



Báo cáo lần đầu PVOil – MUA

Ngày 12/01/2018

Phan Việt Hưng

(+84 8) 3823 4159 - Ext: 354
hungpv@acbs.com.vn

Báo Cáo Lần Đầu

Khuyến nghị

MUA
PVOil

Phân phối xăng dầu

Giá khởi điểm (VND)	13.400
Giá mục tiêu (VND)	15.630
Tỷ lệ tăng giá	16,6%
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng	N/A
Tổng tỷ suất lợi nhuận	16,6%

Cơ cấu sở hữu

PVN	100%
-----	------

Thông kê

12/01/2018

Mã Bloomberg	N/A
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	N/A
SL lưu hành (triệu cp)	N/A
Vốn hóa (tỷ đồng)	N/A
Vốn hóa (triệu USD)	N/A
Room khối ngoại còn lại (%)	N/A
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	N/A
KLGD TB 3 tháng (cp)	N/A
VND/USD	22.745
Index: VNIndex / HNX	1048.6/121.3

Tổng công ty Dầu Việt Nam (PVOIL)

Được thành lập từ 6/2008, PVOil - đơn vị thành viên của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PVN) – giữ vị thế độc quyền trong xuất nhập khẩu dầu thô của Việt Nam và là nhà phân phối xăng dầu lớn thứ 2 cả nước với 22% thị phần sau Petrolimex (PLX). PVOil có 5 mảng kinh doanh khác nhau, tuy nhiên phân phối xăng dầu là mảng kinh doanh đóng góp chính đến 95% doanh thu và 90% lợi nhuận của công ty. Tốc độ mở rộng hệ thống bán lẻ nhanh chóng nhờ hàng loạt thương vụ mua lại các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu tại nhiều địa phương đã giúp PVOil có được vị thế như ngày hôm nay.

Mặc dù xét về hiệu quả sản xuất kinh doanh cũng như năng lực của PVOil thì hiện còn cách người dẫn đầu (PLX) khá xa do: (1) 62% sản phẩm của PVOil được phân phối qua kênh Đại lý/ Tổng đại lý - kênh có biên LN thấp nhất - và số lượng cửa hàng trực thuộc chỉ bằng 1/5 PLX, (2) 55-64% nguồn cung từ nhà máy lọc dầu Dung Quất – nơi có giá bán kém cạnh tranh hơn so với nguồn hàng nhập khẩu trong giai đoạn trước 2017 do các chênh lệch về thuế.

Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá tốc độ tăng trưởng của PVOil sẽ cao hơn các doanh nghiệp cùng ngành thông qua các thương vụ M&A quyết liệt hơn trong khi PLX sẽ khó tăng trưởng bằng phương thức này với thị phần 49% hiện tại. Theo đó, PV Oil dự kiến nâng thị phần phân phối xăng dầu từ 22% lên 30-35% trong 3-5 năm tới nhờ mở rộng nhanh chóng số lượng cây xăng thuộc sở hữu lên 1.550 cửa hàng vào năm 2022 (gấp 3 lần con số hiện nay). Với quy mô thị trường hiện có khoảng 14.000 cửa hàng xăng dầu và PLX chỉ đang sở hữu 2.471 cửa hàng, cơ hội mua bán sát nhập rất lớn. Ngoài ra với việc thoái vốn nhà nước xuống còn 35%, PVOil sẽ chủ động hơn trong việc lựa chọn đối tượng khách hàng cũng như chiến lược kinh doanh phù hợp. Do đó, tiềm năng tăng trưởng doanh thu và biên LN gộp của PVOil trong thời gian tới khá hấp dẫn.

Trong 2018, với giá dầu hồi phục, chúng tôi dự phóng doanh thu 2018 sẽ tiếp tục được cải thiện đáng kể đạt VND60.146 tỷ (+9.1% n/n). LNST thuộc cổ đông công ty mẹ tăng chậm hơn đạt VND505 tỷ (+7% n/n) do biên LN sẽ chưa cải thiện nhiều được khi mà PVOil sẽ phải mua xăng dầu từ nhà máy lọc dầu Nghi Sơn (chịu thu điều tiết giống NMLD Dung Quất giai đoạn trước 2017) do PVN đã cam kết bao tiêu đầu ra.

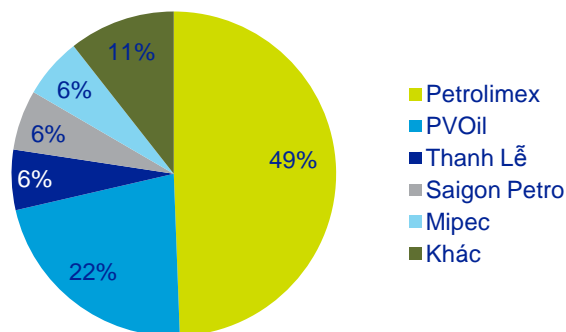
Về tài chính, với tỷ lệ Nợ ròng/EBITDA -3,7x và khả năng chi trả lãi vay 5,73x, PVOil sẽ không gặp khó khăn tài chính nào trong việc chi trả nợ cũng như vay mượn thêm cho các thương vụ M&A sắp tới. Với triển vọng dài hạn lạc quan, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu VND15,630 cho năm 2018.

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
DT Thuần (tỷ đồng)	39.263	55.123	60.146	66.861	74.329	82.636
Tăng trưởng (%)	-23%	40%	9%	11%	11%	11%
EBITDA (tỷ đồng)	897	860	920	1.088	1.402	1.771
Biên EBITDA (%)	2%	2%	2%	2%	2%	2%
LN ròng (tỷ đồng)	498	471	506	618	836	1.112
Tăng trưởng LN (%)	-19%	-6%	7%	22%	35%	33%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	458	433	465	568	769	1.022
Tăng trưởng (%)	-19%	-6%	7%	22%	35%	33%
ROE (%)	6%	5%	5%	6%	8%	9%
ROIC (%)	2%	2%	2%	2%	3%	4%
Nợ ròng/EBITDA (x)	-4,4	-4,3	-4,3	-3,9	-3,5	-3,5
PER (lần)	29,2	30,9	28,8	23,6	17,4	13,1
EV/EBITDA (x)	12,3	12,8	12,0	10,2	7,9	6,2
PBR (lần)	1,4	1,3	1,3	1,2	1,1	1,0
DPS (đồng)	-	-	-	-	-	-
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%

NGÀNH XĂNG DẦU

Lâu nay thị trường xăng dầu Việt Nam vẫn luôn là sân chơi riêng của các doanh nghiệp dầu mỗinội địa với 29 doanh nghiệp được cấp phép kinh doanh xuất nhập khẩu xăng dầu. Kể từ 10/2017, Idemitsu Q8 đã tham gia vào thị trường bán lẻ này thông qua sở hữu 35% vốn tại dự án nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn. Tuy nhiên, 90% thị phần vẫn nằm trong 5 doanh nghiệp dầu mỗinội lớn nhất, với Petrolimex sở hữu đến 49%.

Thị phần kinh doanh xăng dầu 2016



Nguồn: Petrolimex, PvOil

Liên quan đến tình hình cung cầu xăng dầu, theo nghiên cứu mới đây của BMI, nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong nước dự kiến đạt tốc độ tăng trưởng kép 4,7% trong 5 năm tới, gấp 3,6 lần so với thế giới. Về nguồn cung, tính đến hết năm 2017, năng lực sản xuất trong nước (chủ yếu từ nhà máy lọc dầu Dung Quất) hiện chỉ mới đáp ứng khoảng 30% nhu cầu nội địa, phần lớn nhu cầu còn lại phải nhập khẩu từ nước ngoài như Singapore, Hàn Quốc, Malaysia. Đến 2018, nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đi vào vận hành thương mại dự kiến cung cấp khoảng 8,75 triệu tấn sản phẩm sản phẩm các loại. Như vậy tổng nguồn cung trong nước sẽ đáp ứng khoảng 92% xăng và 82% dầu DO nhu cầu nội địa.

TỔNG QUAN PVOIL

Với tư cách là đơn vị thành viên của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam, PVOil được thành lập vào tháng 6/2008 trên cơ sở hợp nhất Tổng công ty Thương mại dầu khí (Petechim), Công ty Chế biến và Kinh doanh phân phối sản phẩm dầu mỏ (PDC). Công ty giữ vị thế độc quyền trong xuất nhập khẩu dầu thô của Việt Nam (cung cấp toàn bộ dầu thô nguyên liệu cho nhà máy lọc dầu Dung Quất) và nhà phân phối xăng dầu lớn thứ 2 với 22% thị phần sau Petrolimex. Hoạt động kinh doanh của công ty bao gồm:

- Phân phối sản phẩm xăng dầu
- Xuất nhập khẩu dầu thô
- Kinh doanh dầu quốc tế
- Chế biến sản phẩm dầu
- Chế biến phân phối nhiên liệu sinh học

PHÂN PHỐI SẢN PHẨM XĂNG DẦU

Trong các mảng kinh doanh của PVOil, đây là mảng kinh doanh quan trọng nhất khi mà mảng này đóng góp đến 95% doanh thu và 90% lợi nhuận của công ty. Trải qua

quá trình hình thành và phát triển, đến nay PV Oil đã xây dựng cho mình hệ thống phân phối rộng khắp bao gồm 540 cửa hàng xăng dầu thuộc sở hữu của công ty và hơn 3.000 cửa hàng xăng dầu của đại lý. Tốc độ mở rộng hệ thống bán lẻ nhanh chóng của PVOil này là nhờ hàng loạt thương vụ mua lại các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu tại nhiều địa phương. Đây được coi là một trong những điểm mạnh của PVOil mặc dù năng lực cũng như hiệu quả của mảng này vẫn còn cách xa PLX.

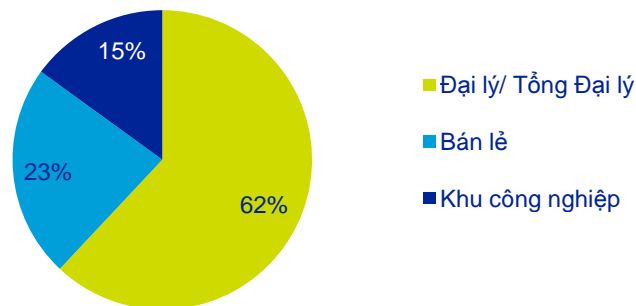
2017	PVOil	Petrolimex	Thanh Lẽ	
Thị phần	22%	49%	6%	
Sản lượng tiêu thụ (triệu tấn, m3)	3,5	11,4	1	
Sức chứa	962.000	1.700.000	52.600	
Số cửa hàng xăng dầu	3.540	6.471	1.150	
	<i>Trực thuộc</i>	<i>540</i>	<i>2.471</i>	-
	<i>Đại lý</i>	<i>3.000</i>	<i>4.000</i>	-

Nguồn: PVOil và Petrolimex

Kênh phân phối

Các sản phẩm xăng dầu của PVOil được phân phối qua 3 kênh phân phối, với kênh Đại lý/ Tổng đại lý chiếm tỷ trọng cao nhất 62% nhưng đây lại là kênh có biên LN thấp nhất. Trong khi đó, kênh bán lẻ lại là kênh mang lại lợi nhuận và tỷ suất LN gộp cao nhất cho PVOil nhưng tỷ trọng sản lượng qua kênh này hiện chỉ chiếm khoảng 23% tổng sản lượng tiêu thụ. Đây cũng là một trong những lý do chính khiến cho biên LN gộp mảng phân phối sản phẩm xăng dầu của PVOil thấp so với PLX.

Sản lượng tiêu thụ qua các kênh 2017



Nguồn: PVOil

Nguồn cung

Là thành viên của PVN, phần lớn đầu vào của PVOil (55-64%) đến từ nhà máy lọc dầu Dung Quất (BSR). Mặc dù nguồn cung được đảm bảo, nhưng giá bán ra từ nhà máy lọc dầu Dung Quất không cạnh tranh được với nguồn hàng nhập khẩu trong giai đoạn trước 2017.

Nguồn cung	2014	2015	2016
Nhà máy lọc dầu Dung Quất	1.984.000	2.058.000	1.821.000
Nhập khẩu	1.007.000	765.000	774.000
Sản xuất, pha chế	120.000	450.000	693.000
Tổng Cộng	3.111.000	3.273.000	3.288.000

Lý giải cho điều này:

- Trước 2017, các sản phẩm lọc dầu từ Dung Quất phải chịu mức thu điều tiết, đây là chênh lệch giữa mức thuế suất thuế nhập khẩu (MFN) của các sản phẩm lọc dầu hóa dầu tại thời điểm tiêu thụ trừ (-) mức giá trị ưu đãi tính trong giá bán đối với: xăng, dầu là 7%; LPG là 5% và sản phẩm hóa dầu là 3%. Ví dụ, thuế nhập khẩu xăng là 20% thì Dung Quất chỉ phải nộp 13% và giữ lại 7%.
- Tuy nhiên, trong giai đoạn 2015-2016, thuế nhập khẩu xăng dầu từ các nước ASEAN và Hàn Quốc giảm mạnh theo lộ trình đã khiến cho giá bán của Dung Quất cao hơn so với nguồn hàng này.

Tên mặt hàng	Thuế nhập khẩu ưu đãi trong ASEAN (từ 1/1/16)	Thuế nhập khẩu ưu đãi VN-Hàn Quốc (từ 1/1/16)	Thuế nhập khẩu ưu đãi MFN (từ 18/3/16)
Xăng	20%	10%	20%
Dầu diesel	0%	5%	7%
Mazut	0%	0%	7%
Dầu hỏa	0%	5%	7%

Nguồn: Bộ Công Thương

⇒ Cơ cấu nguồn nguyên liệu đầu vào này cũng góp phần lý giải sự kém hơn trong biên LN gộp của PVOil so với PLX trong thời gian qua khi mà 65% sản lượng xăng dầu của PLX nhập từ nước ngoài.

Tuy nhiên, từ 1/1/2017, với việc BSR được bãi bỏ thu điều tiết và tự chủ về giá bán, các sản phẩm của BSR sẽ có mức giá cạnh tranh hơn so với các sản phẩm nhập khẩu. Do đó, mà chênh lệch biên LN gộp giữa PVOil và PLX cũng dần thu hẹp lại.

Giá bán xăng dầu

Giá bán xăng của PVOil cũng như các doanh nghiệp khác được điều chỉnh 15 ngày/ lần và chịu sự chi phối của Liên Bộ Công Thương - Tài Chính với công thức tính như sau:

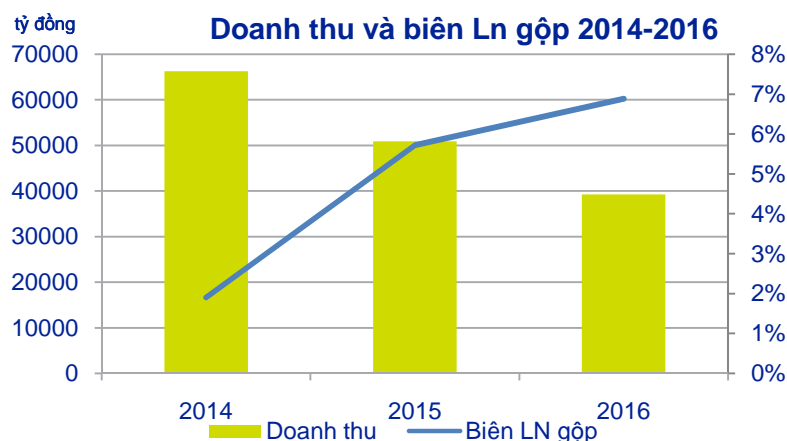
Giá cơ sở = (Giá nhập khẩu CIF + Thuế nhập khẩu + Thuế tiêu thụ đặc biệt) * Tỷ giá + VAT + Chi phí định mức + Quỹ Bình ổn giá + Lợi nhuận định mức + Thuế bảo vệ môi trường + Các loại Thuế và phí khác

Trong đó, kể từ ngày 21/3/2016, Bộ Tài chính áp dụng **mức thuế nhập khẩu** theo phương thức bình quân gia quyền trong công thức tính giá cơ sở xăng dầu. Mức thuế này dựa theo sản lượng nhập khẩu từ các nguồn khác nhau và rồi lấy số liệu quý trước tính cho quý sau.

KẾT QUẢ SẢN XUẤT KINH DOANH

2014-2016

Sự đi xuống về doanh thu của giai đoạn này chủ yếu đến từ việc sụt giảm mạnh mẽ của giá dầu, đã trực tiếp tác động lên giá bán ra của các sản phẩm xăng dầu. Tuy nhiên biên LN gộp lại biến động theo hướng khá tích cực (từ 1,9% năm 2014 lên 6,9% năm 2016) nhờ mức giảm chậm hơn của giá bán ra so với giá đầu vào.



Lý giải cho điều này:

- Nghị định 83/2014 cho phép các doanh nghiệp bán lẻ xăng dầu trong nước (trong đó có PVOil) tính giá bán theo sát giá dầu thế giới, thay vì tuân thủ các quy định của Bộ Công Thương trước đây. Do đó, việc giá dầu giảm và duy trì ở mức thấp trong thời gian dài đã giúp cho biên LN gộp của PVOil nói riêng hay các doanh nghiệp phân phối xăng dầu nói chung tăng do LN định mức cố định ở ngưỡng VND300 /lit và không chịu chi phối bởi giá nguyên liệu đầu vào.
- Chi phí kinh doanh định mức được nâng đáng kể từ tháng 11/2014 (+VND190/lit lên VND1.050 đối với xăng)
- Với thuế nhập khẩu xăng từ thấp hơn từ các nước (ASEAN, Hàn Quốc) từ 2015-2016, PVOil được hưởng lợi từ sự chênh lệch giữa chi phí thuế nhập khẩu trong tính giá cơ sở và mức thuế nhập khẩu thực phải trả. Tuy nhiên, mức chênh lệch này không nhiều bằng PLX do tỷ trọng sản lượng đầu vào nhập khẩu của PVOil chỉ chiếm khoảng 23-30% thay vì 65% như PLX.

2017

Theo PVOil công bố, trong 11 tháng 2017, sản lượng xăng dầu kinh doanh của PV Oil đạt 2.933 nghìn m³/tấn. Doanh thu hợp nhất đạt VND51.517 tỷ và LNTT VND470 tỷ. Ước tính cả năm 2017, sản lượng xăng dầu đạt 3.200 nghìn m³/tấn, tương đương với cùng kỳ năm trước. Doanh thu hợp nhất đạt VND55.500 tỷ (+41% YoY) và LNTT đạt VND520 tỷ (-17% YoY).

Mặc dù giá dầu trung bình đã phục hồi trong 2017 và hỗ trợ tốt cho doanh thu của PVOil, sự sụt giảm trong LNST chủ yếu là do biên LN gộp thấp đi. Nguyên nhân chủ yếu là do tỷ trọng nhập khẩu các sản phẩm xăng dầu từ Hàn Quốc gia tăng đã rút ngắn chênh lệch giữa thuế nhập khẩu trong công thức tính giá cơ sở theo cách tính bình quân gia quyền và mức thuế thực tế doanh nghiệp phải trả.

Triển vọng & Định giá

2018: Với tình hình giá dầu đang dần hồi phục, doanh thu 2018 dự phóng sẽ tiếp tục được cải thiện đáng kể đạt VND60.146 tỷ (+9.1% YoY). LNST thuộc cổ đông công ty mẹ sẽ tăng chậm hơn đạt VND505 tỷ (+7% YoY) do biên LN sẽ chưa cải thiện nhiều được khi mà PVOil sẽ phải mua xăng dầu từ nhà máy lọc dầu **Nghi sơn** (chịu thu điều

tiết giống NMLD Dung Quất giai đoạn trước 2017) do PVN đã cam kết bao tiêu đầu ra cho nhà máy này trong vòng 15 năm. Mặc dù PVN có thể không phải bao tiêu do các sản phẩm của lọc dầu Nghi Sơn chưa đạt đủ tiêu chuẩn khí thải Euro 4, đây vẫn được xem là rủi ro trong hoạt động của PVOil.

Xu hướng dài hạn hấp dẫn từ các thương vụ M&A và sự chủ động hơn trong chiến lược kinh doanh

Nhìn chung, hiệu quả sản xuất kinh doanh cũng như năng lực của PVOil hiện còn cách người dẫn đầu khá xa. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá tốc độ tăng trưởng của PVOil trong thời gian tới sẽ nhanh hơn nhờ các thương vụ M&A như thời gian vừa qua. Đây cũng là điểm sáng quan trọng trong bức tranh triển vọng dài hạn của công ty này khi mà PLX sẽ khó tăng trưởng bằng phương thức này với thị phần 50% hiện tại do các điều khoản trong Luật cạnh tranh.

- PV Oil dự kiến nâng thị phần phân phối xăng dầu từ 22% hiện nay lên khoảng 30-35% trong 3-5 năm tới nhờ mở rộng nhanh chóng số lượng cây xăng thuộc sở hữu lên 1.550 cửa hàng vào năm 2022 (gấp 3 lần con số hiện nay).
- Để tài trợ cho kế hoạch này, PV Oil dự kiến sẽ chi tới 280 triệu USD cho các thương vụ M&A trong 5 năm tới; trong đó có khoảng 170 triệu USD từ vốn tự có còn lại là vốn vay.

Chúng tôi nhận định chiến lược này khả thi khi mà toàn thị trường hiện có khoảng 14.000 cửa hàng xăng dầu và PLX chỉ đang sở hữu 2.471 cửa hàng nên cơ hội mua bán sát nhập khá lớn. Ngoài ra, với chiến lược này, cơ cấu bán hàng cũng dự kiến được dịch chuyển với tỷ trọng cao hơn ở kênh bán lẻ với mục tiêu 28% vào năm 2021 từ ngưỡng 23% hiện tại. Do đó, tiềm năng tăng trưởng doanh thu và biên LN gộp của PVOil trong thời gian tới khá hấp dẫn.

Ngoài ra với việc thoái vốn nhà nước xuống còn 35%, PVOil sẽ chủ động hơn trong việc lựa chọn đối tượng khách hàng cũng như chiến lược kinh doanh phù hợp. Đây cũng là một trong những yếu tố hấp dẫn nhà đầu tư trong đợt IPO này của PVOil.

Định giá

Về tình hình tài chính, với tỷ lệ Nợ ròng/EBITDA -3,7x và khả năng chi trả lãi vay 5,73x, PVOil sẽ không gặp khó khăn tài chính nào trong việc chi trả nợ cũng như vay mượn thêm cho các thương vụ M&A sắp tới. Cùng tiềm năng tăng trưởng dài hạn hấp dẫn hơn các doanh nghiệp cùng ngành, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu là VND15,630 cho năm 2018.

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ PVOil

(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần	39.263	55.123	60.146	66.861	74.329	82.636
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>-23%</i>	<i>40%</i>	<i>9%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>
GVHB trừ khấu hao	36.188	52.113	56.880	63.098	69.806	77.311
Chi phí bán hàng và QLDN	2.178	2.150	2.346	2.674	3.122	3.553
<i>Chi phí bán hàng và QLDN/DTT</i>	<i>6%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>
EBITDA	897	860	920	1.088	1.402	1.771
<i>Tỷ suất EBITDA (%)</i>	<i>2%</i>	<i>2%</i>	<i>2%</i>	<i>2%</i>	<i>2%</i>	<i>2%</i>
Khấu hao	374	352	359	383	422	462
Lợi nhuận từ HĐKD	523	508	561	705	979	1.309
<i>Biên LN HĐKD (%)</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>2%</i>
Chi phí lãi vay ròng	-85	-114	-106	-110	-119	-143
<i>Chi phí lãi vay/Nợ ròng trung bình</i>	<i>2%</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>
Thuế	61	70	74	90	122	162
<i>Thuế suất thực tế (%)</i>	<i>10%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>
Lợi ích CĐTS	67	58	62	76	103	137
Lợi nhuận ròng	498	471	506	618	836	1.112
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>
Tiền mặt đạt được	939	881	927	1.077	1.362	1.712
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	1088	1088	1088	1088	1088	1088
EPS (VND)	458	433	465	568	769	1.022
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
EPS hiệu chỉnh (VND)	458	433	465	568	769	1.022
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)</i>	<i>-19%</i>	<i>-6%</i>	<i>7%</i>	<i>22%</i>	<i>35%</i>	<i>33%</i>

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
<i>ROE (%)</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,1%</i>	<i>5,9%</i>	<i>7,5%</i>	<i>9,2%</i>
<i>ROA (%)</i>	<i>2,5%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,7%</i>	<i>3,5%</i>	<i>4,3%</i>
<i>ROIC (%)</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,4%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,7%</i>
<i>WACC (%)</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>
<i>EVA (%)</i>	<i>-12,6%</i>	<i>-13,0%</i>	<i>-13,0%</i>	<i>-12,6%</i>	<i>-12,0%</i>	<i>-11,3%</i>
<i>PER (x)</i>	<i>29,2</i>	<i>30,9</i>	<i>28,8</i>	<i>23,6</i>	<i>17,4</i>	<i>13,1</i>
<i>EV/EBITDA (x)</i>	<i>12,3</i>	<i>12,8</i>	<i>12,0</i>	<i>10,2</i>	<i>7,9</i>	<i>6,2</i>
<i>EV/FCF (x)</i>	<i>27,5</i>	<i>64,4</i>	<i>25,1</i>	<i>17,9</i>	<i>11,1</i>	<i>6,8</i>
<i>PBR (x)</i>	<i>1,4</i>	<i>1,3</i>	<i>1,3</i>	<i>1,2</i>	<i>1,1</i>	<i>1,0</i>
<i>PSR (x)</i>	<i>0,4</i>	<i>0,3</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>
<i>EV/sales (x)</i>	<i>0,3</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>
<i>Suất sinh lợi cổ tức (%)</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Thay đổi vốn lưu động	265	613	117	(168)	(267)	(757)
Capex	191	106	379	638	643	849
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	-7	10	10	10	10	10
Dòng tiền tự do	402	172	441	617	995	1.629
Phát hành cp	0	0	0	0	0	0.001
Cổ tức đã trả	0	0	0	0	0	0
Thay đổi nợ ròng	-402	-172	-441	-617	-995	-1629
Nợ ròng cuối năm	(3.932)	(3.716)	(3.929)	(4.276)	(4.975)	(6.270)
Giá trị doanh nghiệp	10.646	10.862	10.649	10.301	9.603	8.308
Vốn CSH	10.411	10.848	11.383	12.037	12.922	14.099
Giá trị sổ sách/cp (VND)	9.570	9.972	10.464	11.065	11.878	12.960
Nợ ròng / VCSH (%)	-38%	-34%	-35%	-36%	-38%	-44%
<i>Nợ ròng / EBITDA (x)</i>	<i>-4,4</i>	<i>-4,3</i>	<i>-4,3</i>	<i>-3,9</i>	<i>-3,5</i>	<i>-3,5</i>
Tổng tài sản	21.304	23.308	24.678	26.702	29.066	31.945

PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
NOPAT	472	449	496	624	867	1.159
<i>Dòng tiền tự do</i>	<i>390</i>	<i>81</i>	<i>359</i>	<i>537</i>	<i>913</i>	<i>1.528</i>
Hệ số chiết khấu			1,0	1,2	1,3	1,5
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do			359	467	690	1.005
<i>Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do 2017-2021</i>			<i>2.522</i>			
Tỷ lệ tăng trưởng			5%			
<i>Giá trị còn lại vào cuối kỳ dự phóng</i>			<i>10.550</i>			
Định giá cổ phiếu (VND)			15.630			

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM
Tel: (+84 28) 3823 4159
Fax: (+84 28) 3823 5060

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3942 9395
Fax: (+84 4) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Trưởng bộ phận – Phân tích Cơ bản

Nguyễn Bình Thanh Giao
(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)
giaonbt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ
Lương Thị Kim Chi
(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)
chiltk@acbs.com.vn

CVPT – Thép, Logistics, Nông nghiệp, Điện, Thủy sản
Trần Thị Hải Yến
(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)
yentran@acbs.com.vn

CVPT – Bất động sản
Phạm Thái Thanh Trúc
(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)
trucptt@acbs.com.vn

NVPT – Dầu khí
Phan Việt Hưng
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)
hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ
Trần Nhật Trung
(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)
trungtn@acbs.com.vn

NVPT – Thép, Điện
Nguyễn Trí Cường
(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)
cuongnt@acbs.com.vn

NVPT – Logistics, Nhựa
Trịnh Viết Hoàng Minh
(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)
minhtvh@acbs.com.vn

NVPT – Kinh tế Vĩ mô, Thị trường Trái phiếu
Trần Vi Phúc
(+8428) 3823 4159 (ext: 250)
phuctv@acbs.com.vn

KHOẢNG KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

Tyler Cheung
(+84 28) 54 043 070
tyler@acbs.com.vn

Giám đốc PTKH
Đặng Mạnh Hùng
(+84 28) 3823 4798
hungdm@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp PTKH
Phan Hồng Diệp
(+84 28) 3823 4159 (ext: 307)
diepph@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận GDKHĐC
Huyền Thị Mỹ Hạnh
(+84 28) 5404 6632
hanhhtm@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Nguyễn Xuân Hằng
(+84 28) 38234160
hanganx@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Trần Thị Thanh
(+84 28) 54046626
thanhtt@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

GIỮ: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn 0-15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) là âm.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó, Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2015). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.