Việt Nam (10%)	100.000	10.000.000
CTCP Nhiệt điện Bà Rịa	46.498	670.000

Nguồn: BCTC 2013 PPC

**Dự báo JPY sẽ phục hồi 5% so với VND, lợi nhuận năm 2014 có thể giảm mạnh.**

PPC có khoản vay bằng đồng JPY đáo hạn vào năm 2028, với dư nợ đến cuối năm 2013 là 26,92 tỷ JPY. Tiền gốc và lãi vay được trả 6 tháng/lần, vào tháng 3 và tháng 9 hàng năm với tiền trả nợ gốc mỗi đợt là 927,37 triệu JPY, lãi suất 2,63%/năm.

Trong quý 1/2014, JPY tăng giá khoảng 2,29% so với thời điểm cuối năm 2013. Như vậy, trong quý đầu tiên của năm 2014, PPC có thể sẽ ghi nhận lỗ 119 tỷ đồng chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện và lỗ gần 6 tỷ đồng chênh lệch tỷ giá đã thực hiện.

Sau khi Chính phủ Nhật Bản đưa ra gói kích thích kinh tế quy mô lớn vào cuối năm 2012, đồng JPY đã mất giá kỷ lục so với rổ tiền tệ mạnh khác của thế giới như USD và EUR trong năm 2013. Sự thành công của chương trình kích thích này là nền kinh tế Nhật Bản đã có những bước hồi phục tích cực, đặc biệt là đã thoát khỏi tình trạng giảm phát. Trước những chuyển biến khả quan của nền kinh tế Nhật Bản, chúng tôi đưa ra kịch bản đồng JPY sẽ tăng giá khoảng 5% so với VND trong năm 2014. Với kịch bản này, chúng tôi cho rằng PPC sẽ phải ghi nhận lỗ khoảng 267 tỷ đồng do chênh lệch tỷ giá trong năm 2014.

**Tham gia thị trường phát điện cạnh tranh chưa đóng góp nhiều cho KQKD của PPC.**

Giá bán điện của PPC là giá được ký kết trong hợp đồng sau khi đàm phán với EVN, gồm hai phần là (1) Giá cố định và (2) Giá biến đổi. Theo đó, giá cố định bao gồm chi phí khấu hao, nhân công và chi phí sửa chữa; giá biến đổi được tính dựa trên chi phí nguyên vật liệu đầu vào gồm than, dầu và vật liệu phụ và được điều chỉnh linh hoạt theo biến động giá các nguyên liệu này. Nếu sản lượng phát điện càng nhiều, chi phí cố định trong cơ cấu giá thành trên mỗi kwh điện càng giảm, giúp Công ty tăng biên lợi nhuận.

Ngoài ra, PPC cũng là một trong những công ty sản xuất điện tham gia thị trường phát điện cạnh tranh. Theo đó, khi sản lượng điện EVN huy động từ PPC cao hơn sản lượng đã đăng ký trong kế hoạch, phần sản lượng chênh lệch sẽ được chào bán theo giá cạnh tranh. Tuy nhiên, theo ban lãnh đạo doanh

ngành, mức chào giá cạnh tranh không cao hơn nhiều so với giá điện tính theo hợp đồng. Ước tính, trong năm 2013, việc tham gia phát điện cạnh tranh chỉ giúp doanh thu của công ty tăng thêm hơn 13 tỷ đồng.

Theo đại diện PPC, giá bán điện theo hợp đồng năm 2014 có thể sẽ giảm so với năm 2013. Ngoài ra, sản lượng điện huy động trong quý 1/2014 cũng thấp hơn so với quý 1/2013. Doanh thu trong quý 1/2014 có thể sẽ sụt giảm vì nguyên nhân này, và với ước tính lỗ khoảng 125 tỷ đồng do CLTG, lợi nhuận trong quý 1/2014 có thể sụt giảm mạnh so với cùng kỳ.

**Bảng 6: Dự phóng KQKD Q1-FY14**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY14	+/- qoq	+/- yoy
Doanh thu thuần	1.743	0%	-2%
LN gộp	261	199%	-31%
EBIT	213	-49%	-80%
LNST	142	-39%	-85%

*Nguồn: RongViet Securities database*

Theo đó, dự báo quý 1/2014, doanh thu đạt 1.743 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 142 tỷ đồng, lần lượt giảm 2% về doanh thu và giảm 85% về lợi nhuận so với cùng kỳ năm 2013.

Dự báo cả năm 2014, sản lượng điện sản xuất đạt 5.588 tỷ kWh và doanh thu tương ứng là 6.390,6 tỷ đồng. Kết hợp với các yếu tố tác động đến lợi nhuận như đã phân tích ở trên và dự báo đồng JPY sẽ phục hồi 5% so với VND, lợi nhuận trước thuế cả năm sẽ đạt 742,4 tỷ đồng, giảm 66,7% so với năm 2013. Nếu loại trừ yếu tố tỷ giá, LNTT năm 2014 đạt 1.009 tỷ đồng, giảm 5,4% so với năm 2013.

#### Quan điểm và định giá

PPC có hoạt động kinh doanh ổn định với 2 dây chuyền gồm 6 tổ máy dự kiến hết khấu hao vào giữa năm 2016. Nhằm giải quyết bài toán tăng trưởng, thay vì đầu tư thêm nhà máy mới, PPC đã tăng tỷ lệ sở hữu tại Nhà máy Nhiệt điện Hải Phòng trong năm 2013 và có mong muốn tiếp tục nâng tỷ lệ sở hữu lên cao hơn. Chúng tôi quan tâm đến kế hoạch này hơn là việc tham gia phát điện cạnh tranh của PPC, do "giá cạnh tranh" không khác nhiều so với giá phát điện trong hợp đồng. Với nhà máy có công nghệ hiện đại và bắt đầu chạy hết công suất trong năm nay, Nhiệt điện Hải Phòng dự kiến sẽ đóng góp tốt vào khoản lợi nhuận công ty liên kết của PPC kể từ 2015 (sau khi đã phân bổ hết toàn bộ chi phí chênh lệch tỷ giá trong giai đoạn xây dựng cơ bản).

Trong ngắn hạn, với khoản vay ngoại tệ là 26,92 tỷ JPY (@ 31/12/2013), biến động tỷ giá JPY/VND vẫn đang là yếu tố khiến kết quả kinh doanh của PPC không ổn định. Năm 2014, chúng tôi dự báo JPY sẽ phục hồi trở lại so với năm 2013 và tăng giá khoảng 5% so với VND, PPC có thể ghi nhận lỗ CLTG khoảng 267 tỷ đồng. EPS dự phóng năm 2014 sau khi loại trừ yếu tố tỷ giá ước tính vào khoảng 2.365 đồng. Do triển vọng trong dài hạn chưa rõ ràng, chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP đối với PPC.

**Bảng 7: Những giả định chính**

Chỉ tiêu	FY2014E	FY2015F
Tăng trưởng doanh thu (%)	-2,9	-2,9
Tăng trưởng sản lượng (%)	-1,0	-3,3
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	13,5	13,5
Tỷ suất EBIT (%)	14,0	20,5

*Nguồn: Rongviet Securities database*

*Đvt: tỷ đồng*

<b>KQ HKKD</b>	<b>FY2012</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014E</b>	<b>FY2015F</b>
Doanh thu thuần	4.130,6	6.582,6	6.390,6	6.204,6
Giá vốn	3.666,4	5.574,6	5.527,8	5.367,0
<b>Lãi gộp</b>	<b>464,2</b>	<b>1.007,9</b>	<b>862,7</b>	<b>837,6</b>
Chi phí bán hàng	0,0	0,0	0,0	0,0
Chi phí quản lý	97,2	106,1	102,2	93,1
Thu nhập từ HĐTC	658,2	1.628,1	489,1	512,2
Chi phí tài chính	269,4	235,1	470,0	184,5
Lợi nhuận khác	40,2	2,5	0,0	0,0
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>780,2</b>	<b>2.227,8</b>	<b>742,4</b>	<b>1.134,0</b>
Thuế TNDN	267,0	586,7	126,2	215,5
Lợi ích cổ đông thiểu số	8,4	9,6	4,3	6,4
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>504,8</b>	<b>1.631,5</b>	<b>611,8</b>	<b>912,1</b>
EBIT	986,5	2.382,9	893,0	1.270,6
EBITDA	1.679,6	3.077,3	1.584,4	1.957,9

*Đvt: %*

<b>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>	<b>FY2012</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014E</b>	<b>FY2015F</b>
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	10,5	59,4	-2,9	-2,9
Lợi nhuận HKKD	-6,5	145,8	-15,7	-2,1
EBITDA	79,3	83,2	-48,5	23,6
EBIT	307,1	141,5	-62,5	42,3
Lợi nhuận sau thuế	12850,7	223,2	-62,5	49,1
Tổng tài sản	2,4	-1,5	-0,6	2,3
Vốn chủ sở hữu	40,8	29,8	5,9	15,8
Tốc độ tăng trưởng nội tại	5,0	34,2	5,1	9,5
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	11,2	15,3	13,5	13,5
LN HKKD / Doanh thu	8,9	13,7	11,9	12,0
EBITDA/ Doanh thu	40,7	46,7	24,8	31,6
EBIT/ Doanh thu	23,9	36,2	14,0	20,5
LNST/ Doanh thu	12,2	24,8	9,6	14,7
ROA	4,2	13,6	5,2	7,6
ROIC or RONA	9,2	22,6	8,6	12,0
ROE	14,2	34,2	11,0	14,8
<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
Vòng quay kh. phải thu	3,6	4,7	4,6	4,7
Vòng quay hàng tồn kho	5,0	6,5	5,9	5,9
Vòng quay khoản phải trả	4,6	5,5	5,2	5,2
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Hiện hành	4,8	5,0	5,2	5,9
Nhanh	4,2	4,4	4,6	5,2
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	189,6	119,6	106,2	82,1
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	10,8	6,9	6,5	5,3
Vay dài hạn/ Vốn CSH	156,0	92,7	81,2	61,3

*Đvt: tỷ đồng*

<b>BẢNG CĐKT</b>	<b>FY2012</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014E</b>	<b>FY2015F</b>
Tiền	1.007	1.186	1.463	2.161
Đầu tư tài chính ngắn hạn	3.466	3.753	3.753	3.753
Các khoản phải thu	1.365	1.408	1.342	1.303
Tồn kho	785	939	931	904
Tài sản ngắn hạn khác	17	7	7	7
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>6.641</b>	<b>7.292</b>	<b>7.496</b>	<b>8.128</b>
Tài sản cố định hữu hình	2.105	1.522	870	161
Tài sản cố định vô hình	21	15	9	3
Xây dựng cơ bản dở dang	433	334	403	443
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	2.691	2.721	3.041	3.361
Tài sản dài hạn khác	181	6	6	6
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>5.432</b>	<b>4.598</b>	<b>4.329</b>	<b>3.974</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>12.073</b>	<b>11.891</b>	<b>11.825</b>	<b>12.102</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	205	277	276	268
Khoản phải trả ngắn hạn khác	744	804	780	758
Vay và nợ ngắn hạn	447	371	371	353
Vay và nợ dài hạn	6.485	5.004	4.642	4.057
Khoản phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
<b>Tổng nợ</b>	<b>7.881</b>	<b>6.456</b>	<b>6.070</b>	<b>5.436</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>4.156</b>	<b>5.396</b>	<b>5.714</b>	<b>6.619</b>
Vốn đầu tư của CSH	3.262	3.262	3.262	3.262
Lợi nhuận giữ lại	517	1.716	1.995	2.885
Các quỹ	502	543	582	597
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>4.156</b>	<b>5.396</b>	<b>5.714</b>	<b>6.619</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	35	39	41	48
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>12.073</b>	<b>11.891</b>	<b>11.825</b>	<b>12.102</b>
<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>FY2012</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014E</b>	<b>FY2015F</b>
LNTT	780,2	2.227,8	742,4	1.134,0
Khấu hao	693,1	694,4	691,4	687,3
<i>Các điều chỉnh</i>	<i>-435,0</i>	<i>-1.356,2</i>	<i>354,3</i>	<i>334,4</i>
Thay đổi vốn lưu động	-326,1	-148,7	-143,6	-214,0
<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>712,3</b>	<b>1.417,3</b>	<b>1.644,5</b>	<b>1.941,7</b>
Thay đổi TSCĐ	-382,9	-514,7	-102,6	-12,2
Thay đổi các KM đầu tư khác	-674,2	-501,8	-523,7	-517,8
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	579,1	517,0	0,0	0,0
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>-477,9</b>	<b>-499,5</b>	<b>-626,3</b>	<b>-529,9</b>
Nhận/trả lại vốn góp	0,0	0,0	0,0	0,0
Vay mới/trả nợ vay	-407,4	-421,0	-361,7	-603,4
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ+ chi khác từ LNL	-2,8	-317,9	-379,6	-109,9
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>-410,1</b>	<b>-738,9</b>	<b>-741,3</b>	<b>-713,3</b>
Tiền thuần trong kỳ	-175,7	178,9	277,0	698,4
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>1.182,5</b>	<b>1.006,8</b>	<b>1.185,7</b>	<b>1.462,6</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>1.006,8</b>	<b>1.185,7</b>	<b>1.462,6</b>	<b>2.161,1</b>



## BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

### Các loại khuyến cáo

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

### GIỚI THIỆU

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

### Hệ thống mạng lưới

#### Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM  
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986  
Website: [www.vdsc.com.vn](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, 2014.**