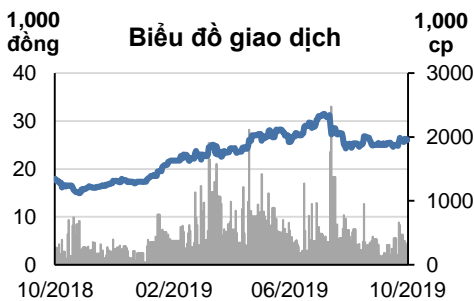


PPC (HOSE) Vị thế đầu tàu ngành Điện

Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG

	Điện
Giá thị trường (VND)	25,000
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	30,000
<i>Tỷ lệ tăng giá bình quân năm</i>	20%
<i>Suất sinh lợi cổ tức</i>	7%
Suất sinh lợi bình quân năm	27%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	51%	3%	-16%	46%
Tương đối	38%	1%	-18%	47%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thông kê 10-10-2019

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	14.9k-31.5k
SL lưu hành (triệu cp)	321
Vốn hóa (tỷ đồng)	8,368
Vốn hóa (triệu USD)	361
% khối ngoại sở hữu	16%
SL cp tự do (triệu cp)	79
KLGD TB 3 tháng (cp)	437,562
VND/USD	23,203
Index: VNIndex/HNX	988/105

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 10-10-19

Genco 2	51.92%
CTCP Cơ điện lạnh (REE)	24.14%
Samarang Asian Prosperity	9.13%
Cổ đông khác	14.81%

Nguồn: Fiinpro

Vũ Ngọc Hồng Hạnh

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1469
hanh.vn@kisvn.vn
www.kisvn.vn

Quan điểm đầu tư:

- **Ưu tiên huy động từ A0.** Nhờ vào tăng trưởng mạnh trong nhu cầu phụ tải điện, A0 ước tính sản lượng phát điện năm 2020 toàn hệ thống quốc gia sẽ tăng 8.95% so với năm 2019. Cùng với đó, do ảnh hưởng kéo dài của hiện tượng El Nino, nhiệt điện Phả Lại dự kiến sẽ được ưu tiên huy động và đóng góp 6,329 triệu kWh (bao gồm điện tự dùng), đương đương mức tăng trưởng +8.6% n/n.
- **Giá trần CGM sẽ tăng trong năm 2020.** Giá trần thị trường điện ước tăng trên 16% năm 2020 do nhiệt điện Cà Mau 1&2 có lộ trình tham gia trực tiếp vào thị trường điện. PPC có cơ hội chào giá cao hơn trên thị trường, từ đó cải thiện biên lợi nhuận hoạt động và biên lợi nhuận gộp lần lượt là 16% và 17%.
- **Thành công trong việc ký hợp đồng than dài hạn với Vinacomin.** Hợp đồng cung cấp than 10 năm với Vinacomin đã giúp PPC đảm bảo việc vận hành được trơn tru và cải thiện hiệu suất hoạt động của nhà máy.
- **Chuẩn bị kỹ lưỡng cho Nhà máy Nhiệt điện Phả Lại 3 (PL3):** PL3 được xem là động lực tăng trưởng chính trong dài hạn của PPC, giúp nâng tổng công suất thiết kế của nhà máy này lên gấp 3 lần tương đương với 1,700MW.
- Năm 2020, cùng với việc tăng trưởng sản lượng điện thương phẩm, giá bán điện trung bình tăng và giá nguyên liệu đầu vào ổn định, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST của PPC sẽ đạt lần lượt vào khoảng 8,342 tỷ đồng và 1,209 tỷ đồng (+8% và 30% n/n).

Rủi ro:

- **Rủi ro chính sách:** Nếu dự thảo Thông tư sửa đổi, bổ sung Thông tư 45/2018/TT-BTC vào tháng 9 năm 2019 được phê duyệt, sẽ tác động trực tiếp đến tỷ lệ Qc và giá trần trên thị trường điện.
- **Rủi ro thời tiết:** Diễn biến bất thường của thời tiết sẽ giảm khả năng cạnh tranh cũng như tính ổn định của nhà máy.

Khuyến nghị:

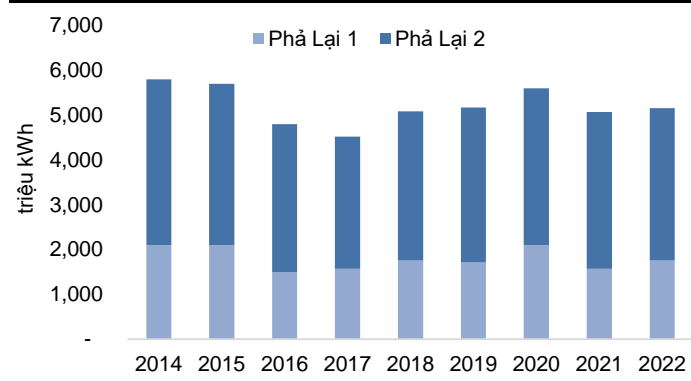
Sử dụng mô hình định giá DDM, chúng tôi định giá giá cổ phiếu PPC ở mức **30,000 đồng/cổ phiếu** vào cuối năm 2020. Tổng kỳ vọng lợi nhuận 1 năm là **27%** (bao gồm 7% suất sinh lợi cổ tức của khoản cổ tức tiền mặt còn lại là 1,800 đồng của năm 2019). Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** cổ phiếu PPC cho khung thời gian đầu tư 1 năm.

Tỷ đồng	2016	2017	2018	2019E	2020E
Doanh thu thuần	5,977	6,236	7,117	7,733	8,342
<i>Tăng trưởng (%)</i>	-22%	4%	14%	9%	8%
Lợi nhuận ròng	554	854	1,155	927	1,209
<i>Tăng trưởng (%)</i>	-2%	54%	35%	-20%	30%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	1,711	2,523	3,527	2,817	3,693
<i>Tăng trưởng (%)</i>	8%	47%	40%	-20%	31%
ROE (%)	11%	16%	20%	17%	21%
Nợ ròng/VCSH (%)	-28%	-31%	-30%	-28%	-27%
PE (x)	14.61	9.91	7.09	9.23	7.04
PB (x)	1.55	1.46	1.41	1.49	1.43
EV/EBITDA (x)	14.12	8.46	5.55	6.31	4.74
Suất sinh lợi cổ tức (%)	10%	12%	11%	12%	12%

1. Sẵn sàng tạo ra sản lượng điện hàng năm cao nhất kể từ 2015

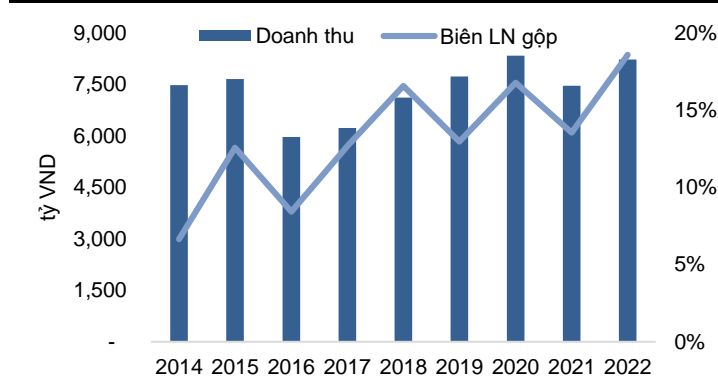
Do phụ tải điện tăng cao, A0 ước tính rằng sản lượng phát điện trong năm 2020 của toàn hệ thống năng lượng quốc gia sẽ tăng 8.95% so với năm 2019. Trong đó, PPC dự kiến sẽ được huy động tới 6,329 triệu Kwh (bao gồm khoảng 9% điện tự dùng). Vì vậy, năm 2020 được kỳ vọng là năm PPC sẽ được huy động cao nhất kể từ 2015 tới nay. Dựa trên giả định tỷ lệ Qc không đổi - ứng với 80% vào năm 2020, doanh thu của PPC sẽ đạt khoảng 8,300 tỷ đồng (+9 % n/n). Kết quả kinh doanh ấn tượng như vậy dựa trên 2 triển vọng thực tế sau.

Hình 01. Sản lượng điện thương phẩm của PPC



Nguồn: PPC, KIS

Hình 02. Doanh thu thuần và biên LN gộp

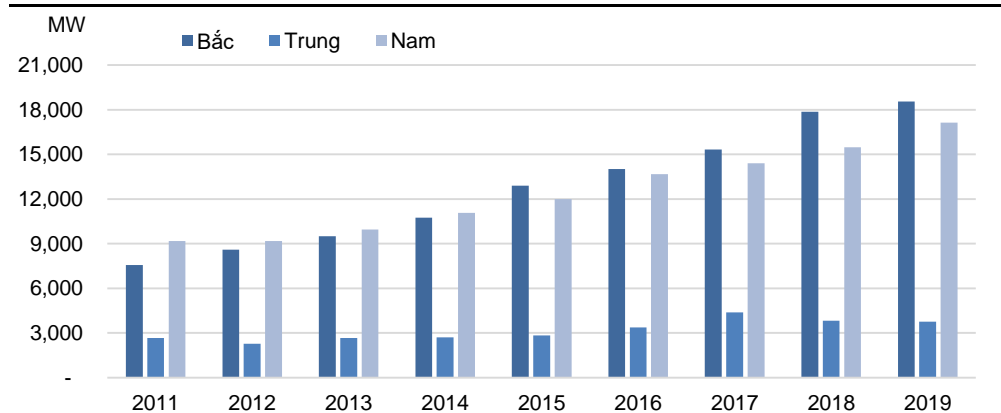


Nguồn: PPC, KIS

1.1. Khu vực phía Bắc hầu như không có tiềm năng mở rộng công suất điện

Theo thông cáo báo chí mới nhất của Trung tâm Điều độ Hệ thống điện Quốc gia (NLDC), tuy nhu cầu trung bình của miền Nam cao hơn miền Bắc (lần lượt là 13,088 MW và 12,414 MW trong 9T2019) nhưng phụ tải đỉnh phía Bắc đã vượt xa con số miền Nam gần đây, đạt 18,568 MW so với 17,135 MW vào tháng 09/2019. Điều đó có nghĩa là biên dự trữ của phụ tải đỉnh hàng năm ở miền Bắc có thể giảm nhanh hơn so với các vùng còn lại.

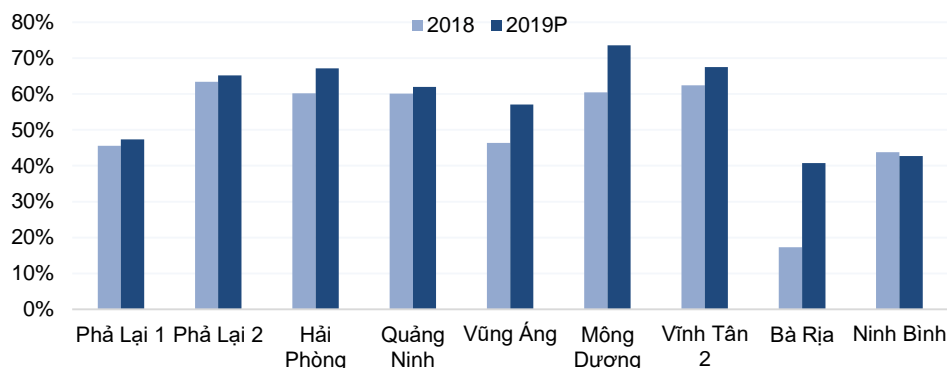
Hình 03. Phụ tải đỉnh theo vùng



Nguồn: EVN NLDC, KIS

Mặt khác, các nguồn năng lượng khác ở khu vực phía Bắc không đủ tiềm năng mở rộng để đáp ứng nhu cầu điện trong tương lai. Thực tế cho thấy, trong khi tài nguyên thủy điện đang trở nên cạn kiệt, miền bắc không có nhiều tiềm năng để phát triển năng lượng tái tạo như năng lượng mặt trời, gió, v.v. Do đó, điện tái tạo không dễ dàng thay thế vai trò của các nhà máy nhiệt điện than, ít nhất là ở khu vực phía Bắc. Nói cách khác, các nhà máy nhiệt điện có hiệu suất hoạt động ổn định như PPC luôn được EVN ưu tiên huy động.

Hình 04. Hiệu suất hoạt động của các nhà máy điện.



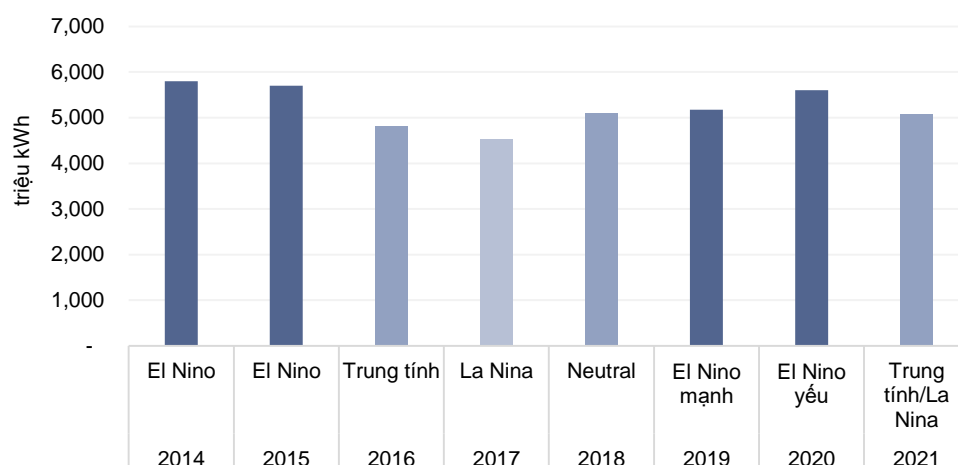
Nguồn: KIS

1.2. El Nino có xu hướng kéo dài

Do tác động của hiện tượng El Nino mạnh và kéo dài, cơ hội thực sự đã mở ra với các nhà máy nhiệt điện vào năm 2019, đặc biệt là đối với những nhà máy gần các nguồn cung cấp than.

Thực tế cho thấy, mặc dù Việt Nam đã bước vào mùa mưa, nhưng tình hình thủy văn của các hồ chứa phía Bắc chưa được cải thiện đáng kể. Theo thông tin cập nhật đến cuối tháng 08/2019, tần suất nước về của các hồ chứa thủy điện vẫn còn thấp so với trung bình nhiều năm và trong cùng kỳ năm 2018, với tần suất dao động từ 75 - 99%. Tính đến ngày 31/08/2019, mực nước 37 hồ thủy điện của EVN đã thấp hơn so với cùng kỳ năm năm ngoái. Theo đánh giá của chúng tôi và dự báo của Trung tâm khí tượng thủy văn Việt Nam, hiện tượng El Nino có thể sẽ kéo dài hơn so với dự kiến (tới tháng 11/2019). Ngoài ra, nền nhiệt cao do ảnh hưởng của El Nino cũng dẫn đến sự gia tăng nhu cầu tiêu thụ điện.

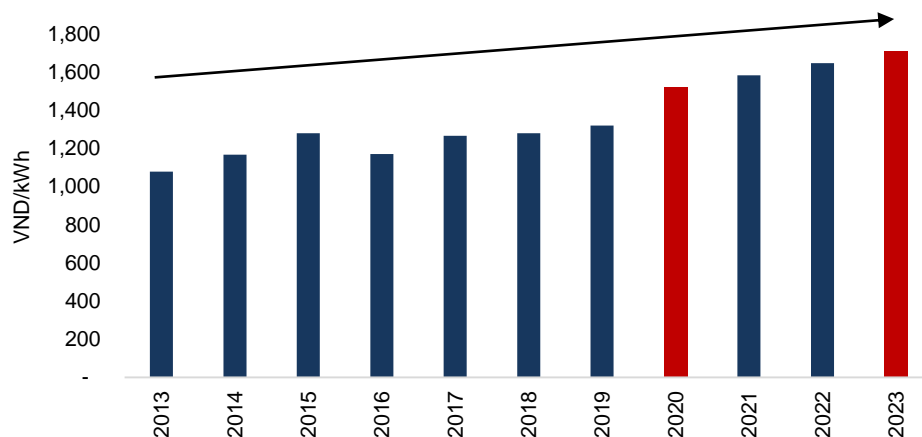
Trong điều kiện El Nino, nguồn huy động điện chính ở miền Bắc là các nhà máy nhiệt điện than, do đó PPC có đủ các điều kiện để hưởng lợi.

Hình 05. Tương quan giữa sản lượng điện và chu kỳ ENSO

Nguồn: KIS, NHCMF

2. Giá trần CGM ngày càng cao

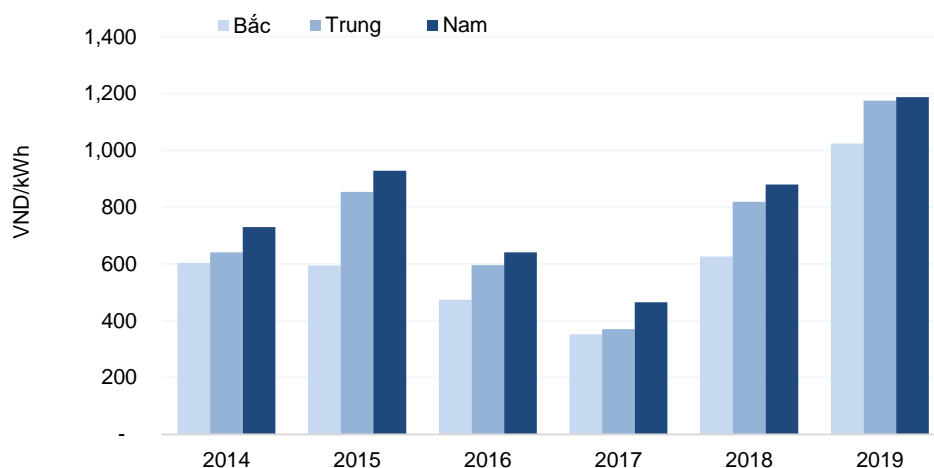
Trong vòng 5 năm, giá CGM trần đã tăng 52%, từ mức 868 đồng/kWh năm 2012 lên tới 1,319 đồng/kWh năm 2019. Xu hướng này là 1 trong những yếu tố ảnh hưởng tích cực nhất đối với tất cả các nhà máy điện tham gia thị trường cạnh tranh. Hơn nữa, theo Dự thảo sửa đổi và bổ sung Thông tư số 45/2018/TT-BTC mới nhất vào tháng 09/2019, giá trần của thị trường điện bán buôn được quy định không thấp hơn chi phí biến đổi của các tổ máy nhiệt điện trực tiếp chào giá trên thị trường điện. Mức trần thị trường điện được nâng lên để phù hợp với định hướng đưa các nhà máy điện sử dụng nguồn nhiên liệu khí có giá thành cao như khí LNG, khí Lô B và sau này là khí Cá Voi Xanh với chi phí khí ước tính khoảng 1,700 đồng/kWh.

Hình 06. Giá trần CGM

Nguồn: EVN, KIS

Một trong những ví dụ điển hình là Nhà máy nhiệt điện Cà Mau 1&2 có điều khoản tiêu thụ khí PM3 - CAA tối đa sẽ hết hiệu lực vào cuối năm 2019. Theo hợp đồng mới, một phần khí đầu vào của các nhà máy điện Cà Mau 1&2 chịu cơ chế giá mới khoảng 90% HFO, cao hơn 75% so với hiện tại (46% HFO). Do đó, năm 2020, giá trần CGM ước tính sẽ tăng, phù hợp với chi phí biến đổi của các nhà máy Cà Mau 1&2 (+16% n/n lên khoảng 1,522 đồng/kWh). Giá bán cao hơn trên thị trường sẽ giúp PPC cải thiện biên lợi nhuận hoạt động và biên lợi nhuận gộp năm 2020 lên tương ứng 16% và 17%.

Hình 07. Giá thị trường điện theo vùng, 2014 - 2019

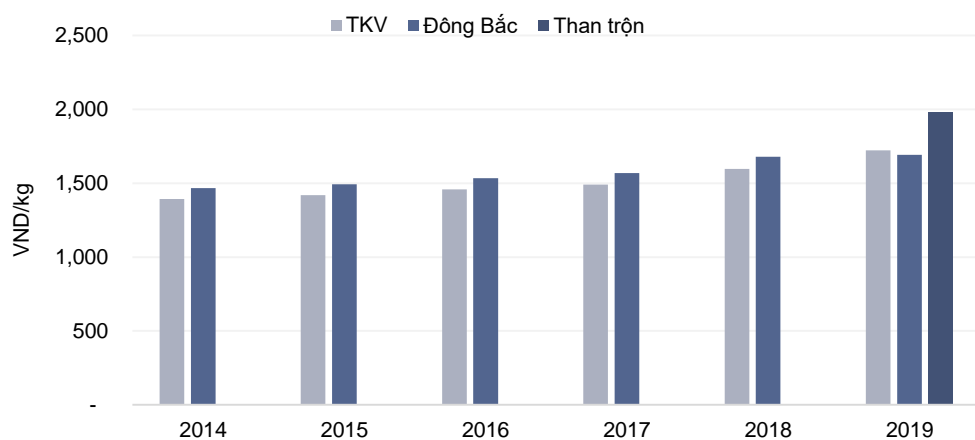


Nguồn: EVN NLDC, KIS

3. Nguồn cung than được đảm bảo.

Hợp đồng cung cấp than dài hạn với TKV (Tập đoàn Công nghiệp Than - Khoáng sản Việt Nam) đang trở thành điểm tựa đặc biệt cho nhiều công ty nhiệt điện từ năm 2019 trở đi. Mặc dù trong năm 2018, nhiều nhà máy nhiệt điện lao đao vì thiếu than, nguồn cung vẫn đủ cho PPC trong năm 2018 và 2019. Trong tương lai gần, nguồn than đầu vào của PPC sẽ được đảm bảo vì PPC đã chính thức xác nhận hợp đồng cung cấp than dài hạn với TKV. Riêng trong năm 2019, TKV cam kết cung cấp 3.5 triệu tấn than cho PPC (bao gồm 70% than trong nước và 30% than trộn), đồng nghĩa với việc PPC có thể đảm bảo cả sản lượng điện thương mại của mình ít nhất là 5.3 triệu Kwh, tăng 4% n/n và đạt hiệu suất vận hành ở mức cao từ 60% đến 72%.

Theo nhu cầu than của PPC, trung bình khoảng 200 - 250 tấn than được tiêu thụ hàng tháng. Nói tóm lại, việc đảm bảo cung cấp và tồn kho than sẽ hỗ trợ PPC (1) chủ động chạy máy phát điện trong giờ tải cao điểm, (2) tránh được rủi ro liên quan đến sự biến động của giá FOB và những bất cập liên quan đến thời gian vận chuyển, so với những nhà máy phải tự nhập khẩu than và (3) chất lượng than là tối ưu nhất cho thông số của từng tổ máy, tránh được rủi ro về kỹ thuật.

Hình 08. Giá than bình quân cung cấp cho nhà máy điện

Nguồn: TKV, KIS

4. Đã có sự chuẩn bị cho dự án Phả Lại 3

Nhiệt điện Phả Lại đang lên để án bổ sung quy hoạch Nhiệt điện Phả Lại 3 - với tổng công suất 660 MW – vào quy hoạch phát triển Điện lực Quốc gia. Tổng mức đầu tư sơ bộ ước tính khoảng 20,709 tỷ đồng, trong đó 20% được tài trợ bằng vốn chủ sở hữu và 80% bằng các khoản vay dài hạn. Dự án này được xem như động lực tăng trưởng trong dài hạn của PPC, giúp nâng tổng công suất thiết kế của công ty lên tới 1,700 MW, tạo thành kiềng ba chân chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu nguồn điện khu vực miền Bắc.

Thông số kỹ thuật	Nhà máy Nhiệt điện Phả Lại 3
Công suất thiết kế	660 MW
Nhiên liệu chính	Than
Sản lượng điện phát đầu cực	4.29 tỷ kWh/năm
Thời gian vận hành công suất Max	6,500 giờ
Tỷ lệ điện tự dùng	6.06%
Suất tiêu hao than thiên nhiên thô	397.8g/kWh
Tiêu thụ than hằng năm	1,587,896 tấn
Hiệu suất lò hơi theo nhiệt trị cao	91.03%
Hiệu suất tuabin theo nhiệt trị cao	46.97%
Tỷ lệ VCSH/Vốn vay	20/80
Tiến độ dự án	Xây dựng đề án khả thi

Nguồn: PPC

Các chỉ tiêu tài chính	Tỷ lệ VCSH/Vốn vay (20/80)
Tổng mức đầu tư sơ bộ (sau thuế)	20,709 tỷ đồng
Suất đầu tư sơ bộ (USD/kW)	1,345 USD
Giá thành sản xuất (đồng/kWh)	1,361 đồng
Giá bán điện bình quân (đồng/kWh)	1,631 đồng
<i>Tương đương (US Cent/kWh)</i>	7 Cents/kWh
FIRR	11%
NPV	7,770 tỷ đồng

Nguồn: PPC

Nhà máy Nhiệt điện Phả Lại 3 được ước tính có suất sinh lợi cao hơn nhờ công nghệ hiện đại, tỷ lệ tiêu thụ than ít hơn, có vị trí quan trọng trong trung tâm của cụm các khu công nghiệp và được hưởng lợi từ cơ sở hạ tầng hiện có. PPC hiện đang tiến hành nghiên cứu tiền khả thi để bổ sung Phả Lại 3 vào Quy hoạch Điện VIII. Tuy nhiên, do dự án còn khá xa và còn thiếu nhiều thông tin chi tiết, chúng tôi chưa đưa dự án nhà máy nhiệt điện Phả Lại 3 vào định giá.

5. Dự phóng thu nhập và Định giá

5.1. Dự phóng thu nhập

	2017	2018E	2019E	Giá định
Doanh thu thuần	7,117	7,733	8,342	
<i>Tăng trưởng (%)</i>	2,652	2,785	3,369	Thành tố cố định trong giá PPA của Phả Lại 1 điều chỉnh giảm 20 đồng từ năm 2020.
Phả Lại 1 (PL1)	4,465	4,948	4,973	Thành tố cố định trong giá PPA của Phả Lại 2 là không đổi
Phả Lại 2 (PL2)	14%	9%	8%	
Lợi nhuận gộp	1,181	1,128	1,495	
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	17%	15%	18%	
EBIT	1,099	1,040	1,399	
Chi phí lãi vay ròng	-158	-168	-116	
Lợi nhuận ròng	1,155	927	1,209	
EPS (hiệu chỉnh, VND)	3,527	2,817	3,693	

5.2. Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá DDM với kỳ vọng rằng công ty sẽ trả cổ tức ổn định. Với giả định không có dự án quan trọng nào cho đến năm 2025 và chưa phản ánh nhiệt điện Phả Lại 3 vào mô hình, chúng tôi định giá cổ phiếu PPC ở mức **30,000 đồng/cổ phiếu** vào cuối năm 2020. Do đó, với giá hôm nay (10/10/2019) là 25,000 đồng, tổng lợi nhuận dự kiến 1 năm là **27%**. Do đó, khuyến nghị của chúng tôi đối với PPC là **TĂNG TỶ TRỌNG** cho giai đoạn đầu tư 1 năm.

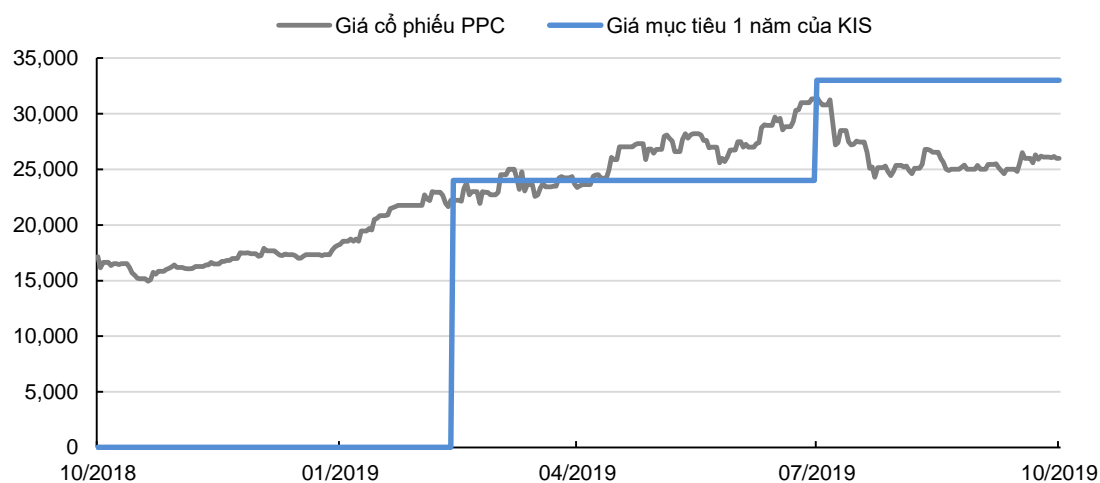
	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	Ghi chú
Cổ tức/cổ phiếu (VND)	3,000	3,000	3,000	3,000	3,500	3,500	Tiền mặt dồi dào
Chi phí vốn cổ phần	15%	15%	15%	15%	15%	15%	Dự phóng
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền	4%						Điều chỉnh dựa trên tỷ lệ lạm phát mục tiêu
PV của cổ tức	3,000	2,609	2,268	1,973	2,001	1,740	
Giá trị thuần hiện tại	16,452						
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	30,000						
Suất sinh lợi trên giá	20%						
Mức sinh lợi trên cổ tức	7%						1,800 đồng cổ tức tiền mặt cho năm 2019
Tổng mức sinh lợi kỳ vọng 1 năm	27%						2020

Nguồn: KIS dự phóng

5.3. Thay đổi khuyến nghị và giá mục tiêu

	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Kỳ vọng trung bình
PPC	10/07/2019	TĂNG TỶ TRỌNG	33,000	31,367
	22/02/2019	TRUNG LẬP	24,000	23,550

Ước tính và dự phóng cho công ty



Nguồn: Bloomberg, KIS

6. Rủi ro

6.1. Rủi ro liên quan đến chính sách

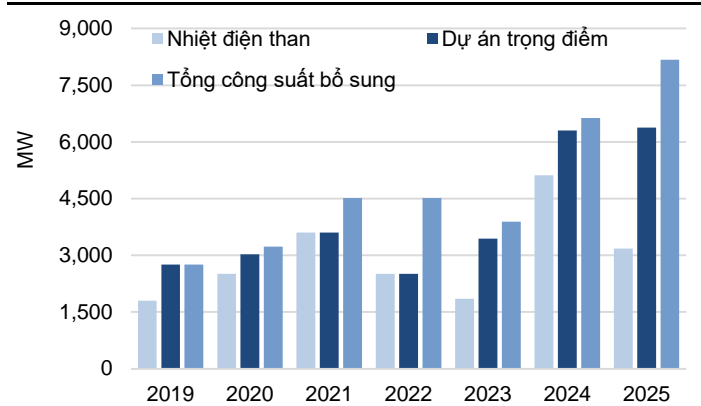
Cùng với đề xuất sửa đổi mới nhất cho Thông tư 45/2018/TT-BTC vào tháng 9/2019, Qc của các tháng trong năm và tỷ lệ alpha (được quy định từ 60% -100%) sẽ được nhà máy điện tự thỏa thuận và đàm phán với EVN. Trong trường hợp không tự thỏa thuận được, Cục Điều tiết điện lực (ERAV) sẽ công bố tỷ lệ alpha cho từng loại công nghệ hiện tại.

6.2. Rủi ro thời tiết

Sự thay đổi bất thường của thời tiết sẽ ảnh hưởng lớn đến khả năng cạnh tranh của PPC với trên thị trường điện.

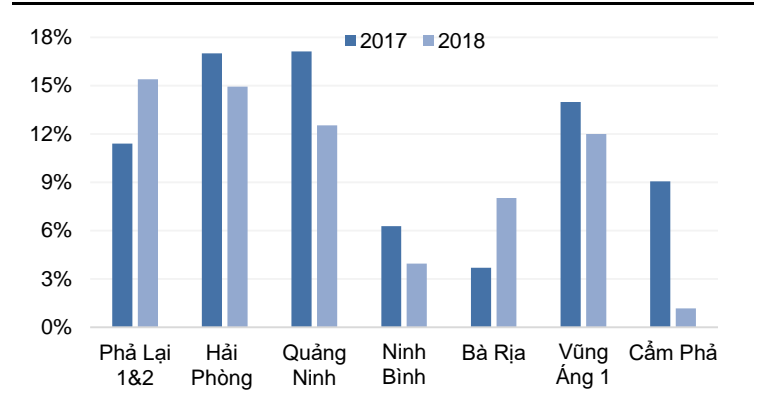
Phụ lục

Hình 09. Công suất mới, 2019-2025.



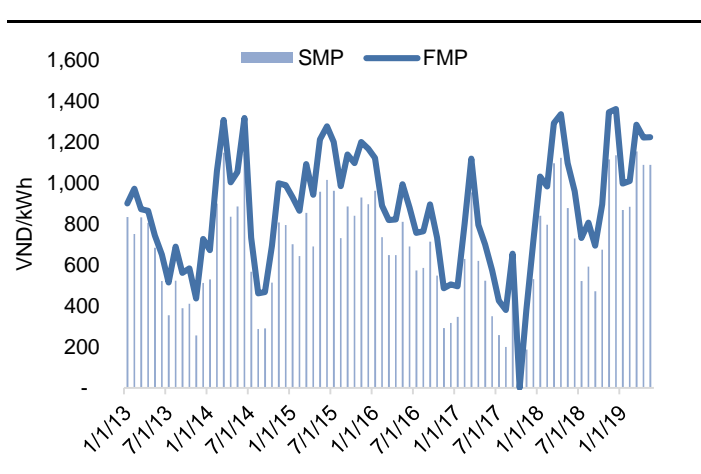
Nguồn: EVN, KIS

Hình 10. Biên lợi nhuận hoạt động



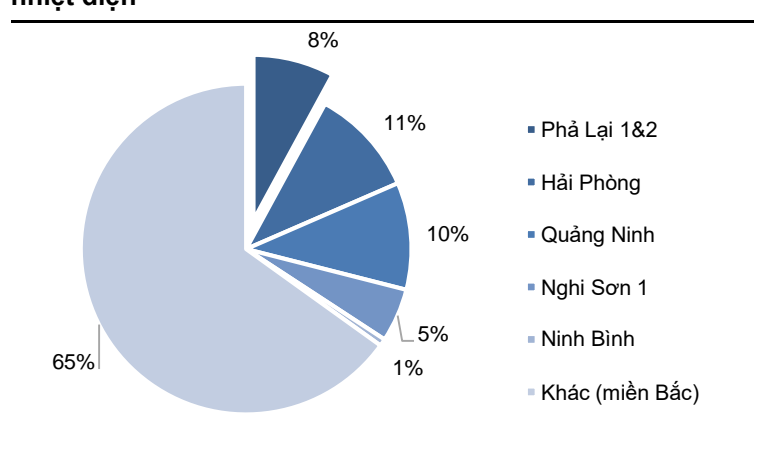
Nguồn: KIS

Hình 11. Giá thị trường điện, 2013- 2019



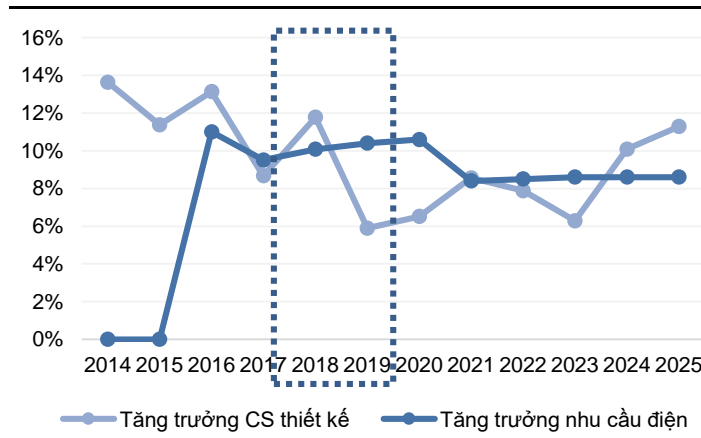
Nguồn: NLDC EVN KIS

Hình 12. Sản lượng điện thương phẩm của các nhà máy nhiệt điện



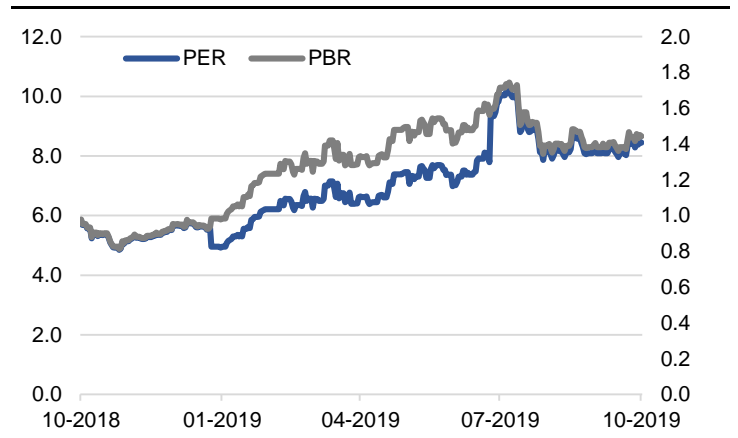
Nguồn: TKV, KIS

Hình 13. Tăng trưởng cung và cầu điện năng



Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 14. TTM PER và PBR



Nguồn: Bloomberg, KIS

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH					
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018	2019E	2020E
Doanh thu thuần	5,977	6,236	7,117	7,733	8,342
Tăng trưởng (%)	-22%	4%	14%	9%	8%
GVHB	5,474	5,445	5,936	6,605	6,847
Biên LN gộp (%)	8%	13%	17%	15%	18%
Chi phí BH & QLDN	108	81	81	88	95
EBITDA	468	747	1,134	1,074	1,434
Biên lợi nhuận (%)	8%	12%	16%	14%	17%
Khấu hao	72	37	35	35	35
Lợi nhuận từ HĐKD	396	710	1,099	1,040	1,399
Biên LN HĐKD (%)	7%	11%	15%	13%	17%
Chi phí lãi vay ròng	-271	-216	-158	-168	-116
% so với nợ ròng	17%	14%	9%	10%	7%
Khả năng trả lãi vay (x)	-1.4	-3.3	-6.9	-6.1	12.0
Lãi/lỗ khác	-52	77	191	-45	0
Trong đó: Hoàn nhập	87	92	179	-45	0
Thuế	62	149	293	236	307
Thuế suất hiệu dụng (%)	10%	15%	20%	20%	20%
Lợi nhuận ròng	554	854	1,155	927	1,209
Biên lợi nhuận (%)	9%	14%	16%	12%	14%
Lợi ích CĐ thiếu số	6	-	-	-	-
LN cho công ty mẹ	549	854	1,155	927	1,209
Số lượng CP (triệu)	326	326	326	326	326
EPS hiệu chỉnh (VND)	1,711	2,663	3,603	2,817	3,693
Tăng EPS (%)	-2%	56%	35%	-20%	31%
Cổ tức (VND)	2,000	3,000	2,800	3,000	3,000

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)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	-111	-293	363	51	92
Capex	83	18	348	100	189
Dòng tiền khác	238	-97	-453	-	-
Dòng tiền tự do	415	1,263	932	811	962
Phát hành cổ phiếu	-	-	-	-	-
Cổ tức	799	1,020	898	979	979
Thay đổi nợ ròng	383	-242	-34	168	16
Nợ ròng cuối năm	-1,450	-1,692	-1,726	-1,559	-1,542
Giá trị doanh nghiệp	6,604	6,324	6,290	6,778	6,794
Tổng VCSH	5,194	5,477	5,683	5,607	5,813
Lợi ích cổ đông thiểu số	38	-	-	-	-
VCSH	5,156	5,477	5,683	5,607	5,813
Giá trị sổ sách/cp (VND)	16,079	17,082	17,724	17,488	18,129
Nợ ròng/VCSH (%)	-28%	-31%	-30%	-28%	-27%
Nợ ròng/EBITDA (x)	-3.1	-2.3	-1.5	-1.5	-1.1
Tổng tài sản	10,587	7,548	6,974	6,393	6,639

Nợ ròng = Nợ - Tiền & Tương đương Tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018	2019E	2020E
ROE (%)	11%	16%	20%	17%	21%
(không gồm lợi ích CĐ thiếu số)					
ROA (%)	5%	11%	17%	15%	18%
ROIC (%)	9%	18%	27%	20%	27%
WACC (%)	15%	15%	15%	15%	15%
PER (x)	14.6	9.9	7.1	9.2	7.0
PBR (x)	1.6	1.5	1.4	1.5	1.4
PSR (x)	1.3	1.3	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	14.1	8.5	5.5	6.3	4.7
EV/Sales (x)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	10%	12%	11%	12%	12%

Liên hệ

Trụ sở chính

Tầng 3, Tòa nhà TNR,
180-192 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM.
ĐT: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6899

PGD Phạm Ngọc Thạch

Lầu 03, 62A Phạm Ngọc Thạch,
Quận 3, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84 28) 7108 1188
Fax: (+84 28) 3820 9229

Chi nhánh Hà Nội

Lầu 06, Tòa nhà CTM,
299 Cầu Giấy, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 3974 4448
Fax : (+84 24) 3974 4501

PGD Bà Triệu

Lầu 06, 74 Bà Triệu, P. Hàng Bài,
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7106 3555
Fax: (+84 24) 3632 0809

PGD Láng Hạ

P.504A, Lầu 05, Tòa nhà TĐL,
22 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7108 1188
Fax : (+84 24) 3244 4150

Phòng Phân tích

Hoàng Huy

Trưởng phòng Phân tích
(+84 28) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

Phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Môi Giới 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**.