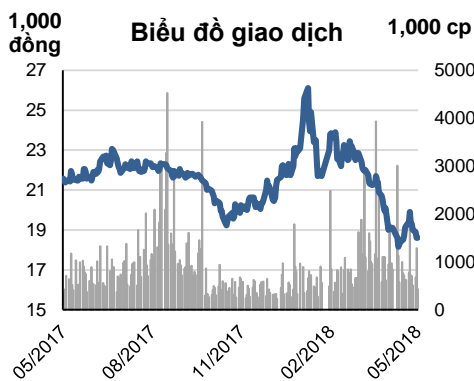


**DPM (HOSE) TCT Phân bón & Hóa chất Dầu khí – Rủi ro giá khí đầu vào che mờ triển vọng NPK**

**Đánh giá TRUNG LẬP**

	<b>Phân bón</b>
<b>Giá thị trường (VND):</b>	<b>17,100</b>
<b>Giá mục tiêu (VND):</b>	<b>18,000</b>
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm:	5.3%
Suất sinh lợi cổ tức:	5.8%
<b>Suất sinh lợi bình quân năm:</b>	<b>11.1%</b>



**Diễn biến giá cổ phiếu (%)**

	<b>YTD</b>	<b>1T</b>	<b>3T</b>	<b>12T</b>
<b>Tuyệt đối</b>	-13%	-2%	-22%	-14%
<b>Tương đối</b>	-13%	7%	-11%	-49%

Nguồn: Bloomberg, so với VNI

**Thông kê**

**25/05/18**

<b>Thấp/Cao 52 tuần (VND)</b>	18.2k-26.1k
<b>SL lưu hành (triệu cp)</b>	391
<b>Vốn hóa (tỷ đồng)</b>	7,279
<b>Vốn hóa (triệu USD)</b>	320
<b>% khối ngoại sở hữu</b>	22%
<b>SL cp tự do (triệu cp)</b>	138
<b>KLGD TB 3 tháng (cp)</b>	715,256
<b>VND/USD</b>	22,770
<b>Index: VNIndex / HNX</b>	977/116

Nguồn: Bloomberg

**Cơ cấu sở hữu**

**25/05/18**

<b>Tập đoàn Dầu khí Việt Nam</b>	59.6%
<b>Vietnam Market Vectors ETF</b>	4.5%
<b>Deutsche Bank AG London</b>	4.4%
<b>Cổ đông khác</b>	31.5%

Nguồn: Stoxplus

**Nguyễn Hoàng Hà**

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1463

[ha.nh@kisvn.vn](mailto:ha.nh@kisvn.vn)

[www.kisvn.vn](http://www.kisvn.vn)

**Quan điểm đầu tư:**

- DPM là doanh nghiệp sản xuất phân bón hàng đầu Việt Nam với 35% thị phần urea, kênh phân phối rộng khắp với 3,000 điểm phân phối bán lẻ.
- Sự gia nhập vào thị trường phân bón NPK (tăng trưởng 7% CAGR) với dự án quy mô 250 nghìn tấn với công nghệ hóa học là một hướng đi triển vọng.
- Luật thuế VAT sửa đổi trong kỳ họp Quốc hội XIV tới có thể giúp DPM giảm 5% chi phí đầu vào.
- Kỳ vọng thoái vốn từ PVN xuống dưới 51%, dẫn đến sự gia nhập của nhà đầu tư chiến lược sẽ giúp DPM đẩy mạnh đầu ra, tiết giảm chi phí.
- 2017, trong khi doanh thu đi ngang, lợi nhuận sau thuế giảm mạnh 40% do giá khí đầu vào tăng mạnh. ROE còn 8.7%. Tiền mặt giảm do đầu tư dự án NPK.
- 2018, trong kịch bản trung tính của giá dầu khí (trung bình 75USD/thùng), chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng DPM giảm tiếp 40% xuống còn 419 tỷ đồng, EPS forward 1,067đ/cp.

**Rủi ro:**

- Giá khí đầu vào tăng mạnh (dựa trên giá dầu nhiên liệu FO) là rủi ro lớn nhất, trong khi giá bán đầu ra mảng urea không thể tăng vì thị trường bão hòa.
- Cổ tức tiền mặt, điểm sáng của DPM, bị cắt giảm chỉ còn 1000đ/cp kể từ 2018.
- Rủi ro trích lập khoản đầu tư vào PVText trị giá 680 tỷ.
- Chậm 6 tháng tiến độ nhà máy NPK, mất nửa sản lượng bán hàng cho 2018.
- Ban lãnh đạo chưa thực sự nhanh nhạy trong việc phòng vệ rủi ro đầu vào và tiết giảm các chi phí hoạt động.

**Định giá:**

- Áp dụng phương pháp EV/EBITDA trung bình ngành, trong kịch bản trung tính của giá dầu khí, chúng tôi ước tính giá trị thực DPM là 18,000đ/cp cuối 2018. Tổng mức sinh lời là 11.1% trên thị giá 17,100đ/cp (ngày 25/05/2018), bao gồm cổ tức 1000đ/cp. **KHUYẾN NGHỊ TRUNG LẬP.**

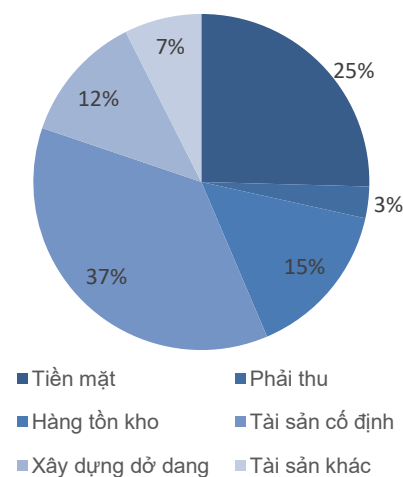
<b>Tỷ đồng</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>DT Thuần (tỷ đồng)</b>	<b>9,765</b>	<b>7,925</b>	<b>7,996</b>	<b>8,565</b>	<b>8,879</b>
<b>Tăng trưởng (%)</b>	2.3%	-18.8%	0.9%	7.1%	3.7%
<b>LN hoạt động (tỷ đồng)</b>	1,804	1,161	670	362	400
<b>Biên lợi nhuận (%)</b>	18.5%	14.7%	8.4%	4.2%	4.5%
<b>LN khác</b>	-178	2	18	10	10
<b>LNST (tỷ đồng)</b>	<b>1,488</b>	<b>1,141</b>	<b>694</b>	<b>419</b>	<b>422</b>
<b>Biên lợi nhuận (%)</b>	15.6%	14.7%	8.9%	4.9%	4.8%
<b>SLCP lưu hành (triệu cp)</b>	380	391	391	391	391
<b>EPS (hiệu chỉnh, VND)</b>	<b>3,798</b>	<b>2,911</b>	<b>1,770</b>	<b>1,067</b>	<b>1,075</b>
<b>Tăng trưởng (%)</b>	-35.9%	-23.4%	-39.2%	-39.7%	0.7%
<b>ROE (%)</b>	17.4%	13.9%	8.7%	5.3%	5.3%
<b>Nợ ròng/VCSH (%)</b>	-65%	-50%	-33%	-24%	-28%
<b>PE (x)</b>	4.9	6.4	10.5	17.4	17.3
<b>PB (x)</b>	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
<b>EV/EBITDA (x)</b>	6.3	8.3	11.7	10.2	7.3
<b>Cổ tức (VND)</b>	1,500	5,907	1,018	1,000	1,000

## 1. Cập nhật kết quả kinh doanh cả năm 2017 và Q1-2018

Tỷ đồng	Lũy kế 2016	Lũy kế 2017	yoy	Q1-2017	Q1-2018	yoy
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>7,925</b>	<b>7,996</b>	<b>0.9%</b>	<b>1,978</b>	<b>2,084</b>	<b>5.3%</b>
Giá vốn hàng bán	-5,529	-5,884	6.4%	-1,389	-1,619	16.6%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2,396</b>	<b>2,111</b>	<b>-11.9%</b>	<b>589</b>	<b>465</b>	<b>-21.1%</b>
Chi phí bán hàng	-735	-803	9.1%	-193	-144	-25.5%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-499	-639	27.9%	-154	-123	-20.5%
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>1,161</b>	<b>670</b>	<b>-42.3%</b>	<b>242</b>	<b>199</b>	<b>-17.9%</b>
Lợi nhuận tài chính	220	163	-25.9%	32	15	-51.3%
Lợi nhuận khác	12	19	66.0%	3	5	98.9%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	-228	-145	-36.5%	-47	-36	-22.9%
Lợi ích cổ đông thiểu số	-24	-13	-43.9%	-6	-3	-51.5%
<b>LNST cho cổ đông công ty Mẹ</b>	<b>1,141</b>	<b>694</b>	<b>-39.1%</b>	<b>223</b>	<b>180</b>	<b>-19.3%</b>

Nguồn: DPM, KISV research

## Cơ cấu tài sản DPM Q1-2018

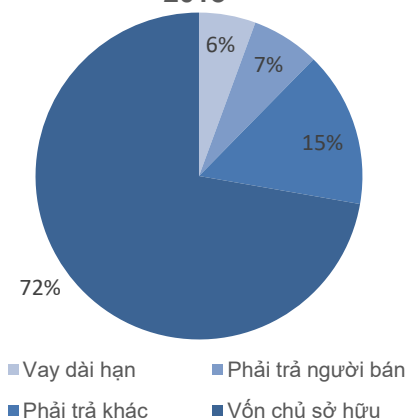


Lũy kế 2017, doanh thu DPM gần như đi ngang do sản lượng bán phân urea giảm 2.9% trong khi giá bán chỉ tăng nhẹ 4.2%. Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế của công ty lại giảm mạnh 40% xuống mức xấp xỉ 700 tỷ đồng. Mức sụt giảm kỷ lục này được giải thích do: (1) giá khí đầu vào tăng mạnh 22% trong năm 2017 khiến biên lợi nhuận gộp giảm từ 30% xuống còn 26% (2) chi phí quản lý doanh nghiệp tiếp tục tăng 28% yoy. Tỷ suất sinh lời ROE của DPM chỉ còn 8.7%.

Riêng Q1-2018, xu hướng của năm 2017 vẫn tiếp diễn, doanh thu DPM tăng nhẹ 5.3% trong khi lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế lần lượt giảm -21% và -19% yoy. Giá khí đầu vào tăng mạnh (ước tăng 23% yoy) theo xu hướng của giá dầu Brent là nguyên nhân chính yếu.

Về tình hình tài chính, DPM vẫn duy trì cơ cấu tài chính lành mạnh với rất ít nợ vay, chỉ tương đương 7.8% vốn chủ sở hữu. Song, vì chi phí đầu tư của dự án nhà máy NPK mới lớn (tiền mặt của DPM chỉ còn 2,900 tỷ cuối 1Q2018 so với mức 3,700 tỷ cùng kỳ và sẽ tiếp tục chi thêm khoảng 1,500 tỷ trong 3 quý còn lại), nhiều khả năng sẽ dẫn đến việc giảm mức cổ tức tiền mặt trong tương lai gần.

## Cơ cấu nguồn vốn DPM Q1-2018



## 2. Kế hoạch 2018 thất vọng

Trong đại hội cổ đông thường niên 2018, ban lãnh đạo DPM đặt kế hoạch thấp hơn đáng kể so với kỳ vọng từ chúng tôi, một phần do diễn biến giá khí đầu vào nằm ngoài dự kiến, phần còn lại do tỷ lệ khấu hao nhà máy mới cao.

Cụ thể, dựa trên kịch bản giá dầu Brent 50USD/thùng, ban lãnh đạo đặt kế hoạch 2018 với doanh thu gần 8,600 tỷ, trong khi lợi nhuận sau thuế chỉ vọt vọt 371 tỷ đồng, giảm 46.5% so với cùng kỳ.

Ban lãnh đạo cũng đặt kế hoạch chi 1,571 tỷ đồng chi phí vốn xây dựng cơ bản cho nhà máy NPK giai đoạn cuối trong năm 2018 trên tổng vốn đầu tư gần 5,000 tỷ. Dự

án này dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong Q3-2018, ban lãnh đạo đặt kế hoạch sản xuất 150 nghìn tấn phân bón NPK trong năm nay.

Cổ tức trong kế hoạch 2018 cũng tiếp tục giảm mạnh còn 1,000đ/cp, chỉ bằng 1/3 so với năm 2016 và bằng một nửa của năm 2017.

### 3. Thay đổi dự phóng kết quả kinh doanh năm 2018

#### ▪ Mảng urea

Chúng tôi cho rằng **diễn biến giá dầu khí thế giới** thời gian vừa qua sẽ ảnh hưởng rất lớn đến giá khí đầu vào của DPM, gián tiếp làm giảm lợi nhuận gộp mảng urea do phần nguyên liệu khí mua từ PVGas của DPM luôn chiếm hơn 2/3 chi phí sản xuất phân đạm. Sự biến động này đã thay đổi đáng kể các dự phóng về biên lợi nhuận gộp của chúng tôi

Vì biến động dầu khí rất khó dự đoán, chúng tôi đưa ra 3 kịch bản: tiêu cực, trung bình và tích cực, tương ứng với các mức giá dầu Brent của năm 2018 như bảng dưới:

Kịch bản	Giá dầu Brent Biển Bắc	Giá dầu FO trung bình - MFO	Giá khí đầu vào ước tính
Tiêu cực	80USD/thùng	447USD/thùng	6.15USD/MMBTU
Trung tính	75USD/thùng	420USD/thùng	5.82USD/MMBTU
Tích cực	70USD/thùng	392USD/thùng	5.50USD/MMBTU

*Công thức tính giá khí đầu vào của DPM 2018: (46%\*MFO+1.00USD/MMBTU)*

Trong kịch bản trung tính, với giá dầu Brent tăng lên mức trung bình 75USD/thùng trong năm 2018 từ mức trung bình 55USD/thùng của năm 2017, chúng tôi dự phóng chi phí giá khí đầu vào của DPM năm 2018 tăng 28% lên mức 2,664 tỷ đồng, chiếm 65% giá vốn hàng bán.

Ở kịch bản này, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp mảng urea của DPM giảm mạnh từ 30% xuống còn 20%. Điều này thể hiện rủi ro độ nhạy rất lớn của DPM đối với giá nguyên liệu khí đầu vào.

#### ▪ Phân bón nhập khẩu thương mại

Dù biên lợi nhuận có xu hướng gia tăng lên xấp xỉ 7% so với mức 2%-3% trước đây do ban lãnh đạo DPM tập trung nhập khẩu các dòng phân bón cao cấp nước ngoài, phần sản lượng bán phân NPK nhập khẩu sẽ bị thâm hụt tương ứng với lượng NPK mà công ty tự sản xuất với dự án nhà máy mới trong tương lai.

Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp mảng thương mại phân bón nhập khẩu sẽ giảm lần lượt 31% và 30% trong năm 2018

#### ▪ Mảng phân bón NPK tự sản xuất

Với tiến độ dự án NPK chậm hơn 6 tháng (dẫn đến công ty ước tính chỉ bán 150k tấn/250k tấn công suất trong năm nay) và chính sách giá bán cho các đại lý của DPM tương đối thấp (7,800đ-8,600đ/kg), chúng tôi dự phóng doanh thu từ mảng NPK đạt xấp xỉ 1,200 tỷ đồng năm 2018 – thấp hơn 40% so với dự phóng trước. Theo ban lãnh đạo, biên lợi nhuận gộp của sản phẩm NPK sẽ xung quanh ngưỡng 15%.

#### ▪ Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp

Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp của DPM có xu hướng tăng mạnh trong nhiều năm vừa qua, bất chấp kết quả kinh doanh sụt giảm.

Chúng tôi dự phóng tỷ trọng của hai loại chi phí trên chiếm 16.8% doanh thu trong năm 2018 - tương tự mức Q1-2018, tuy thấp hơn mức 18% của năm 2017, song cao hơn nhiều so với mức trung bình 14% của giai đoạn 5 năm trước đó.

- Ước tính kết quả kinh doanh 2018

Trong kịch bản trung tính (giá dầu Brent 75USD/thùng), chúng tôi dự phóng doanh thu của DPM chỉ tăng nhẹ 7.1% lên mức 8,565 tỷ đồng. Tuy nhiên, trên quan điểm của chúng tôi, lợi nhuận ròng DPM sẽ giảm tiếp 40% xuống còn 419 tỷ đồng trong kịch bản này do biên lợi nhuận gộp giảm mạnh, EPS forward 1,067đ/cp.

### Dự phóng kinh doanh DPM 2018 (kịch bản trung tính)

	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>Mảng sản xuất urea &amp; hóa chất phụ trợ (VND bn)</b>					
Doanh thu phân đạm urea	6,317	5,075	5,128	5,167	5,167
Doanh thu hóa chất phụ trợ và các sản phẩm khác	543	450	452	464	477
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>3,764</b>	<b>3,180</b>	<b>3,569</b>	<b>4,129</b>	<b>4,152</b>
Giá vốn hàng bán - chi phí cố định	265	242	191	175	160
Giá vốn hàng bán - chi phí biến đổi	3,499	2,938	3,378	3,954	3,991
trong đó: chi phí đầu vào của DPM	1,849	1,657	2,082	2,664	2,679
Tỷ trọng	54%	57%	62%	67%	67%
Phí vận chuyển khí – PVGas (USD/MMBTU)	0.94	0.96	0.98	1.00	1.02
Giá dầu nhiên liệu MFO (trung bình, USD/thùng)	287	223	316	420	447
tại giá dầu Brent Biển Bắc (trung bình, USD/thùng)	54	45	55	75	80
Biên lợi nhuận gộp	40%	37%	30%	20%	20%
<b>LN gộp mảng sản xuất urea &amp; hóa chất phụ trợ</b>	<b>3,028</b>	<b>2,276</b>	<b>1,947</b>	<b>1,435</b>	<b>1,425</b>
<b>Mảng thương mại phân bón nhập khẩu (VND bn)</b>					
Doanh thu thương mại	2,973	2,468	2,479	1,704	1,042
Giá vốn hàng bán	2,848	2,348	2,316	1,590	971
<b>LN gộp mảng thương mại phân bón nhập khẩu</b>	<b>125</b>	<b>120</b>	<b>163</b>	<b>114</b>	<b>71</b>
<b>Mảng sản xuất phân NPK (VND bn)</b>					
Doanh thu phân bón NPK				1,230	2,194
Sản lượng bán hàng (nghìn tấn)				150	250
Giá bán trung bình (nghìn đồng/kg)				8.2	8.8
Giá vốn hàng bán				1,046	1,864
<b>LN gộp của mảng phân NPK</b>				<b>185</b>	<b>329</b>

#### 4. Định giá

Để xác định giá trị của DPM, chúng tôi sử dụng số nhân định giá trung bình các công ty hóa chất nông nghiệp trong cùng khu vực (Thái Lan, Pakistan) – có cùng đặc tính kinh tế, nông nghiệp – với Việt Nam như sau:

Mã cổ phiếu	Tên doanh nghiệp	P/E	P/B	EV/EBITDA	Vốn hóa (USD)	ROE
ENGRO PA Equity	ENGRO CORPORATION LTD	15.1	1.2	3.3	1.40B	68.06%
FFC PA Equity	FAUJI FERTILIZER COMPANY LTD	9.9	2.4	11.6	1.08B	22.27%
TCCC TB Equity	THAI CENTRAL CHEMICAL PUB CO	11.4	2.3	6.5	697.25M	20.00%
FATIMA PA Equity	FATIMA FERTILIZER CO LTD	6.7	1.0	N.A	537.06M	50.44%
DAWH PA Equity	DAWOOD HERCULES CORP LTD	2.2	1.1	7.5	522.78M	59.01%
FFBL PA Equity	FAUJI FERTILIZER BIN QASIM	9.3	1.0	N.A	323.26M	5.94%
DCM VN Equity	PETROVIETNAM CA MAU FERTILIZ	11.3	1.0	3.4	267.37M	9.51%
BFC VN Equity	BINH DIEN FERTILIZER JSC	7.7	1.9	5.7	79.21M	27.18%
PATO TB Equity	PATO CHEMICAL INDUSTRY PCL	11.2	3.5	8.0	69.25M	33.34%
LAS VN Equity	LAM THAO FERTILIZERS AND CHE	10.8	1.1	7.1	63.94M	10.69%
PMTA TB Equity	PM THORESEN ASIA HOLDINGS PC	9.3	1.1	5.3	55.89M	11.78%
VFG VN Equity	VIET NAM FUMIGATION JOIN STO	8.1	1.4	7.3	51.15M	15.75%
SFG VN Equity	SOUTHERN FERTILIZER JSC/THE	6.6	1.1	6.8	26.71M	15.91%
VPS VN Equity	VIETNAM PESTICIDE JSC	10.0	1.2	5.2	17.89M	11.98%
VAF VN Equity	VAN DIEN FUSED MAGNESIUM PHO	6.4	0.8	N.A	16.05M	12.09%
<b>Bình quân gia quyền theo vốn hóa</b>		<b>10.5</b>	<b>1.5</b>	<b>5.6</b>		

*Nguồn: Bloomberg, KISV research*

Sử dụng phương pháp EV/EBITDA, định giá DPM cuối năm 2018 dựa trên ba kịch bản giá dầu chúng tôi nêu trên như sau:

Kịch bản	EV/EBITDA
Tiêu cực	15,700đ/cp
Trung tính	18,000đ/cp
Tích cực	20,400đ/cp

Trong kịch bản trung tính, chúng tôi ước tính giá trị thực của DPM là 18,000đ/cp, tổng mức sinh lời là 11.1% trên thị giá 17,100đ/cp (ngày 25/05/2018), bao gồm cổ tức 1,000đ/cp. **KHUYẾN NGHỊ TRUNG LẬP.**

<b>MÔ HÌNH TÀI CHÍNH DPM</b>				
<b>Đơn vị: Tỷ đồng</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
Doanh thu thuần	7,925	7,996	8,565	8,879
<i>Tăng trưởng</i>	<i>-18.8%</i>	<i>0.9%</i>	<i>7.1%</i>	<i>3.7%</i>
Doanh thu mảng urea	5,525	5,580	5,631	5,643
Doanh thu thương mại	2,468	2,479	1,704	1,042
Doanh thu NPK	-	-	1,230	2,194
GVHB	5,529	5,884	6,764	6,987
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>30.2%</i>	<i>26.4%</i>	<i>21.0%</i>	<i>21.3%</i>
Chi phí BH & QLDN	1,235	1,441	1,439	1,492
EBITDA	1,403	862	921	1,328
<i>Biên LNHD (%)</i>	<i>17.7%</i>	<i>10.8%</i>	<i>10.8%</i>	<i>15.0%</i>
Khấu hao	242	191	559	928
Lợi nhuận từ HĐKD	1,161	670	362	400
<i>Biên LNHDKD (%)</i>	<i>14.7%</i>	<i>8.4%</i>	<i>4.2%</i>	<i>4.5%</i>
Chi phí lãi vay ròng	-230	-164	-133	-99
Lãi/lỗ khác	2	18	10	10
Thuế	228	145	86	86
<i>Thuế suất hiệu dụng (%)</i>	<i>16.4%</i>	<i>17.0%</i>	<i>17.0%</i>	<i>17.0%</i>
Lợi nhuận ròng	1,165	708	419	422
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	<i>14.7%</i>	<i>8.9%</i>	<i>4.9%</i>	<i>4.8%</i>
Lợi ích CĐ thiểu số	24	13	-	-
LN cho công ty mẹ	1,141	694	419	422
Số lượng CP (triệu)	391.4	391.4	391.4	391.4
EPS hiệu chỉnh (VND)	2,911	1,770	1,067	1,075
<i>Tăng EPS (%)</i>	<i>-23.4%</i>	<i>-39.2%</i>	<i>-39.7%</i>	<i>0.7%</i>
Cổ tức (VND)	5,907	1,018	1,000	1,000
<i>Tỷ lệ trả cổ tức (%)</i>	<i>202.9%</i>	<i>57.5%</i>	<i>93.7%</i>	<i>93.1%</i>

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

<b>CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
Vòng quay phải thu (x)	11.9	20.8	20.8	20.8
Vòng quay HTK (x)	4.7	5.3	5.3	5.3
Vòng quay phải trả (x)	3.2	4.0	4.0	4.0
Thay đổi vốn lưu động	131	-154	-210	-21
Capex	1,289	1,392	1,557	260
Dòng tiền khác	-939	789	-75	357
Dòng tiền tự do	927	-1,128	-294	755
Phát hành cp	-	-	-	-
Cổ tức	2,312	398	391	391
Thay đổi nợ ròng	1,385	1,526	685	-363
Nợ ròng cuối năm	-4,154	-2,628	-1,943	-2,306
Giá trị doanh nghiệp (EV)	11,607	10,079	9,394	9,757
Tổng VCSH	8,229	8,043	8,070	8,099
Lợi ích cổ đông thiểu số	174	171	171	171
VCSH	8,055	7,872	7,898	7,928
Giá trị sổ sách/cp (VND)	20,581	20,113	20,180	20,254
Nợ ròng / VCSH (%)	-50.0%	-33.0%	-24.0%	-28.0%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-3.0	-3.0	-2.1	-1.7
Tổng tài sản	9,569	10,264	10,292	9,959

Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

<b>CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	13.9%	8.7%	5.3%	5.3%
ROA (%)	12.2%	6.9%	4.1%	4.2%
ROIC (%)	28.0%	12.0%	5.0%	6.0%
WACC (%)	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
PER (x)	6.4	10.5	17.4	17.3
PBR (x)	0.9	0.9	0.9	0.9
PSR (x)	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	8.3	11.7	10.2	7.3
EV/sales (x)	1.5	1.3	1.1	1.1

**Liên hệ:**

**Trụ sở chính HCM**

Tầng 3, Maritime Bank Tower  
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM  
Tel: (+84 28) 3914 8585  
Fax: (+84 28) 3821 6898

**Chi nhánh Hà Nội**

Tầng 6, CTM Tower  
299 Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội  
Tel: (+84 4) 3974 4448  
Fax: (+84 4) 3974 4501

**Phòng Khách hàng Định chế**

**Lâm Hạnh Uyên**

Trưởng phòng Quản lý Khách hàng  
Tổ chức  
(+84 28) 3914 8585 (x1444)  
uyen.lh@kisvn.vn

## Nguyên tắc khuyến nghị

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

**TRUNG LẬP:** nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**GIẢM TỶ TRỌNG:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

## Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.