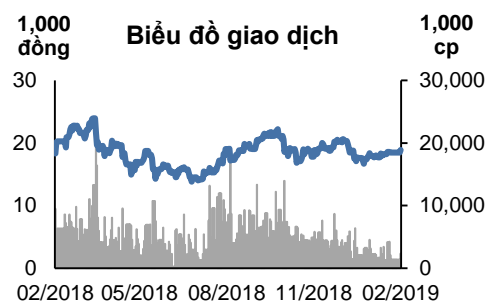


**PVS (HNX) Cổ phiếu sáng giá của ngành dầu khí**

**Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG**

	Dầu khí
Giá thị trường (VND)	18,900
Giá mục tiêu (VND)	22,600
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	19.6%
Suất sinh lợi cổ tức	2.6%
Suất sinh lợi bình quân năm	22.2%



**Diễn biến giá cổ phiếu (%)**

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	7%	6%	6%	3%
Tương đối	4%	3%	5%	9%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

**Thống kê 11/02/2019**

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	13.8k-23.9k
SL lưu hành (triệu cp)	478
Vốn hóa (tỷ đồng)	9,034
Vốn hóa (triệu USD)	389
% khối ngoại sở hữu	22%
SL cp tự do (triệu cp)	167
KLGD TB 3 tháng (cp)	3,590,695
VND/USD	23,211
Index: VNIndex / HNX	926/105

Nguồn: Bloomberg

**Cơ cấu sở hữu 11/02/2019**

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	51.4%
Dragon Capital	8.0%
Market Vectors Vietnam ETF	3.9%
VN Investment Property Holdings	3.7%

Nguồn: Stoxplus

**Nguyễn Phong Danh**

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1459

Danh\_np@kisvn.vn

www.kisvn.vn

**Quan điểm đầu tư:**

- Dự án Sao Vàng - Đại Nguyệt sẽ đảm bảo khối lượng công việc cho PVS trong năm 2019 với lượng backlog 550 triệu USD. Vào tháng 11/2018, PTSC đã trúng thầu hợp đồng EPCI trị giá 320 triệu USD cho dự án Al Shaheen tại Qatar. Mảng M&C dự kiến sẽ mang lại lợi nhuận 628 tỷ đồng trong năm 2019, đóng góp 47% tổng lợi nhuận gộp.
- Năm 2020 - 2022, nhu cầu Dịch vụ Xây lắp (M&C) sẽ rất lớn khi các siêu dự án Lô B và Cá Voi Xanh được triển khai. Giai đoạn đầu thầu sẽ bắt đầu trong nửa đầu 2020. Backlog M&C ước tính khoảng 3.8 tỷ USD, sẽ phục hồi các phân khúc tàu dịch vụ ngoài khơi và căn cứ cảng hậu cần dầu khí.
- PTSC-CGGV, công ty cung cấp dịch vụ khảo sát địa chấn, sẽ bị giải thể vào đầu năm 2019, chấm dứt khoản lỗ hợp nhất (trước đó là 200-300 tỷ đồng/năm).
- Năm 2019, lợi nhuận ròng ước tính sẽ tăng mạnh, đạt 1,109 tỷ đồng (+109% n/n).

**Rủi ro:**

- Rủi ro địa chính trị có thể trì hoãn việc phát triển các dự án mới.

**Khuyến nghị:**

PVS là điểm sáng của ngành dầu khí Việt Nam trong ngắn hạn nhờ lợi nhuận được phục hồi và hưởng lợi ích trực tiếp từ các dự án thượng nguồn lớn sắp đến. Chúng tôi định giá PVS tại mức **22,600 đồng/cổ phiếu** cho khung thời gian đầu tư 1 năm, tương ứng với P/E 2019 là 12x. Tổng lợi nhuận dự kiến là **22.2%**, bao gồm cổ tức tiền mặt 500 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** cổ phiếu PVS.

Tỷ đồng	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Doanh thu thuần	16,812	14,667	17,200	28,783	38,850
Tăng trưởng (%)	-10%	-13%	17%	67%	35%
Lợi nhuận ròng	782	549	1,109	1,390	1,926
Tăng trưởng (%)	5%	4%	6%	5%	5%
Lợi ích cổ đông thiểu số	-19	-474	84	87	89
LN cho công ty mẹ	800	1,023	1,025	1,303	1,837
Tăng trưởng (%)	-23%	28%	0%	27%	41%
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	447	478	478	478	478
EPS	1,577	1,883	1,886	2,399	3,381
Tăng trưởng (%)	-23%	19%	0%	27%	41%
ROE (%)	8%	9%	9%	10%	13%
Nợ ròng/VCSH (%)	-51%	-55%	-58%	-63%	-70%
P/E (x)	12.8	10	10	7.9	5.6
P/B (x)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	6.1	3.6	1.9	0.7	-0.3
Tỷ lệ cổ tức (%)	3.0%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%

## 1. Dự án Sao Vàng – Đại Nguyệt sẽ đảm bảo khối lượng công việc cho PVS trong năm 2019

Sao Vàng - Đại Nguyệt là dự án khí tại Lô 05-1b&c - bể Nam Côn Sơn ngoài khơi Việt Nam, cách Thành phố Hồ Chí Minh khoảng 300km về phía Đông Nam.

Năm 2018, PVS đã trúng thầu hợp đồng M&C xây dựng giàn xử lý trung tâm với trị giá 800 triệu USD. Giai đoạn xây dựng kéo dài từ 1Q2018 đến 4Q2020. Tính đến tháng 01/2019, tiến độ xây dựng dự án đạt 50%. Trong bối cảnh ngành Dầu khí Việt Nam vẫn đang phục hồi chậm, dự án Sao Vàng - Đại Nguyệt là điểm sáng giúp đảm bảo khối lượng công việc và lợi nhuận cho PVS trong ngắn hạn. Năm 2019, lợi nhuận từ dự án này sẽ đóng góp 41% tổng lợi nhuận gộp.

Mảng M&C (triệu USD)	Tổng giá trị hợp đồng	Thời gian EPC	2018	2019	2020
Giàn xử lý trung tâm Sao Vàng	800 triệu USD	1Q2018 - 4Q2020	250	333	217
% tiến độ			31%	73%	100%
Lợi nhuận gộp			17.5	23.3	15.2
Biên lợi nhuận gộp (%)			7%	7%	7%
% so với tổng lợi nhuận gộp			38%	41%	22%

Nguồn: Idemitsu Kosan, KIS ước tính

Vào tháng 11/2018, PVS đã giành được hợp đồng trị giá 176 triệu USD cung cấp kho nổi FSO cho mỏ Sao Vàng - Đại Nguyệt. Hợp đồng sẽ kéo dài 7 năm từ 2021 và có thể gia hạn thêm 8 năm nữa. Chúng tôi ước tính rằng FSO Sao Vàng - Đại Nguyệt sẽ đóng góp lợi nhuận 110 tỷ đồng/năm từ 2021 trở đi.

Đồng thời, PVS cũng được trao hợp đồng tổng thầu EPC trị giá 320 triệu USD của dự án Al Shaheen tại Qatar. Giai đoạn xây dựng sẽ bắt đầu vào cuối năm 2019. Vì đây là dự án ở nước ngoài, PVS phải chào thầu với giá thấp để cạnh tranh với các đối thủ khác. Vì vậy, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp chỉ khiêm tốn ở mức 4%, so với 7% của các dự án nội địa thông thường như Sao Vàng - Đại Nguyệt.

## 2. Các siêu dự án sắp được chào thầu

Thứ nhất là dự án Lô B nằm ở bể Malay - Thổ Chu, cách Cà Mau khoảng 280km về phía Tây Nam. Thứ hai là dự án Cá Voi Xanh nằm ở bể Sông Hồng, cách bờ biển Quảng Nam khoảng 70km. Cả hai đều là hai dự án khí lớn nhất tại Việt Nam, công suất cấp khí đạt 17 tỷ m<sup>3</sup> khí tự nhiên hàng năm, gấp hai lần sản lượng hiện có của Việt Nam.

Chúng tôi ước tính rằng cả hai dự án sẽ mở thầu trong nửa đầu 2020 và giai đoạn xây dựng sẽ bắt đầu vào nửa cuối 2020. Tổng mức đầu tư ước tính là 18 tỷ USD. Khối lượng công việc khổng lồ sẽ phục hồi ngành Dầu khí Việt Nam đang suy thoái, PVS sẽ là công ty được hưởng lợi nhiều nhất nhờ khả năng cung cấp hàng loạt dịch vụ dầu khí, đặc biệt là phân khúc M&C. Tổng backlog M&C ước tính là 3.8 tỷ USD.

Với 2 dự án trên, tổng khối lượng công việc M&C của PVS ước tính là 893 triệu USD trong năm 2020, gấp đôi so với năm 2019. Mảng M&C sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính. Chúng tôi ước tính lợi nhuận gộp năm 2020 sẽ đạt 1,690 tỷ đồng (+26.1% n/n).

Dự án	M&C backlog (triệu USD)	Hạng mục thi công	Thời gian	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>Khối lượng backlog hiện tại</b>								
Sao Vàng - Đại Nguyệt	800	01 Giàn xử lý trung tâm	1Q2018-4Q2020	333	217			
Al Shaheen	320	03 Giàn đầu giếng	4Q2018-4Q2020	80	240			
Nhà máy nhiệt điện Long Phú	250	Nhà máy điện 1,200MW	2011-2021	23	44	48		
<b>Tổng</b>	<b>1,120</b>			<b>436</b>	<b>501</b>	<b>48</b>		
<b>Khối lượng backlog tiềm năng</b>								
Lô B	1,500	46 Giàn vận hành 01 Giàn nhà ở	3Q2020-3Q2022		231	693	616	
Cá Voi Xanh	2,300	01 Giàn xử lý trung tâm 01 Nhà máy xử lý khí	4Q2020-2Q2023		161	528	689	918
<b>Tổng</b>	<b>3,800</b>				<b>392</b>	<b>1,221</b>	<b>1,305</b>	<b>918</b>

Nguồn: KIS ước tính

### 3. Giải thể công ty PTSC - CGGV

Công ty TNHH Khảo sát Địa vật lý PTSC-CGGV là sự hợp tác giữa PVS (chiếm 51% cổ phần) và CGG Veritas Services Holding BV (Pháp). PTSC – CGGV cung cấp dịch vụ khảo sát địa chấn biển 2D và 3D cho các nhà thầu dầu khí tại Việt Nam và khu vực Đông Nam Á. Công ty hiện đang vận hành tàu địa chấn Amadeus 3D và Bình Minh 02 2D.

Tuy nhiên, từ cuối năm 2014 đến nay, do giá dầu lao dốc khiến khối lượng công việc và giá dịch vụ khảo sát địa chấn trong nước và quốc tế giảm rất mạnh. Do đó, hoạt động kinh doanh của công ty bị ảnh hưởng nặng nề. Tính đến cuối năm 2018, công ty đã lỗ lũy kế tổng cộng 1,843 tỷ đồng.

PTSC - CGGV dự kiến sẽ giải thể vào đầu năm 2019. Việc chấm dứt lỗ (trước đó là 200-300 tỷ đồng/năm) từ công ty này sẽ trực tiếp cải thiện lợi nhuận gộp của PVS.

Tình hình tài chính của PTSC – CGGV	2018
Lợi nhuận ròng	-1,140
Lợi nhuận chưa phân phối	-1,842
Tổng tài sản	504
Tổng nguồn vốn chủ sở hữu	-671
Tỷ lệ sở hữu của PVS	51%

Nguồn: PVS

## 4. Dự phóng và định giá

## 4.1. Dự phóng

	2018	2019E	2020E	Giá định
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>14,667</b>	<b>17,200</b>	<b>28,783</b>	Tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ mảng M&C.
<i>Tăng trưởng %</i>	<i>-12.8%</i>	<i>17.3%</i>	<i>67.3%</i>	
Xây lắp (M&C)	7,301	10,371	21,648	Năm 2019, doanh thu chủ yếu đến từ dự án Sao Vàng - Đại Nguyệt với backlog 333 triệu USD. Vào năm 2020, chúng tôi giả định dự án Lô B và Cá Voi Xanh sẽ khởi công, bổ sung 139 triệu USD doanh thu cho PVS.
FSO/FPSO	1,694	1,745	1,797	
Khảo sát & thăm dò	830	-	-	PTSC – CGGV sẽ bị giải thể vào đầu năm 2019.
Tàu DV dầu khí	1,829	1,921	2,017	
Căn cứ cảng dầu khí	1,584	1,663	1,746	Hầu hết các nhà thầu dầu khí sẽ vẫn hoạt động ở mức tối thiểu trong năm 2019, nhu cầu các phân khúc dịch vụ ở mức thấp. Tuy nhiên, nhu cầu dự kiến sẽ phục hồi mạnh mẽ vào cuối năm 2020.
Vận hành & bảo dưỡng	1,049	1,101	1,156	
Khác	380	399	419	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,078</b>	<b>1,341</b>	<b>1,690</b>	
<i>Tăng trưởng %</i>	<i>33.3%</i>	<i>24.3%</i>	<i>26.1%</i>	
Xây lắp (M&C)	804	628	945	Năm 2019 sẽ không còn khoản hoàn nhập dự phòng 300 tỷ đồng như năm 2018. Dự án Sao Vàng - Đại Nguyệt sẽ đóng góp gần 90% lợi nhuận của mảng. Năm 2020, lượng backlog lớn của Lô B và Cá Voi Xanh sẽ hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận gộp.
FSO/FPSO	118	122	125	
Khảo sát & thăm dò	-376	-	-	Không còn lỗ từ PTSC – CGGV.
Tàu DV dầu khí	133	139	146	
Căn cứ cảng dầu khí	371	390	409	
Vận hành & bảo dưỡng	59	62	65	
Khác	-31	-	-	
<b>Chi phí BH &amp; QLDN</b>	<b>774</b>	<b>624</b>	<b>646</b>	
<i>Dự phòng nợ xấu</i>	<i>32</i>	<i>-90</i>	<i>-90</i>	Hoàn nhập dự phòng nợ xấu của PVEP trong năm 2019 – 2020.
<b>EBIT</b>	<b>304</b>	<b>716</b>	<b>1,045</b>	
Chi phí lãi vay ròng	-215	-226	-252	
<b>Lãi/lỗ khác</b>	<b>439</b>	<b>480</b>	<b>485</b>	
<i>Lãi từ công ty liên kết</i>	<i>734</i>	<i>311</i>	<i>311</i>	PTSC đã thay đổi loại hình cho thuê của FSO Orkid từ cho thuê hoạt động sang cho thuê tài chính, do đó xuất hiện khoản thu nhập bất thường 189 tỷ đồng trong năm 2018. Từ năm 2019 trở đi, thu nhập mảng FSO/FPSO khá ổn định do giá thuê được cố định.
<i>Lãi tỷ giá</i>	<i>192</i>	<i>128</i>	<i>132</i>	Tỷ giá VND/USD ước trượt giá 2%/năm.
<i>Chi phí một lần từ việc giải thể PTSC - CGGV</i>	<i>-622</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	
<i>Khác</i>	<i>135</i>	<i>41</i>	<i>42</i>	Chúng tôi giả định không có hoàn nhập các khoản dự phòng bảo hành công trình của các dự án trong giai đoạn 2019 – 2020.
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>549</b>	<b>1,109</b>	<b>1,390</b>	
Lợi ích CĐ thiểu số	-474	84	87	Không còn lỗ từ PTSC-CGGV như năm 2018.
<b>LN cho công ty mẹ</b>	<b>1,023</b>	<b>1,025</b>	<b>1,303</b>	
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	<b>1,883</b>	<b>1,886</b>	<b>2,399</b>	
<i>Tăng trưởng %</i>	<i>27.7%</i>	<i>0%</i>	<i>27.2%</i>	

Nguồn: PVS, KIS dự phóng

## 4.2. Định giá

Nhóm công ty tương đồng	Quốc gia	Vốn hoá (triệu USD)	P/E (x)
PT ELNUSA TBK	Indonesia	207	7.4
DELEUM BHD	Malaysia	110	13.3
HILONG HOLDING LTD	Hồng Kông	168	9.1
UZMA BHD	Malaysia	60	13.2
THORESEN THAI AGENCIES PCL	Thái Lan	313	17.6
<b>Trung bình theo tỷ lệ vốn hóa</b>			<b>12.0</b>

Nguồn: Bloomberg, KIS

Dựa trên tỷ lệ P/E ở trên, chúng tôi định giá cổ phiếu PVS ở mức **22,600 đồng/cổ phiếu** vào cuối năm 2019. Với giá thị trường là 18,900 đồng, tổng lợi nhuận kỳ vọng 1 năm là **22.2%**, bao gồm 2.6% tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt. Do đó, khuyến nghị của chúng tôi là **TĂNG TỶ TRỌNG** cổ phiếu PVS cho kỳ hạn đầu tư 1 năm.

	2019F
P/E (x)	12.0
EPS	1,886
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>22,600</b>
<b>Giá thị trường</b>	<b>18,900</b>
<i>Tỷ lệ tăng giá bình quân năm</i>	19.6%
<i>Suất sinh lợi cổ tức</i>	2.6%
<b>Tổng suất sinh lợi kỳ vọng</b>	<b>22.2%</b>

Nguồn: KIS dự phóng

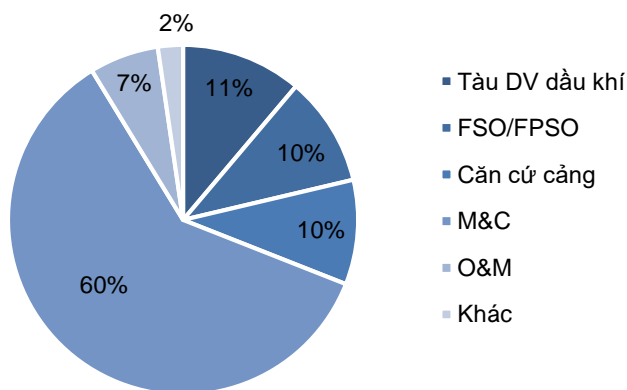
## 5. Rủi ro

### Rủi ro địa chính trị

Tại bể Cửu Long và Nam Côn Sơn, các mỏ dầu khí trong phạm vi 350km ngoài khơi Thành phố Vũng Tàu gần như được khai thác triệt để và dần cạn kiệt. Do đó, hoạt động thăm dò và khai thác các lô dầu khí xa hơn là vô cùng cấp thiết. Tuy nhiên, chủ quyền Biển Đông hiện đang bị tranh chấp bởi các quốc gia trong khu vực. Hoạt động thăm dò và khai thác sẽ gặp nhiều khó khăn khi tranh chấp trực tiếp diễn ra, dẫn đến suy giảm nhu cầu dịch vụ ngoài khơi.

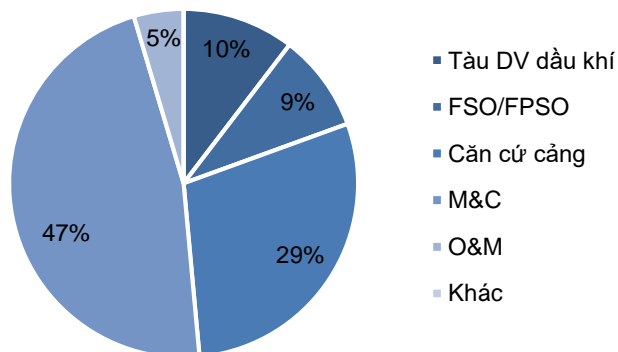
Phụ lục

Hình 01. Cơ cấu doanh thu của PVS năm 2019



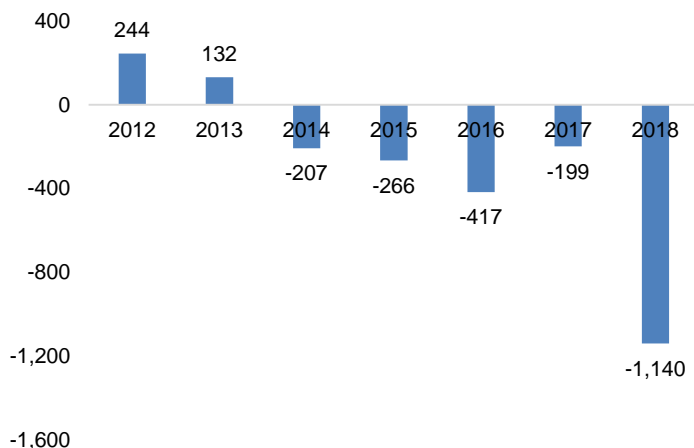
Nguồn: KIS dự phỏng

Hình 02. Cơ cấu lãi gộp của PVS năm 2019



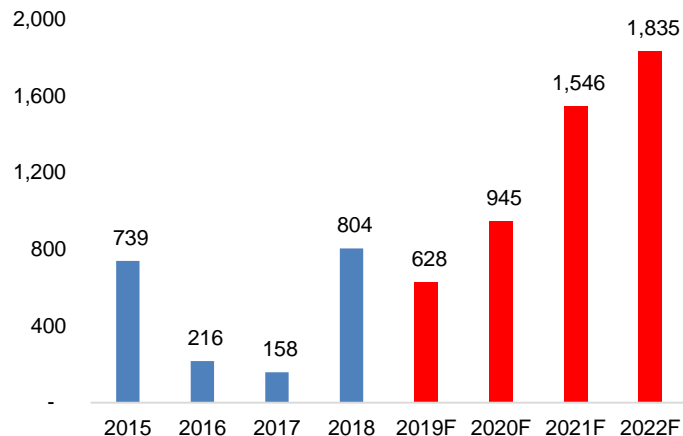
Nguồn: KIS dự phỏng

Hình 03. Lợi nhuận của PTSC – CGGV từ khi thành lập (tỷ đồng)



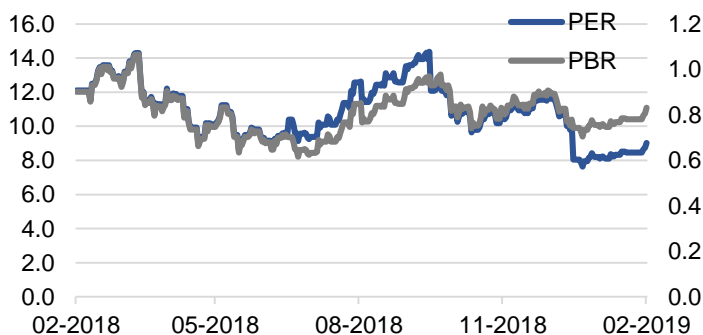
Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 04. Lãi gộp của mảng M&C giai đoạn 2015 – 2022



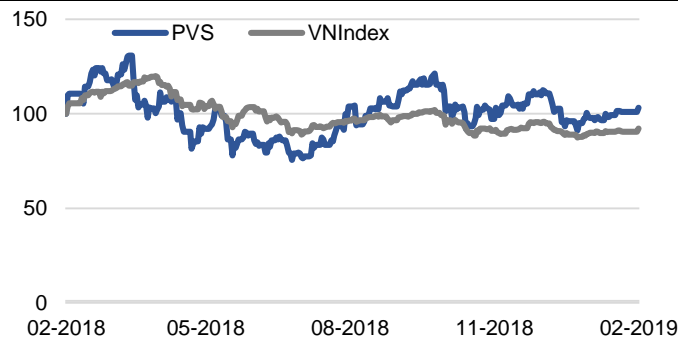
Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 05. P/E và P/B lịch sử 1 năm



Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 06. Diễn biến giá cổ phiếu 1 năm so với VNIndex



Nguồn: Bloomberg, KIS

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH	Vốn hóa: 9,034 tỷ đồng				
Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>16,812</b>	<b>14,667</b>	<b>17,200</b>	<b>28,783</b>	<b>38,850</b>
Tăng trưởng (%)	-10%	-13%	17%	67%	35%
M&C	8,272	7,301	10,371	21,648	31,394
FSO/FPSO	2,957	1,694	1,745	1,797	1,851
Tàu DV dầu khí	2,048	1,829	1,921	2,017	2,117
Cần cứ cảng	1,339	1,584	1,663	1,746	1,834
Khảo sát & thăm dò	1,056	830	-	-	-
O&M	745	1,049	1,101	1,156	1,214
Khác	396	380	399	419	440
<b>GVHB</b>	<b>16,004</b>	<b>13,589</b>	<b>15,859</b>	<b>27,093</b>	<b>36,524</b>
Biên LN gộp (%)	4.8%	7.4%	7.8%	5.9%	6.0%
Chi phí BH & QLDN	803	774	624	646	758
<b>EBITDA</b>	<b>691</b>	<b>871</b>	<b>1,283</b>	<b>1,612</b>	<b>2,136</b>
Biên lợi nhuận (%)	4.8%	7.4%	7.8%	5.9%	6.0%
Khấu hao	685	567	567	567	567
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>6</b>	<b>304</b>	<b>716</b>	<b>1,045</b>	<b>1,569</b>
Biên LN HĐKD (%)	0.1%	2.1%	4.2%	3.6%	4.0%
Chi phí lãi vay ròng	-186	-215	-226	-252	-308
% so với nợ ròng	3.3%	3.3%	3.2%	3.1%	3.1%
Khả năng trả lãi vay (x)	0.0	-1.4	-3.2	-4.1	-5.1
Lãi/lỗ khác	813	439	480	485	592
LN từ LD FSO/FPSO	461	734	311	311	413
Hoàn nhập chi phí bảo hành công trình	245	-	-	-	-
Khác	107	-296	169	174	179
Thuế	223	409	313	392	543
Thuế suất hiệu dụng (%)	22%	43%	22%	22%	22%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>782</b>	<b>549</b>	<b>1,109</b>	<b>1,390</b>	<b>1,926</b>
Biên lợi nhuận (%)	4.6%	3.7%	6.4%	4.8%	5.0%
Lợi ích CĐ thiểu số	-19	-474	84	87	89
<b>LN cho công ty mẹ</b>	<b>800</b>	<b>1,023</b>	<b>1,025</b>	<b>1,303</b>	<b>1,837</b>
Số lượng CP (triệu)	447	478	478	478	478
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	<b>1,474</b>	<b>1,883</b>	<b>1,886</b>	<b>2,399</b>	<b>3,381</b>
Tăng EPS (%)	-22.9%	27.7%	0%	27.2%	41%
Cổ tức (VND)	561	500	500	500	500
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	38%	27%	27%	21%	15%

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

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Thay đổi vốn lưu động	-533	32	177	-108	34
Capex	19	200	500	500	200
Dòng tiền khác	786	0	0	0	0
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>1,196</b>	<b>883</b>	<b>999</b>	<b>1,565</b>	<b>2,259</b>
Phát hành cổ phiếu	0	0	0	0	0
Cổ tức	284	239	239	239	239
Thay đổi nợ ròng	-912	-644	-760	-1,326	-2,020
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>-6,131</b>	<b>-6,775</b>	<b>-7,535</b>	<b>-8,861</b>	<b>-10,881</b>
Giá trị doanh nghiệp	<b>4,048</b>	<b>2,929</b>	<b>2,254</b>	<b>1,015</b>	<b>-915</b>
<b>Tổng VCSH</b>	<b>12,081</b>	<b>12,268</b>	<b>13,015</b>	<b>14,009</b>	<b>15,476</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,336	862	946	1,033	1,123
<b>VCSH</b>	<b>10,745</b>	<b>11,406</b>	<b>12,068</b>	<b>12,976</b>	<b>14,353</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	24,054	23,863	25,249	27,148	30,029
Nợ ròng / VCSH (%)	-51%	-55%	-58%	-63%	-70%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-8.9	-7.8	-5.9	-5.5	-5.1
<b>Tổng tài sản</b>	<b>23,872</b>	<b>23,537</b>	<b>23,648</b>	<b>23,473</b>	<b>23,139</b>

Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2017	2018	2019E	2020E	2021E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	8%	9%	9%	10%	13%
ROA (%)	3%	2%	5%	6%	8%
ROIC (%)	10%	7%	17%	22%	34%
WACC (%)	15%	15%	15%	15%	15%
PER (x)	12.8	10.0	10.0	7.9	5.6
PBR (x)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
PSR (x)	0.5	0.6	0.5	0.3	0.2
EV/EBITDA (x)	6.1	3.6	1.9	0.7	-0.3
EV/Sales (x)	0.3	0.2	0.1	0.0	0.0
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	3.0%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%



## Liên hệ

### Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Tòa nhà TNR

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM

Tel: (+84 28) 3914 8585

Fax: (+84 28) 3821 6898

### 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**.