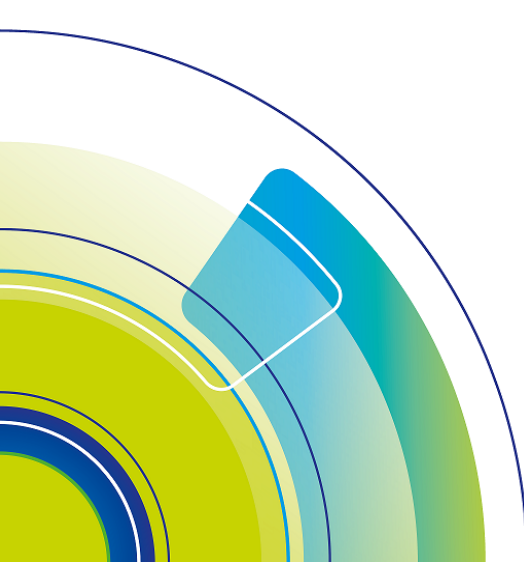




Báo cáo lần đầu BSR–MUA

Ngày 16/01/2018



Phan Việt Hưng

(+84 8) 3823 4159 - Ext: 354

hungpv@acbs.com.vn

Báo Cáo Lần Đầu

Khuyến nghị

**MUA
BSR**

Lọc hoá dầu

Giá khởi điểm (VND)	14.600
Giá mục tiêu (VND)	19.330
Tỷ lệ tăng giá	32,4%
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng	4,8%
Tổng tỷ suất lợi nhuận	37,2%

Cơ cấu sở hữu

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

Thông kê

16/01/2018

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	1063.4/122.03

Công ty TNHH MTV Lọc - Hóa dầu Bình Sơn (BSR)

Là đơn vị thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam, BSR giữ vai trò quản lý, vận hành Nhà máy lọc dầu (NMLD) Dung Quất từ tháng 5/2010. Đây là NMLD duy nhất hoạt động tại Việt Nam tính đến cuối năm 2017, với công suất thiết kế 6,5 triệu tấn dầu thô/năm, cung cấp khoảng 30% nhu cầu xăng dầu của cả nước.

Với vai trò quan trọng về an ninh năng lượng quốc gia, Chính phủ luôn dành nhiều ưu đãi cho BSR như tiền thuê đất, thời hạn thuê và đặc biệt là các chính sách thuế. Từ đầu năm 2017, cơ chế thu điều tiết được bãi bỏ đã giúp cho BSR tự chủ quyết định giá bán mà không phải nộp các khoản thu điều tiết hay thuế nhập khẩu. Trong khi đó, các sản phẩm xăng dầu nhập khẩu vào Việt Nam vẫn phải chịu thuế nhập khẩu với mức thấp nhất là 10% cho các sản phẩm xăng từ Hàn Quốc. Cơ chế này sẽ hỗ trợ mạnh mẽ cho biên LN của BSR cho đến tận năm 2024 khi mà thuế nhập khẩu xăng dầu từ ASEAN mới về cùng mức 0%.

Doanh thu của BSR chủ yếu đến từ 3 sản phẩm truyền thống: dầu Diesel, xăng RON92 và RON 95, chiếm 80-90% tổng doanh thu hàng năm. Tuy nhiên đóng góp chính vào lợi nhuận gộp lại thuộc về RON 95, RON 92 và hạt nhựa PP. Về nhu cầu, các sản phẩm của BSR luôn được tiêu thụ hết nhờ mối quan hệ chiến lược với các doanh nghiệp đầu mối lớn dẫn đầu thị phần phân phối xăng dầu như Petrolimex, PVOil và Thanh Lễ.

Trong 2018, nguồn cung trong nước sẽ có thêm NMLD Nghi Sơn. Tuy nhiên, giá bán ra của các sản phẩm từ nhà máy này sẽ khó có thể cạnh tranh với BSR do sẽ phải chịu thu điều tiết giống Dung Quất giai đoạn trước 2017. Nhìn chung, kqkd của BSR dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng ấn tượng khi mà nhà máy không phải bảo dưỡng tổng thể như 2017. Cùng với sự phục hồi của giá dầu, chúng tôi dự phóng doanh thu đạt VND90,109 tỷ (+23% n/n) và LNST thuộc cổ đông công ty mẹ đạt VND8.764 tỷ (+23% n/n).

Về dự án Nâng cấp mở rộng nhà máy (NCOMR), dự án này dự kiến sẽ chính thức vận hành từ 2022 với tổng mức đầu tư 1,8 tỷ USD và tỷ lệ VCSH/Vốn vay 30/70. Sau khi đi vào hoạt động, công suất nhà máy sẽ tăng thêm 30% đạt 8,5 triệu tấn dầu thô/năm. Chất lượng sản phẩm sẽ đạt chuẩn EURO V đáp ứng lộ trình tiêu chuẩn sản phẩm đầu ra của Chính phủ. Ngoài ra, BSR sẽ không còn bị phụ thuộc vào nguồn dầu thô từ mỏ Bạch Hổ nhờ khả năng linh động hơn trong việc lựa chọn dầu thô đầu vào. Đây được coi là một yếu tố hấp dẫn trong bức tranh tăng trưởng dài hạn bền vững của BSR.

Về tài chính, với tỷ lệ Nợ ròng/EBITDA 0,4x và khả năng chi trả lãi vay 18,7x, BSR sẽ không gặp khó khăn nào trong việc chi trả nợ cũng như vay mượn thêm cho dự án NCOMR nhà máy. Ngoài ra, kế hoạch trả cổ tức 7% trong giai đoạn 2018-2022 cũng sẽ được đảm bảo. Nhìn chung, cùng tiềm năng tăng trưởng dài hạn hấp dẫn và các lợi thế từ chính sách nhà nước được duy trì, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu VND19,330 cho năm 2018.

	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
DT Thuần (tỷ đồng)	73,333	90,109	92,813	80,133	82,136	115,207
Tăng trưởng (%)	0%	23%	3%	-14%	2%	40%
EBITDA (tỷ đồng)	10,162	11,969	12,275	10,575	10,799	16,513
Biên EBITDA (%)	14%	13%	13%	13%	13%	14%
LN ròng (tỷ đồng)	7,132	8,765	9,190	7,580	7,666	10,958
Tăng trưởng LN (%)	59%	23%	5%	-18%	1%	43%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	2,300	2,827	2,964	2,445	2,473	7,069
Tăng trưởng (%)	50%	23%	5%	-18%	1%	186%
ROE (%)	21%	22%	20%	15%	13%	17%
ROIC (%)	12%	13%	12%	9%	8%	11%
Nợ ròng/EBITDA (x)	0.4	0.2	0.2	0.4	0.5	0.0
PER (lần)	6.3	5.2	4.9	6.0	5.9	2.1
EV/EBITDA (x)	4.9	4.1	4.0	4.7	4.6	3.0
PBR (lần)	1.3	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
DPS (đồng)	1,814	700	700	700	700	701
Suất sinh lợi cổ tức (%)	12%	5%	5%	5%	5%	5%

NGÀNH XĂNG DẦU

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, nâng cao khả năng tự chủ nguồn xăng dầu của Việt Nam.

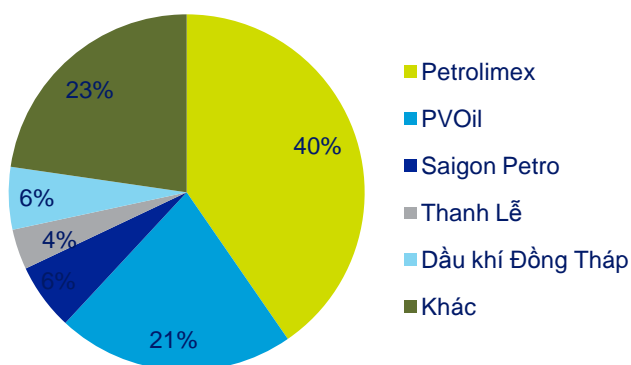
TỔNG QUAN BSR

Là đơn vị thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam, Công ty TNHH Một thành viên Lọc - Hóa Dầu Bình Sơn (BSR) giữ vai trò quản lý, vận hành Nhà máy lọc dầu (NMLD) Dung Quất từ tháng 5/2010. Tính đến cuối năm 2017, đây là NMLD duy nhất hoạt động tại Việt Nam với tổng vốn đầu tư 3 tỷ USD cho công suất thiết kế 6,5 triệu tấn dầu thô mỗi năm, cung cấp khoảng 30% nhu cầu xăng dầu của cả nước. Kể từ khi BSR tiếp nhận NMLD này, công suất trung bình luôn được duy trì trên 95% và hoạt động ổn định ở mức trên 100% công suất nhờ hệ thống máy móc nhập khẩu từ Nhật, Mỹ và Pháp. Ngoài ra, với vai trò quan trọng về an ninh năng lượng quốc gia, Chính phủ luôn dành khá nhiều ưu đãi cho BSR như tiền thuê đất, thời hạn thuê và đặc biệt là các chính sách thuế.

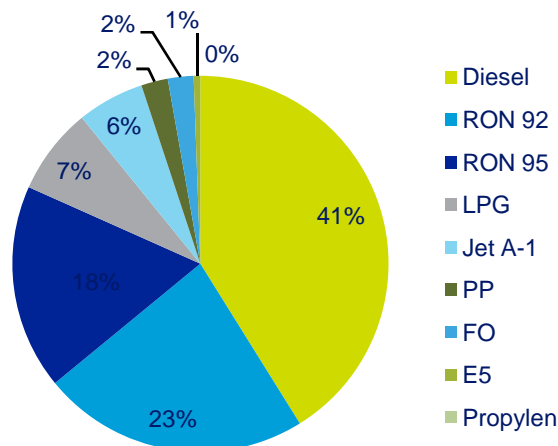
Cơ cấu sản phẩm

Với sản lượng thiết kế các sản phẩm của NMLD Dung Quất, BSR luôn duy trì cơ cấu sản phẩm khoảng 40-45% RON92, RON95 và 45% dầu diesel và 10-15% các sản phẩm khác trong đó đáng kể nhất là Jet A-1 và hạt nhựa PP (sản phẩm hóa dầu có giá trị cao). Các sản phẩm của BSR luôn được tiêu thụ hết nhờ thiết lập được mối quan hệ chiến lược với các khách hàng dẫn đầu thị phần phân phối xăng dầu như Petrolimex (49% thị phần), PVOil (thành viên của PVN), Thanh Lễ, Saigon Petro, v.v.

Cơ cấu doanh thu theo khách hàng 9T2017



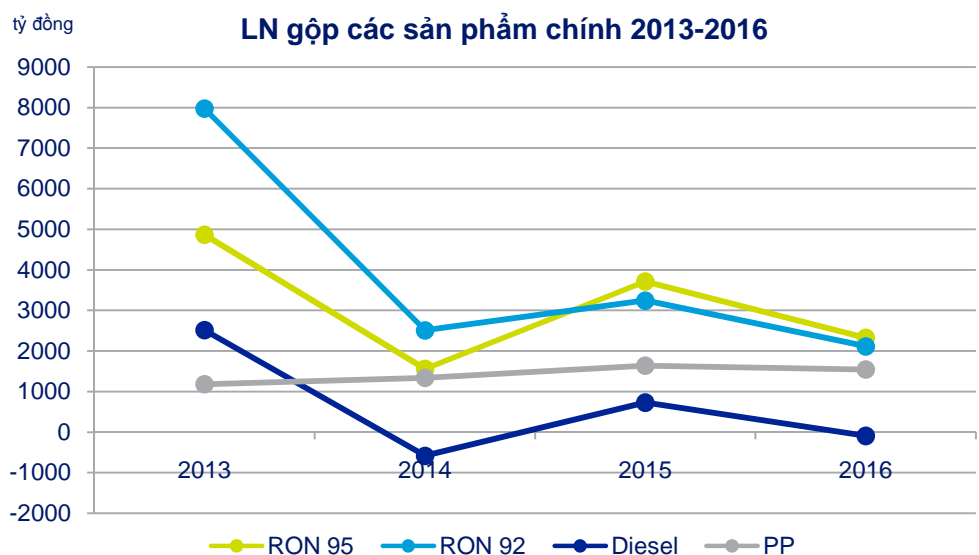
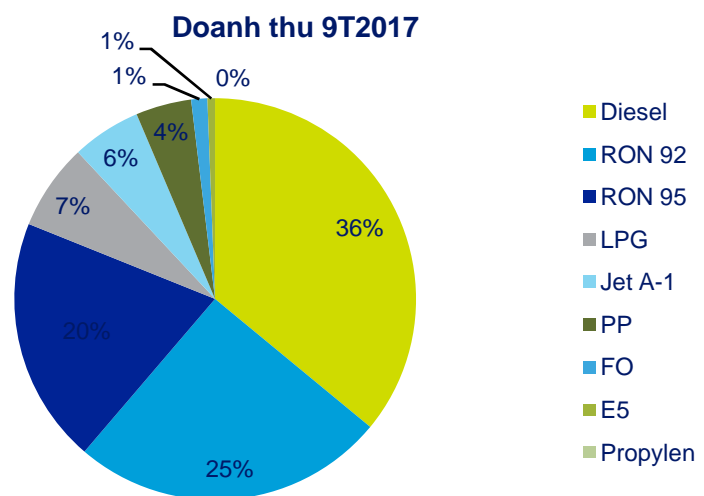
Sản lượng sản xuất và tiêu thụ 9T2017



Nguồn: BSR

Cơ cấu Doanh thu và Lợi nhuận gộp

Với cơ cấu sản phẩm tiêu thụ như trên, cơ cấu doanh thu của BSR cũng khá tương đồng, trong đó các sản phẩm truyền thống, bao gồm nhiên liệu Diesel DO, RON92 và RON 95, luôn đóng góp nhiều nhất, chiếm 80-90% tổng doanh thu hàng năm. Tuy nhiên đóng góp chính vào lợi nhuận gộp lại không thuộc về nhiên liệu Diesel DO mà là RON 95, RON 92 và hạt nhựa PP. Tuy chỉ chiếm khoảng từ 2-4% doanh thu nhưng hạt nhựa PP lại là sản phẩm có biên LN gộp cao nhất, đóng góp trên VND1.000 tỷ vào lợi nhuận gộp hàng năm của BSR. Trong khi đó, việc kinh doanh nhiên liệu diesel không hề ổn định, năm lời năm lỗ.



Nguồn: BSR

Nguồn cung

90% nguồn cung dầu thô của BSR đến từ các mỏ dầu trong nước (chủ yếu là ngọt nhẹ) và còn lại là nhập khẩu. Trong đó, mỏ Bạch Hổ đóng vai trò quan trọng nhất, chiếm 60% tổng khối lượng dầu thô đưa vào chế biến của công ty. Đây là loại dầu thô chất lượng tốt, do đó sẽ đem lại các sản phẩm có giá trị gia tăng cao. Tuy nhiên, với trữ lượng khai thác dầu thô của mỏ Bạch Hổ đang có dấu hiệu suy giảm, việc nâng cao

khả năng chế biến các loại dầu thô khác nhau và đa dạng hóa nguồn dầu thô đang là một trong những mục tiêu quan trọng của BSR trong thời gian tới, và dự kiến sẽ đạt được thông qua dự án Nâng cấp mở rộng nhà máy Dung Quất.

Chính sách ưu đãi Thuế

Thuế thu nhập doanh nghiệp: BSR được áp dụng thuế suất 10% trong thời gian 30 năm, được miễn thuế 4 năm và giảm 50% số thuế phải nộp trong 9 năm tiếp theo kể từ năm đầu tiên có thu nhập chịu thuế. Với chính sách này, thuế thu nhập doanh nghiệp của BSR sẽ vẫn chỉ ở mức thấp 5% cho đến hết năm 2022.

Thuế nhập khẩu đối với sản phẩm lọc hóa dầu

Tên mặt hàng	Thuế nhập khẩu ưu đãi MFN 2015	Thuế nhập khẩu ưu đãi MFN từ 5/2015	Thuế nhập khẩu ưu đãi MFN (từ 18/3/16)	Thuế nhập khẩu ưu đãi trong ASEAN (2015)	Thuế nhập khẩu ưu đãi trong ASEAN (từ 1/1/16)	Thuế nhập khẩu ưu đãi VN-Hàn Quốc (từ 1/1/16)
Xăng	35%	20%	20%	20%	20%	10%
Dầu diesel	30%	10%	7%	5%	0%	5%
Mazut	35%	10%	7%	5%	0%	0%
Dầu hỏa	35%	13%	7%	5%	0%	5%

Nguồn: Bộ Công Thương

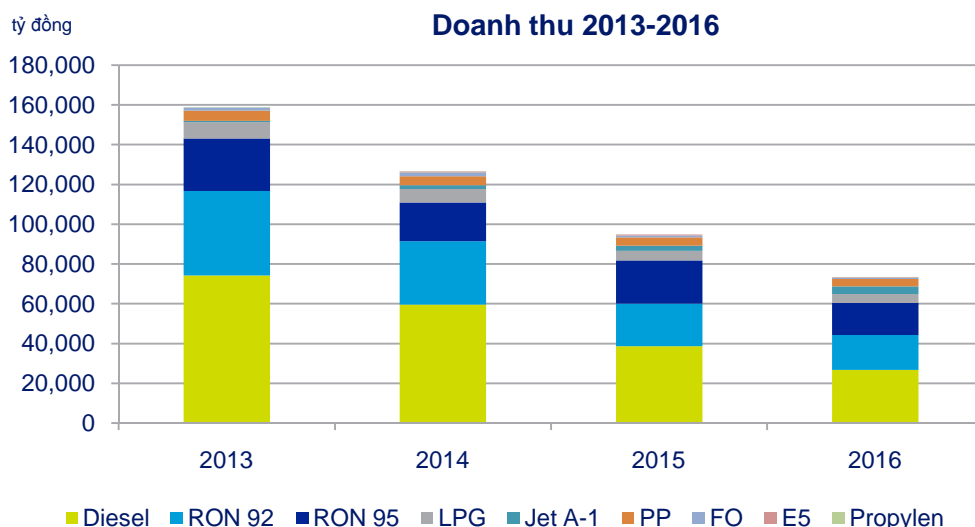
- Từ 2012 đến 9/2016, các sản phẩm lọc dầu từ Dung Quất phải chịu mức thu điều tiết, đây là chênh lệch giữa mức thuế suất thuế nhập khẩu (MFN) của các sản phẩm lọc dầu hóa dầu tại thời điểm tiêu thụ trừ (-) mức giá trị ưu đãi tính trong giá bán đối với: xăng, dầu là 7%; LPG là 5% và sản phẩm hóa dầu là 3%. Ví dụ, thuế nhập khẩu MFN xăng là 20% thì Dung Quất phải nộp 13% và giữ lại 7%.
- Từ 9/2016 - 31/12/2016, BSR chịu mức thu điều tiết 10% với đối với sản phẩm xăng, bãi bỏ thu điều tiết với các sản phẩm khác.
- Từ 01/01/2017, cơ chế thu điều tiết được bãi bỏ đã giúp cho BSR tự chủ quyết định giá bán mà không phải nộp các khoản thu điều tiết hay thuế nhập khẩu. Đây được xem là một chính sách rất ưu đãi dành cho BSR và sẽ hỗ trợ mạnh mẽ cho kết quả kinh doanh của BSR.

KẾT QUẢ SẢN XUẤT KINH DOANH

2013-2016 doanh thu sụt giảm nhưng LN cải thiện đáng kể

Doanh thu

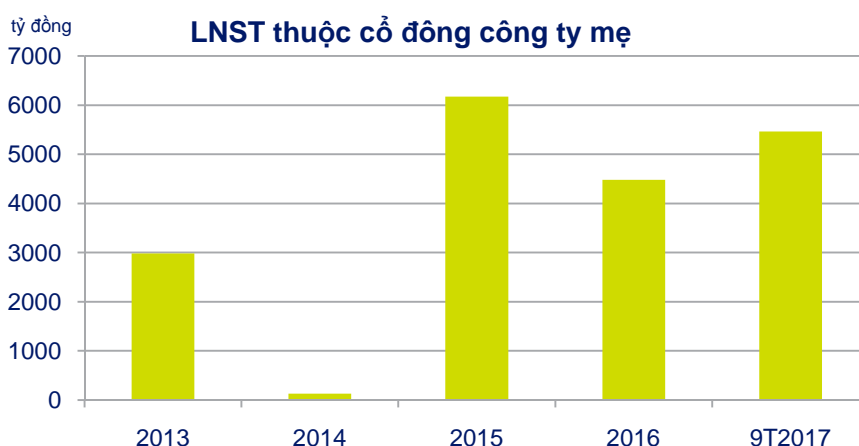
Mặc dù sản lượng sản xuất/ kinh doanh luôn duy trì ở ngưỡng trên 100% công suất (trừ những năm diễn ra bảo dưỡng tổng thể với chu kỳ 3 năm 1 lần), sự sụt giảm của giá dầu đã kéo doanh thu BSR giảm theo liên tục trong giai đoạn này.



Lợi nhuận

Tuy nhiên lợi nhuận lại diễn biến hoàn toàn tích cực hơn. Sau khi chạm đáy năm 2014 do trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho tăng mạnh và giảm sản lượng tiêu thụ do công tác thực hiện bảo dưỡng tổng thể lần II (VND1337 tỷ), lợi nhuận BSR đã có sự phục hồi đáng kể trong 2015. Giá đầu vào thấp cùng với sự điều chỉnh giảm thuế nhập khẩu ưu đãi (MFNs) của Bộ Công Thương từ 5/2015 đã hỗ trợ tích cực cho biên lợi nhuận gộp của BSR từ 1,5% (2014) lên 10,4% (2015).

Đến 2016, mặc dù lợi nhuận của BSR giảm 27% n/n nhưng vẫn duy trì ở ngưỡng cao gấp 1.5 lần LN năm 2013. Lý giải cho điều này: thuế nhập khẩu xăng dầu từ các nước ASEAN và Hàn Quốc giảm mạnh theo lộ trình dưới đây đã khiến cho giá bán của BSR kém cạnh tranh hơn phần nào so với nguồn hàng này.



Nguồn: BSR

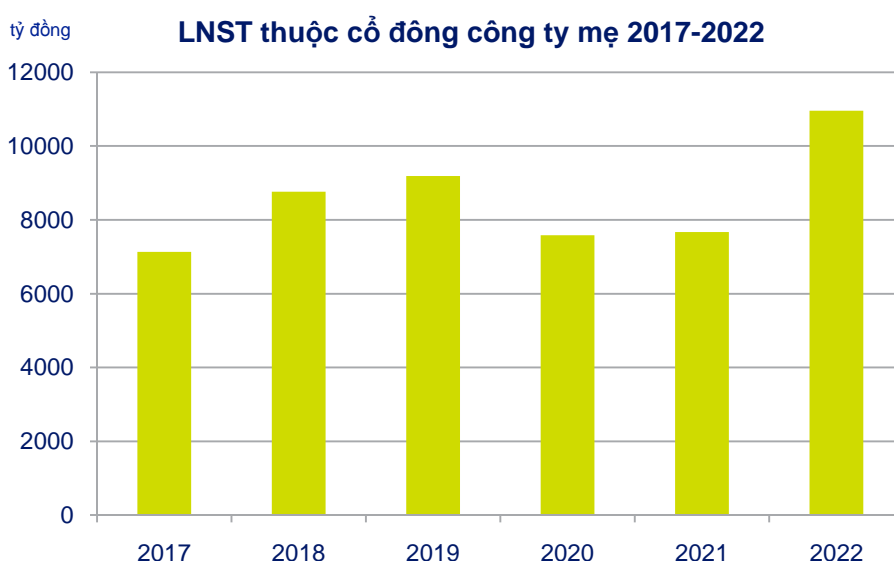
2017: hưởng lợi lớn từ việc bãi bỏ cơ chế thu điều tiết

Trong 2017, BSR đã phải thực hiện bảo dưỡng tổng thể lần 3 trong 52 ngày với tổng chi phí VND1670 tỷ. Đây được coi là một bảo dưỡng khá thành công khi mà qua đợt bảo dưỡng này, NMLD Dung Quất sẽ chạy ổn định ở mức trên 110% công suất.

Mặc dù phải tạm dừng trong khoảng thời gian trên, việc bãi bỏ thu điều tiết đã hỗ trợ rất tích cực cho kết quả kinh doanh của BSR trong 9T2017, với LNST của cổ đông công ty mẹ đạt VND5.461 tỷ gấp 4,75 lần cùng kỳ năm 2016. Trong khi đó các sản phẩm xăng dầu nhập khẩu vào Việt Nam vẫn phải chịu thuế nhập khẩu với mức thấp nhất là 10% cho các sản phẩm từ Hàn Quốc. Do đó cơ chế này sẽ là điểm sáng xuyên suốt trong hoạt động kinh doanh của BSR cho đến tận năm 2024 khi mà thuế nhập khẩu xăng dầu ASEAN mới trở về cùng mức 0%.

Với các yếu tố trên, chúng tôi dự phóng doanh thu BSR đạt VND73.332 (-0,5% n/n) và LNST thuộc cổ đông công ty mẹ VND7.131 (+59% n/n) cho cả năm 2017.

Triển Vọng và Định Giá



Nguồn: ACBS

2018-2019 tiếp tục tăng trưởng ấn tượng

Trong 2018, nguồn cung trong nước sẽ có thêm từ Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn, dự kiến sẽ đi vào vận hành thương mại trong Quý 2. Tuy nhiên, giá bán ra của các sản phẩm từ nhà máy này sẽ khó có thể cạnh tranh với BSR do sẽ phải chịu thu điều tiết giống NMLD Dung Quất giai đoạn trước 2017 theo cơ chế 3-5-7 trong 10 năm: 7% với xăng, 5% với LPG và 3% cho các sản phẩm hóa dầu. Thêm vào đó, PVN có thể không phải bao tiêu như cam kết trước đây do các sản phẩm của lọc dầu Nghi Sơn chưa đạt đủ tiêu chuẩn khí thải Euro 4.

Nhìn chung, kết quả kinh doanh của BSR dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng ấn tượng trong năm nay khi mà NMLD Dung Quất không phải bảo dưỡng tổng thể như 2017. Cùng với việc bãi bỏ thu điều tiết được duy trì và sự phục hồi của giá dầu, chúng tôi dự phóng doanh thu đạt VND90,109 (+23% n/n) và LNST thuộc cổ đông công ty mẹ VND8.764 (+23% n/n).

2020-2021 sự chuẩn bị cho diện mạo mới của NMLD Dung Quất

Sản lượng sản xuất/ kinh doanh trong 2 năm này dự kiến sẽ chỉ duy trì ở ngưỡng 5,7-5,8 triệu tấn và qua đó sẽ tác động lên doanh thu và lợi nhuận của BSR do

- 2020: bảo dưỡng tổng thể nhà máy lần IV
- 2021: ngừng hoạt động dự kiến trong 2 tháng do quá trình kết nối với dự án Nâng cấp mở rộng NMLD Dung Quất

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đây là sự điều chỉnh hợp lý và cần thiết cho một Dung Quất hiệu quả hơn và bền vững hơn.

Tầm quan trọng của dự án Nâng cấp mở rộng (NCMR) NMLD Dung Quất

Với việc vận hành trên 100% công suất trong suốt thời gian qua cùng với nhu cầu xăng dầu được dự báo tăng trưởng tốt trong thời gian tới, việc triển khai dự án NCMR là hoàn toàn cần thiết. Dự án dự kiến sẽ hoàn thành năm 2021 và chính thức đi vào hoạt động từ 2022 với tổng mức đầu tư dự kiến 1,8 tỷ USD và tỷ lệ VCSH/Vốn vay 30/70.

Sau khi đi vào hoạt động, công suất nhà máy sẽ tăng thêm 30% đạt 8,5 triệu tấn dầu thô/ năm. Chất lượng sản phẩm sẽ đạt tiêu chuẩn EURO V đáp ứng lộ trình tiêu chuẩn sản phẩm đầu ra của Chính phủ theo Quyết định số 49/2011/QĐ-TTg. Ngoài ra, BSR sẽ không còn bị phụ thuộc vào nguồn dầu thô từ mỏ Bạch Hổ đang dần tụt giảm về sản lượng nhờ khả năng linh động hơn trong việc lựa chọn dầu thô đầu vào. Do đó, việc đi vào hoạt động của dự án NCMR này sẽ khắc phục được hầu hết các điểm yếu và tạo sự hấp dẫn cho bức tranh tăng trưởng dài hạn bền vững của BSR.

Định giá

Tình hình tài chính đã được cải thiện khá tích cực trong thời gian qua khi mà tỷ lệ nợ phải trả/ vốn chủ sở hữu của BSR liên tục giảm từ mức 70.2% năm 2013 xuống còn 47.21% năm 2016. Với tỷ lệ Nợ ròng/EBITDA 0,4x và khả năng chi trả lãi vay 18,7x, BSR sẽ không gặp khó khăn tài chính nào trong việc chi trả nợ cũng như vay mượn thêm cho dự án NCMR nhà máy. Ngoài ra, kế hoạch trả cổ tức 7% /năm trong giai đoạn 2018-2022 cũng sẽ được đảm bảo dựa trên lượng tiền mặt và dòng tiền hiện tại. Nhìn chung, cùng tiềm năng tăng trưởng dài hạn hấp dẫn và các lợi thế từ chính sách nhà nước, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu là VND19,330 cho năm 2018.

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ BSR

(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	73,333	90,109	92,813	80,133	82,136	115,207
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>0%</i>	<i>23%</i>	<i>3%</i>	<i>-14%</i>	<i>2%</i>	<i>40%</i>
GVHB trừ khấu hao	62,298	77,041	79,405	68,556	70,310	97,185
Chi phí bán hàng và QLDN	873	1,099	1,132	1,002	1,027	1,509
<i>Chi phí bán hàng và QLDN/DTT</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>
EBITDA	10,162	11,969	12,275	10,575	10,799	16,513
<i>Tỷ suất EBITDA (%)</i>	<i>14%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>14%</i>
Khấu hao	2,675	2,706	2,734	2,762	2,791	5,003
Lợi nhuận từ HĐKD	7,487	9,263	9,541	7,813	8,008	11,509
<i>Biên LN HĐKD (%)</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>
Chi phí lãi vay ròng	-96	-32	-177	-223	-167	-167
<i>Chi phí lãi vay/Nợ ròng trung bình</i>	<i>-3%</i>	<i>-1%</i>	<i>-9%</i>	<i>-7%</i>	<i>-3%</i>	<i>-6%</i>
Thuế	382	469	492	406	410	587
<i>Thuế suất thực tế (%)</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>
Lợi ích CĐTS	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)
Lợi nhuận ròng	7,132	8,765	9,190	7,580	7,666	10,958
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>	<i>10%</i>
Tiền mặt đạt được	9,777	11,441	11,894	10,313	10,427	15,932
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	3100	3100	3100	3100	3100	3100
EPS (VND)	2,300	2,827	2,964	2,445	2,473	3,534
T/đ chia thưởng/cổ tức bằng cp (lần)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	2.0
EPS hiệu chỉnh (VND)	2,300	2,827	2,964	2,445	2,473	7,069
<i>Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)</i>	<i>50%</i>	<i>23%</i>	<i>5%</i>	<i>-18%</i>	<i>1%</i>	<i>186%</i>

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
<i>ROE (%)</i>	<i>20.8%</i>	<i>22.4%</i>	<i>20.0%</i>	<i>14.5%</i>	<i>13.3%</i>	<i>16.9%</i>
<i>ROA (%)</i>	<i>12.3%</i>	<i>14.3%</i>	<i>12.5%</i>	<i>9.2%</i>	<i>8.7%</i>	<i>11.3%</i>
<i>ROIC (%)</i>	<i>11.5%</i>	<i>13.4%</i>	<i>11.8%</i>	<i>8.7%</i>	<i>8.1%</i>	<i>10.6%</i>
<i>WACC (%)</i>	<i>13.4%</i>	<i>14.3%</i>	<i>14.0%</i>	<i>13.4%</i>	<i>13.4%</i>	<i>15.0%</i>
<i>EVA (%)</i>	<i>-1.8%</i>	<i>-0.9%</i>	<i>-2.2%</i>	<i>-4.7%</i>	<i>-5.3%</i>	<i>-4.4%</i>
<i>PER (x)</i>	<i>6.3</i>	<i>5.2</i>	<i>4.9</i>	<i>6.0</i>	<i>5.9</i>	<i>2.1</i>
<i>EV/EBITDA (x)</i>	<i>4.9</i>	<i>4.1</i>	<i>4.0</i>	<i>4.7</i>	<i>4.6</i>	<i>3.0</i>
<i>EV/FCF (x)</i>	<i>9.3</i>	<i>14.4</i>	<i>48.2</i>	<i>43.5</i>	<i>59.4</i>	<i>5.7</i>
<i>PBR (x)</i>	<i>1.3</i>	<i>1.1</i>	<i>0.9</i>	<i>0.8</i>	<i>0.8</i>	<i>0.7</i>
<i>PSR (x)</i>	<i>0.6</i>	<i>0.5</i>	<i>0.5</i>	<i>0.5</i>	<i>0.5</i>	<i>0.4</i>
<i>EV/sales (x)</i>	<i>0.7</i>	<i>0.5</i>	<i>0.5</i>	<i>0.6</i>	<i>0.6</i>	<i>0.4</i>
<i>Suất sinh lợi cổ tức (%)</i>	<i>12.4%</i>	<i>4.8%</i>	<i>4.8%</i>	<i>4.8%</i>	<i>4.8%</i>	<i>4.8%</i>

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Thay đổi vốn lưu động	2,701	3,008	(121)	93	(193)	2,492
Capex	1,774	5,009	11,001	9,097	9,801	4,777
Đầu tư vào cty liên kết, liên doanh	10	10	10	10	10	10
Dòng tiền tự do	5,312	3,434	1,023	1,132	830	8,672
Phát hành cp	0	0	0	0	0.001	0.002
Cổ tức đã trả	5626	2170	2170	2170	2170	2173
Thay đổi nợ ròng	314	-1263	1148	1038	1341	-6499
Nợ ròng cuối năm	3,653	1,910	2,259	4,573	5,909	(544)
Giá trị doanh nghiệp	46,453	44,711	45,059	47,373	48,710	42,257
Vốn CSH	35,776	42,335	49,317	54,694	60,157	68,902
Giá trị sổ sách/cp (VND)	11,539	13,654	15,906	17,640	19,402	22,223
Nợ ròng / VCSH (%)	10%	5%	5%	8%	10%	-1%
<i>Nợ ròng / EBITDA (x)</i>	<i>0.4</i>	<i>0.2</i>	<i>0.2</i>	<i>0.4</i>	<i>0.5</i>	<i>0.0</i>
Tổng tài sản	59,204	70,399	82,158	87,705	97,435	106,963

PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
NOPAT	7,105	8,791	9,055	7,414	7,600	10,922
<i>Dòng tiền tự do</i>	<i>5,305</i>	<i>3,480</i>	<i>908</i>	<i>986</i>	<i>783</i>	<i>8,656</i>
Hệ số chiết khấu		1.0	1.1	1.3	1.5	1.7
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do		3,480	796	763	535	5,137
<i>Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do 2017-2021</i>		<i>10,711</i>				
Tỷ lệ tăng trưởng		4.5%				
<i>Giá trị còn lại vào cuối kỳ dự phóng</i>		<i>51,128</i>				
Định giá cổ phiếu (VND)		19,330				

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
Huỳnh 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.