

BÁO CẬP NHẬT- CTCP PHÂN BÓN MIỀN NAM (SFG-HSX)

Báo cáo cập nhật 27/04/2017

Khuyến nghị	Mua
Giá mục tiêu (VND)	16.380
Tiềm năng tăng giá	27%
Cổ tức (VND)	1.200
Lợi suất cổ tức	9,3%

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



Thông tin cổ phiếu, ngày 26/04/2017

Giá hiện tại (VND)	12.900
Số lượng CP niêm yết	47.897.333
Vốn điều lệ (tỷ VND)	478,97
Vốn hóa TT(tỷ VND)	593,93
Khoảng giá 52 tuần (VND)	10.400-14.800
% Sở hữu nước ngoài	0%
% Giới hạn sở hữu NN	49%

Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2014	2015	2016
EPS (vnd)	2.317	1.976	2.059
BVPS (vnd)	13.580	13.303	11.820
Cổ tức (vnd)	2.000	1.500	1.200
ROA(%)	6,4%	6,4%	7,8%
ROE(%)	17,1%	14,9%	16,1%

Hoạt động kinh doanh chính

Công ty cổ phần Phân bón Miền Nam (SFG) là một trong những doanh nghiệp có bề dày truyền thống trong lĩnh vực sản xuất phân bón của nước ta và của Tập đoàn Hóa chất Việt Nam. Với kinh nghiệm hoạt động lâu năm, vị thế của Công ty trên thị trường được củng cố và ngày càng khẳng định thương hiệu trên thị trường. Đến nay sản phẩm của Công ty đã có được chỗ đứng vững chắc trên thị trường và được người tiêu dùng tin nhiệm cao. Công ty có thị trường tiêu thụ rộng khắp từ Đồng bằng sông Cửu Long, Đông Nam Bộ đến miền Trung và Tây Nguyên.

Nguồn: MBS tổng hợp

CẬP NHẬT THÔNG TIN ĐẠI HỘI CỔ ĐÔNG VÀ KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 1/2017.

- SFG đạt kế hoạch cả năm 2017 đạt 110 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, cổ tức không thấp hơn 12%.

Trong năm 2017, SFG đạt kế hoạch giá trị sản xuất công nghiệp ở mức 2.651 tỷ đồng, tăng 17% so năm 2016. Sản xuất super lân các loại đạt 170.000 tấn tăng 14%; phân bón NPK đạt 264.500 tấn tăng 4%; Axit Sunphuric tổng số 82.500 tấn tăng 3%; bao bì 14 triệu cái tăng 46% và phân bón lá Yogen 300 tấn tăng mạnh 94%. Tổng doanh thu tiêu thụ đạt 2.711 tỷ đồng tăng 16% so năm 2016. Lợi nhuận trước thuế đạt 110 tỷ đồng bằng với năm trước và cổ tức không thấp hơn 12%.

STT	Chỉ tiêu	ĐVT	Năm 2016	KH 2017	+/-
1	Giá trị SX Công nghiệp	Tỷ đồng	2.266	2.651	17,0%
2	Sản phẩm chủ yếu SX				
	Super lân các loại	Tấn	148724	170.000	14,3%
	Phân bón NPK	Tấn	253.131	264.500	4,5%
	Axit Sunphuric	Tấn	79.938	82.500	3,2%
	Bao bì	Cái	9.595.737	14.000.000	45,9%
	Phân bón lá Yogen	Tấn	154	300	94,8%
3	SP chủ yếu tiêu thụ				
	Super lân các loại	Tấn	147.214	171.000	16,2%
	Phân bón NPK	Tấn	264.867	273.500	3,3%
	Axit Sunphuric	Tấn	30.528	26.500	-13,2%
	Bao bì	Cái	10.487.217	14.000.000	33,5%
	Phân bón lá Yogen	Tấn	162	300	85,2%
4	Tổng doanh thu tiêu thụ	Tỷ đồng	2.347	2.711	15,5%
5	Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	110	110	0,0%
6	Cổ tức dự kiến	%		12%	

Nguồn: SFG

- SFG tiếp tục định hướng thị trường trong nước sẽ là yếu tố chiến lược.

SFG tiếp tục xác định thị trường trong nước là chiến lược, xuất khẩu là quan trọng. Đối với thị trường xuất khẩu thì tiếp tục bám sát các thị trường hiện có và tăng cường mở rộng sang các thị trường tiềm năng như Myanmar và các nước châu Phi.

Ngoài ra, Công ty tiếp tục nghiên cứu phát triển các sản phẩm mới có chất lượng cao. Trong năm 2017, dự kiến đưa ra 5 công thức mới để sản xuất với sản lượng tiêu thụ thấp nhất khoảng 2.000 tấn/năm/1 công thức. Trong các năm 2016, SFG có 150 công thức nhưng đã tiến hành cải tổ và đưa về còn 40 công thức hợp lý tính đến hết 2016.

- Hoạt động đầu tư được mở rộng sẽ giúp hoạt động kinh doanh phát triển bền vững.

Về kế hoạch đầu tư, Công ty sẽ thực hiện đầu tư nhiều hạng mục như lắp đặt dây chuyền sản xuất NPK 60.000 tấn/năm tại Nhà máy Super Phốt phát Long Thành, giúp giảm tải cho nhà máy phân bón Hiệp Phước. Sau khi dây chuyền này đi vào hoạt động sẽ đảm bảo cung cấp hàng hóa cho thị trường, đặc biệt là Tây Nguyên. Ngoài ra, khi nâng cấp cảng Long Thành từ 5.000 tấn lên 10.000 tấn sẽ rất thuận lợi cho việc xuất khẩu NPK.

Ngoài ra, SFG cũng xây dựng thêm nhà xưởng 3.500 m2 tại Long Thành; đầu tư sửa chữa lớn dây chuyền sản xuất NPK 150.000 tấn/năm. Ngoài ra, trong năm nay công ty cũng tiếp tục nghiên cứu phát triển các sản phẩm mới có chất lượng cao. Đặc biệt, vừa

qua Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt quy hoạch phát triển ngành nông nghiệp tới 2020 và tầm nhìn 2030, đây chính là cơ hội để công ty nghiên cứu những sản phẩm đặc trưng cho từng loại cây trồng, đặc biệt là các sản phẩm phân bón hữu cơ vi sinh. Phát triển mạnh việc tiêu thụ phân kali Bông lúa để tăng sản lượng, ước tính năm 2017 dự kiến tiêu thụ khoảng 50.000 tấn.

■ **Cập nhật kết quả kinh doanh quý 1/2017**

Chỉ tiêu	Q1/2017	Q1/2016	Tăng/giảm
Doanh thu thuần	443,43	431	3%
Giá vốn hàng bán	393,29	399,4	-2%
Lợi nhuận gộp	50,13	31,6	59%
Doanh thu hoạt động tài chính	13,19	15,19	-13%
Chi phí tài chính	5,65	6,02	-6%
Chi phí bán hàng	29,51	18,19	62%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	5,04	5,55	-9%
LNTT	24	18,42	30%
LNST	21,64	17,71	22%

Nguồn: SFG

Theo báo cáo tài chính quý 1 năm 2017, SFG đạt 443,43 tỷ đồng tăng 3% so với cùng kỳ, giá vốn hàng bán giảm 2% xuống 393,29 tỷ đồng, qua đó khiến lợi nhuận gộp trong kỳ tăng 59% lên 50,13 tỷ đồng. Trong kỳ, doanh thu từ hoạt động tài chính giảm 13% xuống 13,19 tỷ đồng, chi phí tài chính giảm 6% xuống 5,65 tỷ đồng; chi phí QLDN giảm 9% xuống 5,04 tỷ đồng; chi phí bán hàng tăng 62% lên 29,51 tỷ đồng. Sau khi trừ đi các khoản chi phí, lãi ròng quý 1/2017 đạt 21,64 tỷ đồng tăng 22% so với quý 1/2016.

TRIỂN VỌNG KINH DOANH LẠC QUAN

Công ty cổ phần Phân bón Miền Nam (SFG) là một trong những doanh nghiệp có bề dày truyền thống trong lĩnh vực sản xuất phân bón trong nước và của Tập đoàn Hóa chất Việt Nam. Với kinh nghiệm hoạt động lâu năm, vị thế của Công ty trên thị trường được củng cố và ngày càng khẳng định thương hiệu trên thị trường. Đến nay sản phẩm của Công ty đã có được chỗ đứng vững chắc trên thị trường và được người tiêu dùng tín nhiệm cao. Công ty có thị trường tiêu thụ rộng khắp từ Đồng bằng sông Cửu Long, Đông Nam Bộ đến miền Trung và Tây Nguyên.

Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Chỉ tiêu	2014	2015	2016	2017F
DTT (tỷ VNĐ)	2.138	2.338	2.349	2.584
% tăng trưởng	-19,0%	9,4%	0,5%	10%
LNG (tỷ VNĐ)	176	219,85	233,26	256,59
% tăng trưởng	-40,4%	24,9%	6,1%	10%
LNR (tỷ VNĐ)	100,89	86	91,13	94,59
% tăng trưởng	-12,6%	-14,8%	6,0%	3,8%
Biên LNG (%)	8,2%	9,4%	9,9%	9,93%
Biên LNR (%)	4,7%	3,7%	3,9%	3,66%
EPS (VNĐ)	2.317	1.976	2.059	1.958

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị Mua đôi với cổ phiếu SFG của Công ty Cổ phần Phân bón Miền Nam với mức định giá trên cơ sở thận trọng 16.380 đồng/cp, với tiềm năng tăng giá ~27% so với 12.900 đồng/cp ngày 26/04/2017 trên cơ sở:

- ❖ Nhu cầu tiêu thụ phân bón tăng trở lại nhờ tình hình thời tiết thuận lợi hơn.
- ❖ Trong quý 1, SFG tận dụng được nguồn nguyên liệu Ure giá rẻ từ các hợp đồng cuối năm 2016.
- ❖ Mở rộng đầu tư thêm dây chuyền sản xuất giúp hoạt động kinh doanh tăng trưởng trong thời gian tới
- ❖ Cơ cấu tài chính lành mạnh, SFG duy trì chia cổ tức tiền mặt cao
- ❖ Kỳ vọng các chính sách có lợi cho ngành phân bón được ban hành

▪ Nhu cầu tiêu thụ phân bón tăng trở lại nhờ tình hình thời tiết thuận lợi hơn.

Với việc El Nino chấm dứt, lượng mưa có khả năng tăng lên, hạn hán suy giảm và tình trạng xâm nhập mặn tại khu vực canh tác chính miền Nam cải thiện sẽ giúp ngành nông nghiệp chuyển biến tích cực, dẫn đến nhu cầu phân bón hồi phục từ mức đáy năm 2016. Bên cạnh đó, La Nina xảy ra được kỳ vọng sẽ mang lại mưa nhiều rửa trôi màu mỡ của đất do đó làm tăng nhu cầu tiêu thụ sản phẩm phân bón.

Trong khi yếu tố thúc đẩy tăng trưởng doanh thu SFG chủ yếu đến từ điều kiện thời tiết thuận lợi hơn làm gia tăng diện tích trồng trọt tại Đồng bằng sông Cửu Long. Thị trường Tây Nguyên kỳ vọng vẫn tiếp tục khả quan như năm 2016. Đồng thời, xu hướng người nông dân sẽ dần chuyển dịch sang tiêu thụ NPK thay vì sử dụng phân đơn Ure, DAP... Đặc biệt, trong năm 2017, giá Ure đang tăng mạnh trở lại, tính bình quân tăng khoảng 15% tại các thị trường làm gia tăng khả năng chuyển sang sử dụng phân NPK. Trong khi thị trường NPK từ đầu năm vẫn ổn định và chưa tăng giá.

▪ Trong quý 1, SFG tận dụng được nguồn nguyên liệu Ure giá rẻ từ các hợp đồng cuối năm 2016.

Giá phân bón thế giới có thể tăng nhẹ do chịu ảnh hưởng tăng của giá nhiên liệu, năng lượng và giá phân bón thế giới. Giá ure trên thị trường Trung Quốc đã tăng mạnh trong những tháng cuối năm 2016 do giá than, giá điện tăng, đẩy giá thành sản xuất đi lên. Điều này củng cố cho đà tăng của giá ure thế giới và giá ure nội địa, tuy nhiên sẽ có một độ trễ nhất định trước khi phản ánh vào giá bán ure tại thị trường Việt Nam. Bên cạnh đó, giá các mặt hàng nông sản kỳ vọng tăng có thể sẽ dẫn đến sự phục hồi của nhu cầu và giá phân bón. Trong quý 1, SFG vẫn còn tận dụng được nguồn nguyên liệu Ure giá rẻ từ các hợp đồng cuối năm 2016. Do đó, giá vốn hàng bán của mảng NPK vẫn không có áp lực tăng. SFG dự kiến cấu trúc giá bán NPK trên thị trường vào khoảng tháng 3 để đảm bảo

ổn định biên lợi nhuận gộp.

- **Mở rộng đầu tư thêm dây chuyền sản xuất giúp hoạt động kinh doanh tăng trưởng trong thời gian tới**

Ngoài các nhà máy cũ vẫn đang duy trì hoạt động ổn định và hiệu quả. Năm 2017, SFG sẽ tiến hành đầu tư thêm dây chuyền sản xuất NPK tại Long Thành với công suất 60.000 tấn/năm, so với mức công suất 350.000 tấn NPK trong hiện tại. Chi phí đầu tư cho dây chuyền này dự kiến khoảng 70 tỷ đồng. Dự án mở rộng mới bắt đầu triển khai vào thời điểm cuối năm 2017. Việc mở rộng đầu tư thêm dây chuyền sản xuất giúp hoạt động kinh doanh của Công ty tăng trưởng tốt hơn trong thời gian tới.

- **Cơ cấu tài chính lành mạnh, SFG duy trì chia cổ tức tiền mặt cao**

Dấu hiệu tích cực được ghi nhận là lưu chuyển tiền thuần trong năm 2016 của SFG ghi nhận dương 64 tỷ đồng, trong khi năm trước âm hơn 45 tỷ đồng. Nguồn tiền này chủ yếu được đóng góp từ dòng tiền hoạt động kinh doanh khi tăng vọt lên 216 tỷ đồng trong khi năm 2015 chỉ có hơn 5 tỷ đồng. Đây là một tín hiệu cho thấy hoạt động kinh doanh có tín hiệu khởi sắc trở lại.

Ngoài ra, ở bảng cân đối kế toán khi khoản mục tiền và các khoản tương đương tiền tại thời điểm cuối năm là 108,33 tỷ đồng, tăng hơn gấp đôi so với thời điểm đầu năm. Bên cạnh đó, phải trả người bán của SFG cũng giảm mạnh từ 152 tỷ đồng vào đầu năm xuống còn 96 tỷ đồng. Trong năm qua công ty cũng đã trả bớt các khoản nợ khi vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn giảm từ 502 tỷ đồng xuống còn 440 tỷ đồng vào ngày 31/12/2016.

Với tình hình kinh doanh ổn định, trong 3 năm gần đây SFG luôn duy trì chia cổ tức tỷ lệ 12-20%/năm bằng tiền mặt. Với thị giá hiện tại, cổ phiếu SFG có tỷ suất cổ tức khá cao. Năm 2017, chúng tôi kỳ vọng SFG tiếp tục chia cổ tức 15-20% bằng tiền mặt qua đó đảm bảo lợi ích cho các cổ đông.

- **Kỳ vọng các chính sách có lợi cho ngành phân bón được ban hành**

Trong trường hợp các chính sách có lợi cho ngành phân bón được ban hành, ví dụ như thiết lập hàng rào bảo hộ thuế quan, đây sẽ là yếu tố hỗ trợ tốt cho chu kỳ hồi phục của ngành phân bón nói chung và SFG nói riêng. Trong đó, thuế nhập khẩu ưu đãi với phân DAP từ Trung Quốc đã được tăng từ 3% lên 5% đã giúp giảm sản lượng nhập khẩu DAP trong những tháng đầu năm, thúc đẩy tiêu thụ hàng nội địa.

Đáng chú ý, một chính sách khác mà các doanh nghiệp rất mong chờ là đưa phân bón từ mặt hàng không chịu thuế VAT sang chịu thuế 0%. Điều này có thể giúp doanh nghiệp tiết kiệm chi phí mỗi năm, tạo sức cạnh tranh về giá với hàng nhập khẩu. Ngoài ra, Chính phủ đặt mục tiêu thắt chặt quản lý nhằm hạn chế nạn phân bón giả và nhập lậu trong năm 2017 sẽ góp phần tạo môi trường phát triển tốt cho doanh nghiệp.

- **Định giá và khuyến nghị**

SFG đang kỳ vọng rằng luật thuế sẽ được thay đổi đưa phân bón từ mặt hàng miễn thuế GTGT thành mặt hàng chịu thuế GTGT 0%. Trong năm 2015 – 2016, khi luật thuế cũ số 71/2014/QH13 từ mức thuế 5%, SFG đã không được khấu trừ cho các chi phí sản xuất đầu vào đặc biệt là mảng Supe Lân. Khoản thuế không được khấu trừ này ước tính làm gia tăng giá vốn hàng bán khoảng 40 – 50 tỷ đồng, so với mức lợi nhuận trước thuế 110 tỷ đồng trong năm 2016. Do đó, khi luật thuế mới được sửa đổi đưa phân bón vào dạng chịu thuế 0%, SFG sẽ giảm được giá vốn hàng bán, từ đó gia tăng được khoảng 36–40% lợi nhuận trước thuế so với hiện tại.

Chúng tôi dự phóng ở mức thận trọng với doanh thu trong năm 2017 của SFG đạt 2.590 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 94,6 tỷ đồng tăng lần lượt 10% và 3,8% so với thực hiện năm 2016, tương đương EPS forward năm 2017 đạt 1.958 đồng/cp (Giả sử trong năm 2017 công ty tăng vốn thêm 10% lên 483 tỷ đồng).

Chúng tôi sử dụng 3 phương pháp định giá là so sánh P/E, FCFE và FCFD để định giá cổ phiếu SFG. Giá hợp lý đối với cổ phiếu SFG là 16.380 đồng/cp. **Do đó, chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu SFG ở mức giá hiện tại 12.000-13.000 đồng/cp.**

PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Công ty Cổ phần phân bón Miền Nam (SFG) tiền thân là một doanh nghiệp nhà nước thuộc Bộ Công Thương-Tập đoàn Hóa Chất Việt Nam được thành lập theo quyết định số 426/HC-QĐ ngày 19/4/1976 của Tổng Cục Hóa Chất Việt Nam. SFG đã chính thức chuyển đổi hình thức quản lý sản xuất kinh doanh sau 34 năm thành lập sang hoạt động mô hình cổ phần hóa chính thức từ ngày 01/10/2010.

Công ty có 4 đơn vị trực thuộc Công ty mẹ: Nhà máy Phân bón Hiệp Phước, Nhà máy Phân bón Cửu Long, Nhà máy sản xuất Bao bì, Nhà máy Super Phosphate Long Thành và 1 Công ty liên doanh, liên kết là Công ty TNHH Hóa chất LG Vina (35% vốn điều lệ).

Hoạt động kinh doanh chính:

- Sản xuất, kinh doanh phân bón các loại (Supe Lân, NPK, phân bón lá Yogen ...), xi măng, axit sunphuaric và các loại hóa chất khác.
- Mua bán máy móc thiết bị, phụ tùng thay thế và nguyên phụ liệu phục vụ sản xuất phân bón và hóa chất.
- Chế tạo, sản xuất các dây chuyền sản xuất phân bón, hóa chất.
- Sản xuất gia công đóng gói, sang chiết, bán buôn thuốc bảo vệ thực vật.
- Sản xuất và kinh doanh bao PP và PE.

Năng lực sản xuất và hệ thống các nhà máy:

Tên nhà máy	Công suất	Chi tiết
1. Nhà máy sản xuất phân NPK	350.000 Tấn/năm	+ 1 dây chuyền tạo hạt NPK bằng hơi nước trong thùng quay công suất 150.000 Tấn/năm đặt tại Nhà máy Phân Bón Hiệp Phước. + 2 dây chuyền tạo hạt NPK bằng hơi nước trong thùng quay công suất 60.000 Tấn/năm tại Nhà máy Cửu Long. + 5 dây chuyền sản xuất NPK trộn (thành phẩm) công suất 90.000 Tấn/năm.
2. Nhà máy phân NPK hữu cơ	60.000 Tấn/năm	Bao gồm: 2 dây chuyền tạo hạt NPK hữu cơ kiểu đĩa quay công suất 30.000 Tấn/năm.
3. Nhà máy sản xuất phân Lân	200.000 Tấn/năm	Bao gồm: 01 dây chuyền sản xuất Supe Lân (16-18% P2O5) công nghệ phân hủy Apatit bằng H2SO4 trong thùng trộn và hóa thành công suất 200.000 Tấn/năm tại Nhà máy Super Phốt phát Long Thành.
4. Nhà máy Axit sunphuric	80.000 Tấn/năm	Trực thuộc Nhà máy Super Phốt phát Long Thành. Việc sản xuất axit sunfuric để phục vụ chính cho sản xuất supe lân, phần còn lại cung cấp cho thị trường hóa chất. Bao gồm: + 01 dây chuyền Axit sunphuric H2SO4 công nghệ tiếp xúc đơn công suất 40.000 Tấn/năm. Dây chuyền tiếp xúc đơn được áp dụng phổ biến trước năm 1970 với hiệu suất chuyển hóa SO2 thành SO3 chỉ đạt 98%. Lượng SO2 không chuyển hóa bị thải vào khí quyển, gây ô nhiễm môi trường. + 01 dây chuyền Axit sunphuric H2SO4 công nghệ tiếp xúc hấp thụ kép công suất 40.000 Tấn/năm. Từ năm 1970 đến nay, do những quy định nghiêm ngặt của quốc tế về bảo vệ môi trường, dây chuyền tiếp xúc đơn dần dần bị loại bỏ và thay vào đó là dây chuyền tiếp xúc kép với hiệu suất chuyển hóa SO2 đạt từ 99,5% - 99,9%.

Nguồn: SFG

■ Vị thế của SFG so với các doanh nghiệp cùng ngành

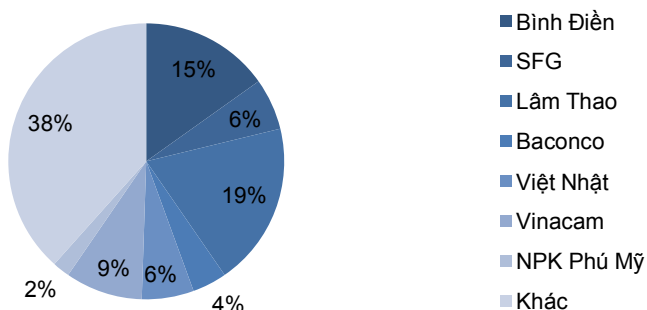
SFG đã tạo được thương hiệu mạnh, với tỷ lệ thị phần ở tầm trung bình tại thị trường cung cấp phân bón cho các tỉnh miền Trung và miền Nam. Theo thống kê thị sản phẩm NPK của Công ty chiếm khoảng 6% thị phần cả nước, thị trường Phân lân chiếm 11% thị phần cả nước. Công ty đang không ngừng mở rộng thị phần ra khu vực phía Bắc và các nước trong khu vực. Hiện tại, Công ty đã thiết lập được hệ thống kênh phân phối rộng khắp trên cả nước với hơn 400 đại lý cấp 1, hơn 10.000 đại lý cấp 2 và đang thiết lập 1 số kênh phân phối tại các nước khác trong khu vực.

Bên cạnh việc phát triển thị trường trong nước, SFG định hướng xuất khẩu ra thị trường trong khu vực. Theo đó, Công ty đã xuất khẩu sang thị trường Campuchia, Lào, Myanmar và

các thị trường khác...

Hiện nay, SFG cung cấp cho thị trường hơn 170 sản phẩm với các chủng loại sản phẩm chính là phân NPK (phân bón NPK và NPK hữu cơ), Phân bón lá Yogen, phân lân, Axit sulphuric H₂SO₄ và bao bì. Hiện tại, Công ty tập trung hướng nghiên cứu phát triển sản phẩm mới theo xu hướng phân chuyên dụng và phân bón có bổ sung các chất trung, vì lượng theo đặc trưng là các cây trồng truyền thống và đặc sản của Việt Nam. Nghiên cứu phân bón NPK cho cây ca cao, cây lúa, cây cà phê, cây tiêu, cây thanh long, bưởi da xanh...

Thị phần NPK của các công ty trong nước



Nguồn: MBS tổng hợp

■ **Tình hình hoạt động kinh doanh trong giai đoạn 2014-2016**

Chỉ tiêu	ĐVT	Năm 2014	Năm 2015	Năm 2016
1.Sản phẩm sản xuất				
Phân NPK	Tấn	244.820	241.016	253.000
Phân Lân	Tấn	181.184	170.647	149.000
Axit sunfuoric	Tấn	82.590	84.061	80.000
Bao bì	1000c	11.196	14.133	9.600
Phân bón lá Yogen	Tấn	178	123	154
2.Sản phẩm tiêu thụ				
Phân NPK	Tấn	233.326	245.892	265.000
Phân Lân	Tấn	156.104	177.430	141.000
Axit sunfuoric	Tấn	81.979	82.484	31.000
Bao bì	1000c	12.047	14.080	10.500
Phân bón lá Yogen	Tấn	191	131	154

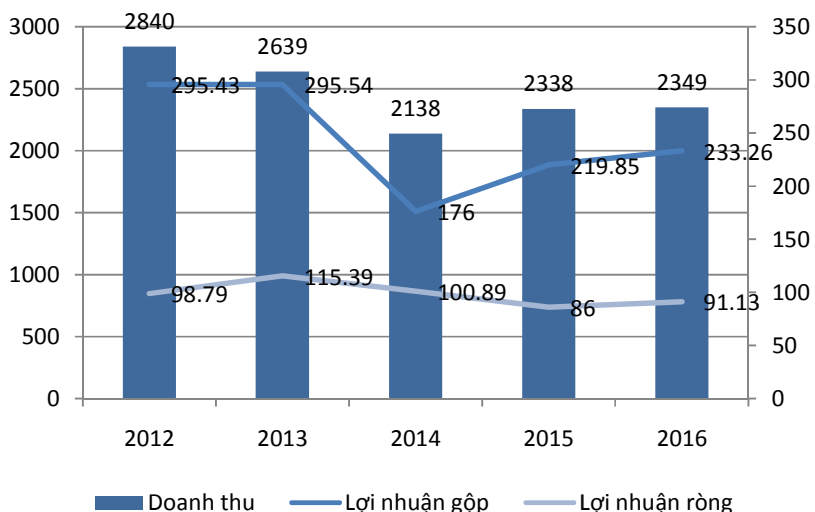
Nguồn: SFG

Kết quả kinh doanh tăng trưởng ổn định trong 3 năm gần đây.

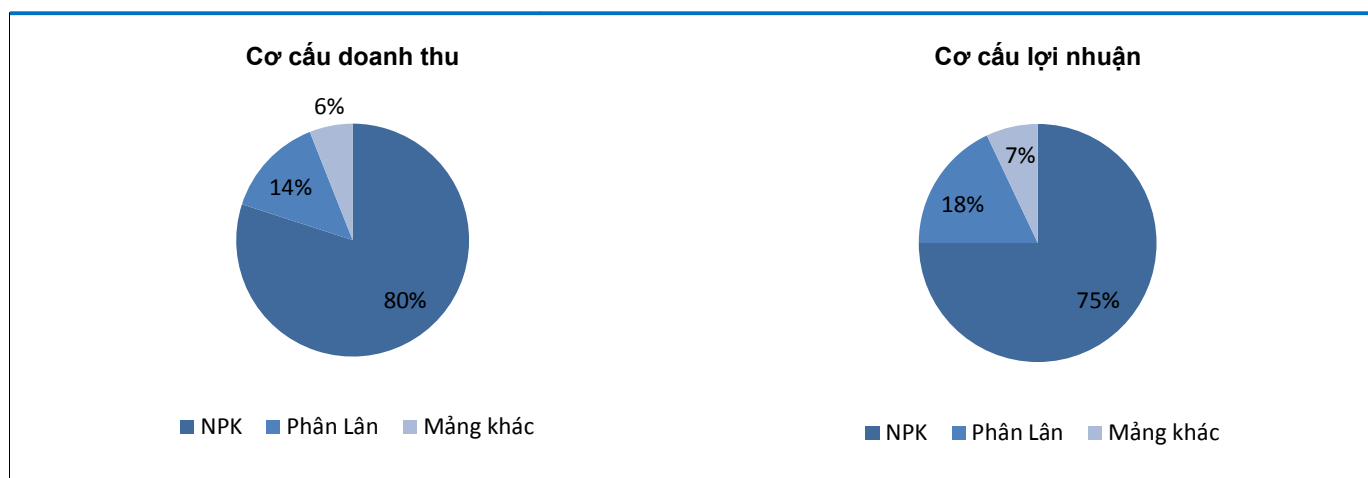
Giai đoạn từ 2014-2016, hoạt động kinh doanh của VFG tiếp tục tăng trưởng ổn định với tốc độ tăng trưởng CAGR về doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt đạt 4,91% và 15,5%.

Trong năm 2016, doanh thu thuần đạt 2.349 tỷ đồng, tăng so với năm 2015. Được biết các sản phẩm tiêu thụ chủ yếu của công ty là Supe Lân các loại (141.000 tấn), phân bón NPK (265.000 tấn), axit thương phẩm (31.000 tấn), bao bì (10,5 triệu cái), phân bón lá Yogen (154.000 kg). Phần lớn các sản phẩm của SFG đều cho thấy mức tiêu thụ khả quan so với năm 2015. Cụ thể, mức tiêu thụ phân bón NPK tăng 8%, axit thương phẩm tăng 2%, phân bón lá Yogen tăng 24%.

Xét về năng lực sản xuất, trong năm 2016, công ty sản xuất được 149.000 tấn supe Lân các loại, 253.000 tấn phân bón NPK, 80.000 tấn Axit Sunphuric và 9,6 triệu cái bao bì, cùng 154.000 phân bón lá Yogen dạng bột và nước.



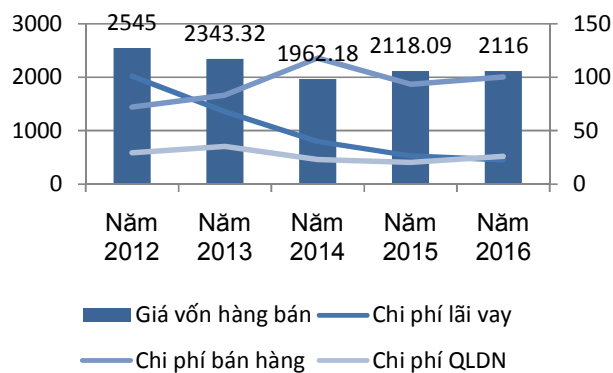
Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp sản phẩm của Công ty.



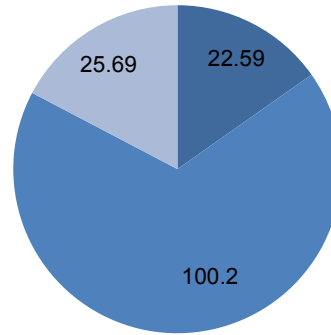
Trong đó, cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp thì mảng phân bón NPK luôn chiếm tỷ trọng lớn nhất với khoảng 80% doanh thu thuần và 75% lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2014 và 2015. Màng phân lân chiếm tỷ trọng 13-15% doanh thu thuần và 18% lợi nhuận gộp. Các hoạt động kinh doanh khác liên quan như Axít Sunfuaric, Bao bì, Phân bón lá, phân nước chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong doanh thu ở mức 6% và 7% về lợi nhuận gộp. Lợi nhuận gộp của sản phẩm phân NPK ổn định qua các năm do Công ty có khả năng tự sản xuất phân Supe Lân (Supe Lân chiếm khoảng 30% giá thành NPK), riêng sản phẩm Phân lân thay đổi thất thường do diễn biến giá nguyên liệu đầu vào là Lưu huỳnh biến động khó lường.

Chi phí lãi vay giảm mạnh giúp hiệu quả kinh doanh của SFG được cải thiện

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015	2016
Giá vốn hàng bán	2.545	2.343	1.962	2.118	2.116
Chi phí lãi vay	100,82	67,7	39,87	26,38	22,59
Chi phí bán hàng	71,87	83,22	117,86	93,29	100,2
Chi phí QLDN	29,05	34,96	23,09	20,18	25,69



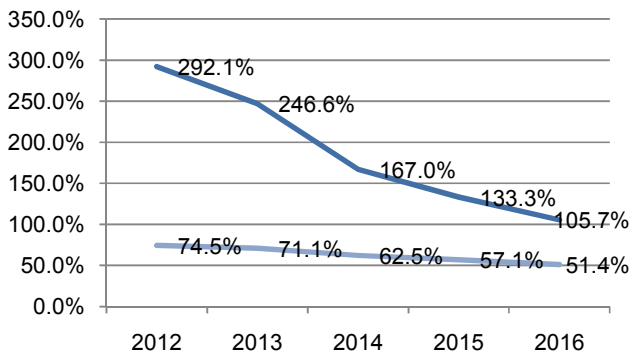
Cơ cấu chi phí năm 2016



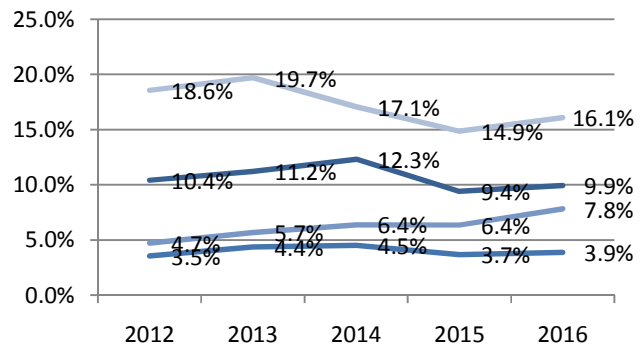
■ Chi phí lãi vay ■ Chi phí bán hàng ■ Chi phí QLDN

Giai đoạn từ 2012-2016, Công ty tiết giảm mạnh các khoản chi phí trung gian, từ 201,74 tỷ đồng năm 2012 xuống còn 148,48 tỷ đồng năm 2016. Trong đó, đáng chú ý, chi phí lãi vay giảm từ 100,82 tỷ đồng năm 2012 xuống chỉ còn 22,59 tỷ đồng năm 2016, tương đương giảm 77,6%. Với dòng tiền từ hoạt động kinh doanh liên tục được cải thiện, chúng tôi cho rằng chi phí lãi vay của SFG sẽ tiếp tục được tiết giảm trong những năm tới, điều này giúp hoạt động kinh doanh của công ty hiệu quả hơn.

Trong khi đó, chi phí bán hàng có xu hướng tăng từ 71,78 tỷ đồng năm 2012 lên 100,20 tỷ đồng năm 2016. Điều này cho thấy công ty đang tích cực mở rộng quy mô và mạng lưới bán hàng. Ngoài ra, chi phí quản lý doanh nghiệp đang được tiết giảm nhẹ so với những năm trước.



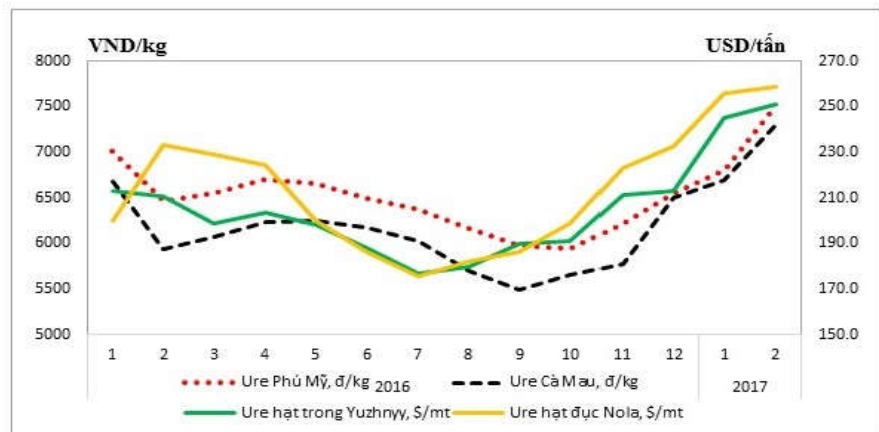
— Hệ số nợ/VCSH — Hệ số nợ/TTS



— Biên LNG — Biên LNR — ROA — ROE

Nguồn nguyên liệu đầu vào ổn định là lợi thế đối với SFG. Trong quý 1, SFG vẫn còn tận dụng được nguồn nguyên liệu Ure giá rẻ từ các hợp đồng cuối năm 2016.

Nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng khoảng 85% trong giá thành sản phẩm. Nguồn nguyên liệu chính đầu vào của quá trình sản xuất các sản phẩm của SFG bao gồm các loại quặng như: Quặng Apatit, Phân DAP 16-45, Phân Urea, Phân Kali và Lưu Huỳnh. Các yếu tố đầu vào cho sản xuất phân bón, Công ty đều có thể mua từ các nhà cung cấp trong nước với giá cả cạnh tranh. Đáng chú ý, một số nguyên liệu chính như Apatit (nguyên liệu này chiếm khoảng 35% giá thành Supe lân) được cung cấp chủ yếu bởi đơn vị trong Tập Đoàn Hóa Chất Việt Nam cũng là Công ty mẹ của SFG. Do đặc thù ngành phân bón là nhằm phục vụ việc sản xuất nông nghiệp nên quặng Apatit được nhà nước bảo hộ hạn chế xuất khẩu khiến giá không biến động lớn do thiếu nguồn cung, giá của Apatit ở Việt Nam khá thấp so với thế giới, đây là một lợi thế của SFG. Hiện giá mua Apatit được giữ ổn định trong 3 năm vừa qua



Nguồn: thongtinphanbon.com

Giá phân bón thế giới có thể tăng nhẹ do chịu ảnh hưởng tăng của giá nhiên liệu, năng lượng và giá phân bón thế giới. Giá ure trên thị trường Trung Quốc đã tăng mạnh trong những tháng cuối năm 2016 do giá than, giá điện tăng, đẩy giá thành sản xuất đi lên. Điều này củng cố cho đà tăng của giá ure thế giới và giá ure nội địa, tuy nhiên sẽ có một độ trễ nhất định trước khi phản ánh vào giá bán ure tại thị trường Việt Nam. Bên cạnh đó, giá các mặt hàng nông sản kỳ vọng tăng có thể dẫn đến sự phục hồi của nhu cầu và giá phân bón. Trong quý 1, SFG vẫn còn tận dụng được nguồn nguyên liệu Ure giá rẻ từ các hợp đồng cuối năm 2016. Do đó, giá vốn hàng bán của mảng NPK vẫn không có áp lực tăng. SFG dự kiến cũng sẽ gia tăng giá bán NPK trên thị trường vào khoảng tháng 3 để đảm bảo ổn định biên lợi nhuận gộp.

Nguyên liệu còn lại chiếm trong giá thành chủ yếu là Lưu huỳnh - Nguyên liệu đầu vào trong công đoạn sản xuất Axit Sunfuric, Công ty có thể mua trực tiếp thông qua các Công ty trong nước nhập khẩu. Tại Việt Nam gần như phải nhập khẩu 100% Lưu huỳnh. (Lưu huỳnh chiếm khoảng 33% giá thành Axit Sunfuric).

■ **Cơ cấu tài chính lành mạnh, SFG duy trì chia cổ tức tiền mặt cao**

Chỉ tiêu tài chính	2014	2015	2016
Khả năng thanh khoản			
Khả năng thanh toán hiện hành	1,04	1,49	1,64
Khả năng thanh toán nhanh	0,40	0,51	0,98
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,09	0,06	0,18
Khả năng sinh lời			
Lợi nhuận biên gộp	12,32%	9,40%	9,93%
Lợi nhuận biên ròng	4,51%	3,68%	3,88%
ROA	6,39%	6,37%	7,83%
ROE	17,06%	14,85%	16,10%
Cơ cấu vốn			
Nợ/ Tổng tài sản	62,54%	57,14%	51,38%
Nợ/ Vốn chủ sở hữu	166,96%	133,33%	105,67%
Khả năng hoạt động			
Vòng quay các khoản phải thu	8,25	7,87	5,13
Vòng quay hàng tồn kho	2,79	3,03	3,67
Vòng quay tổng tài sản	1,42	1,73	2,03
Cổ tức	2.000	1.500	1.200

Các hệ số khả năng thanh toán của Công ty đang từng bước được cải thiện. Khả năng thanh toán nhanh và khả năng thanh toán tiền mặt thấp hơn nhiều so với khả năng thanh toán hiện hành, đây là đặc thù của các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực sản xuất khi

phần lớn giá trị tài sản ngắn hạn nằm ở khoản mục hàng tồn kho và các khoản phải thu.

Các hệ số khả năng sinh lời cũng đang giữ ở mức ổn định, điều này cho thấy hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp vẫn hiệu quả khi mà ngành phân bón nói chung gặp nhiều khó khăn trong những năm qua.

Một dấu hiệu tích cực được ghi nhận là lưu chuyển tiền thuần trong năm của SFG ghi dương 64 tỷ đồng, trong khi năm trước ghi âm hơn 45 tỷ đồng. Nguồn tiền này chủ yếu được đóng góp từ dòng tiền hoạt động kinh doanh khi tăng vọt lên 216 tỷ đồng trong khi năm 2015 chỉ có hơn 5 tỷ đồng. Đây là một tín hiệu cho thấy hoạt động kinh doanh có tín hiệu khởi sắc trở lại.

Ngoài ra, ở bảng cân đối kế toán khi khoản mục tiền và các khoản tương đương tiền tại thời điểm cuối năm là 108 tỷ đồng, tăng hơn gấp đôi so với thời điểm đầu năm. Bên cạnh đó, phải trả người bán của SFG cũng giảm mạnh từ 152 tỷ đồng vào đầu năm xuống còn 96 tỷ đồng. Trong năm qua công ty cũng đã trả bớt các khoản nợ khi vay và nợ thuế tài chính ngắn hạn giảm từ 502 tỷ đồng xuống còn 440 tỷ đồng vào ngày 31/12/2016.

Với tình hình kinh doanh ổn định, trong 3 năm gần đây SFG luôn duy trì chia cổ tức tỷ lệ 12-20%/năm bằng tiền mặt. Với thị giá hiện tại, cổ phiếu SFG có tỷ suất cổ tức khá cao. Năm 2017, chúng tôi kỳ vọng SFG tiếp tục chi cổ tức 15-20% bằng tiền mặt qua đó đảm bảo lợi ích cho các cổ đông.

▪ Định giá và khuyến nghị

Đối với SFG, công ty kỳ vọng rằng luật thuế sẽ được thay đổi đưa phân bón từ mặt hàng miễn thuế GTGT thành mặt hàng chịu thuế GTGT 0%. Trong năm 2015 – 2016, khi luật thuế cũ số 71/2014/QH13 từ mức thuế 5%, SFG đã không được khấu trừ cho các chi phí sản xuất đầu vào đặc biệt là mảng Supe Lân. Khoản thuế không được khấu trừ này ước tính làm gia tăng giá vốn hàng bán khoảng 40 – 50 tỷ đồng, so với mức lợi nhuận trước thuế 110 tỷ đồng trong năm 2016. Do đó, khi luật thuế mới được sửa đổi đưa phân bón vào dạng chịu thuế 0%, SFG sẽ giảm được giá vốn hàng bán, từ đó gia tăng được khoảng 36–40% lợi nhuận trước thuế so với hiện tại.

Năm 2017, SFG sẽ tiến hành đầu tư thêm dây chuyền sản xuất NPK tại Long Thành với công suất 60.000 tấn/năm, so với mức công suất 350.000 tấn NPK trong hiện tại. Chi phí đầu tư cho dây chuyền này dự kiến khoảng 70 tỷ đồng. Tuy nhiên, do phần lớn các nhà máy SFG đang hoạt động khoảng 80% công suất, do đó dự án mở rộng mới bắt đầu triển khai vào thời điểm cuối năm 2017. Việc mở rộng đầu tư thêm dây chuyền sản xuất giúp hoạt động kinh doanh tăng trưởng trong thời gian tới

Chúng tôi dự phóng mức doanh thu và lợi nhuận trong năm 2017 của SFG đạt 2.590 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 94,6 tỷ đồng tăng lần lượt 10% và 3,8% so với thực hiện năm 2016, tương đương EPS forward năm 2017 đạt 1.958 đồng/cp (Giá sử trong năm 2017 công ty tăng vốn thêm 10% lên 483 tỷ đồng).

CHI TIẾT CÁC PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ

Định giá theo phương pháp P/E

Hiện tại, SFG đang giao dịch với mức P/E đạt 6,80 lần thấp hơn P/E trung bình ngành (8,7 lần) và P/E thị trường (16 lần), P/E trung bình trong những năm gần đây của SFG là 6 lần.

Với mức P/E forward năm 2017 là 9 lần, giá hợp lý đối với cổ phiếu SFG là 17.800 đồng/cp.

Định giá theo Phương pháp FCFE và FCFF

Các giả định	Lợi tức trái phiếu dài hạn	Rf	9.0%
	Lãi suất thị trường	Rm	11.0%
	Beta	β	0.49
	Hệ số chiết khấu theo CAPM	k	10.0%

PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN CỦA CHỦ SỞ HỮU (FCFE)

Chỉ tiêu	Đvt	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
LNST	Tỷ vnd	94,6	103,1	108,3	112,6	117,1	121,8	126,7	131,7
Chi đầu tư	Tỷ vnd	18,2	32,1	33,7	35,4	37,2	39,0	41,0	43,0
Khấu hao tài sản	Tỷ vnd	26,5	13,9	14,6	15,3	16,1	16,9	17,7	18,6
Thay đổi VLĐ ngoài TM	Tỷ vnd	102,2	18,7	19,6	20,6	21,6	22,7	23,9	25,1
Nợ mới - Trả nợ cũ	Tỷ vnd	(88,3)	(39,5)	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3	1,3
FCFE	Tỷ vnd	(87,6)	26,7	70,6	73,0	75,5	78,1	80,8	1.795,1
PV FCFE, GTKT	Tỷ vnd	(87,6)	24,3	58,3	54,9	51,6	48,6	45,7	922,3
Sum (+)TM	Tỷ vnd					678,0			
Số lượng CP lưu hành	Triệu cp					48,3			
PVf	vnd					14.035			

PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN CỦA DOANH NGHIỆP (FCFF)

Chỉ tiêu		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
LNST	Tỷ vnd	94,6	103,1	108,3	112,6	117,1	121,8	126,7	131,7
Chi đầu tư	Tỷ vnd	18,2	32,1	33,7	35,4	37,2	39,0	41,0	43,0
Khấu hao tài sản	Tỷ vnd	26,5	13,9	14,6	15,3	16,1	16,9	17,7	18,6
Thay đổi VLĐ ngoài TM	Tỷ vnd	102,2	18,7	19,6	20,6	21,6	22,7	23,9	25,1
FCFF	Tỷ vnd	0,7	66,2	69,5	71,9	74,4	76,9	79,6	1.823,8
PV FCFF, GTKT	Tỷ vnd	0,7	60,2	57,5	54,1	50,8	47,8	45,0	937,1
Sum (+)TM (-)Nợ	Tỷ vnd					813,1			
Số lượng CP lưu hành	Triệu cp					48,3			
PVf	vnd					16.832			

Tổng hợp 3 phương pháp định giá

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá
P/E	17.800	40%	7.120
FCFE	14.035	30%	4.210
FCFF	16.832	30%	5.050
Tổng			16.380

Chúng tôi sử dụng 3 phương pháp định giá là so sánh P/E, FCFE và FCFF để định giá cổ phiếu SFG. **Giá hợp lý đối với cổ phiếu SFG là 16.380 đồng/cp.** Do đó, chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu SFG ở mức giá hiện tại 12.000-13.000 đồng/cp.

TÓM TẮT KQKD BÁO CÁO TÀI CHÍNH

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH				CÁC HỆ SỐ TÀI CHÍNH			
Đvt: Tỷ VNĐ	2014	2015	2016		2014	2015	2016
Doanh thu bán hàng và CCDV	2.242	2.344	2.358	Hệ số về khả năng thanh toán	1,04	1,49	1,64
Các khoản giảm trừ doanh thu	4	6	9	Hệ số thanh toán hiện thời			
Doanh thu thuần	2.238	2.338	2.349	Hệ số thanh toán nhanh	0,40	0,51	0,98
Giá vốn hàng bán	1.962	2.118	2.116	Hệ số thanh toán tiền mặt	0,09	0,06	0,18
Lợi nhuận gộp	276	220	233	Hệ số về hiệu quả hoạt động			
Doanh thu hoạt động tài chính	20	21	19	Vòng quay các khoản phải thu	8,25	7,87	5,13
Chi phí tài chính	40	28	24	Số ngày thu nợ bình quân	43,64	45,72	70,15
Trong đó: Chi phí lãi vay	39	26	23	Vòng quay hàng tồn kho	2,79	3,03	3,67
Chi phí bán hàng	118	93	100	Số ngày tồn kho bình quân	101,75	117,14	59,70
Chi phí quản lý doanh nghiệp	23	20	26	Vòng quay các khoản phải trả	0,00	0,00	0,00
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	115	100	102	Thời gian thanh toán bình quân	0,00	0,00	0,00
Thu nhập khác	10	6	8	Chu kỳ convert tiền mặt	0,00	0,00	0,00
Chi phí khác	0	1	0	Vòng quay tổng tài sản	1,42	1,73	2,03
Lợi nhuận khác	9	6	8	Vòng quay tài sản cố định	4,32	14,00	14,93
Lãi (lỗ) cty liên doanh/liên kết	0	0	0	Hiệu suất sử dụng vốn chủ sở hữu	3,79	4,05	4,16
Lợi nhuận trước thuế	125	105	110	Hệ số về cơ cấu vốn			
Chi phí thuế TNDN hiện hành	23	19	19	Tài sản ngắn hạn/ Tổng tài sản	64,9%	85,3%	84,0%
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	0	0	0	Tài sản dài hạn/ Tổng tài sản	35,1%	14,7%	16,0%
Lợi nhuận sau thuế	101	86	91	Hệ số nợ (chung)	62,5%	57,1%	51,4%
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	Hệ số nợ trên VCSH	167,0%	133,3%	105,7%
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	101	86	91	Hệ số nợ ngắn hạn trên tổng tài sản	62,5%	57,1%	51,3%
				Hệ số nợ ngắn hạn trên tài sản ngắn hạn	96,3%	66,9%	61,1%
				Hệ số nợ ngắn hạn trên VCSH	166,8%	133,2%	105,6%
				Hệ số nợ dài hạn trên tổng tài sản	0,0%	0,1%	0,0%
				Hệ số nợ dài hạn trên tài sản dài hạn	0,1%	0,5%	0,3%
				Hệ số nợ dài hạn trên VCSH	0,1%	0,2%	0,1%
				Hệ số về khả năng sinh lời			
				Hệ số lợi nhuận gộp	12,3%	9,4%	9,9%
				Hệ số lợi nhuận từ HĐSXKD	5,2%	4,3%	4,4%
				Hệ số lợi nhuận khác	0,4%	0,2%	0,3%
				Hệ số lợi nhuận trước thuế	5,6%	4,5%	4,7%
				Hệ số lợi nhuận ròng	4,5%	3,7%	3,9%
				Hệ số sinh lời tổng tài sản (ROA)	6,4%	6,4%	7,8%
				Hệ số sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE)	17,1%	14,9%	16,1%
				Tỷ trọng lợi nhuận khác/ LNTT	7,5%	5,4%	7,1%
				Tỷ trọng lợi nhuận từ HĐSXKD/ LNTT	92,5%	94,6%	92,9%
				Hệ số đánh giá thu nhập			
				Thu nhập trên cổ phần (EPS)	2.317	1.976	2.059
				Cổ tức trên cổ phần	2.000	1.500	1.200
				Hệ số chi trả cổ tức	86,3%	75,9%	58,3%
				Mức sinh lời cổ tức	8,6%	5,2%	4,6%
				Tăng trưởng cổ tức hàng năm (gD)		-25,0%	-20,0%
				Giá trị sổ sách (BV)	13.580	13.303	11.820

Liên hệ trung tâm nghiên cứu:

Chuyên viên nghiên cứu: Phạm Văn Quỳnh

Email: Quynh.phamvan@mbs.com.vn

Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn

Email: Son.tranhoang@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	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

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 CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R,E,M,A,X (Viet R,E,M). 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 tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán;
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 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 HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601
Webiste: www.mbs.com.vn