

**Đánh giá** **TĂNG TỈ TRỌNG**  
**Ngành** **Phân bón**

## Nội dung

1. Cơ cấu ngành phân bón
2. Bức tranh âm ảm ...
3. ...nhưng tạo ra cơ hội từ những chuyển dịch ngành và chính sách
4. Tài chính & định giá ngành
5. Cổ phiếu khuyến nghị

**(Mr.) Nguyễn Hoàng Hà**

Ngành Dược, Tiêu Dùng, Hóa Chất

(+84-28) 3914 8585 - Ext: 1463

ha.nh@kisvn.vn

www.kisvn.vn

## Đặt cược dài hạn giữa bối cảnh đầu ra ảm ảm

### Quan điểm đầu tư:

- Dù mang tính chất hàng hóa thô sơ cơ bản, phân bón là một lĩnh vực không thể thay thế ở Việt Nam vì đóng góp ít nhất từ 30% đến 50% vào tăng trưởng năng suất cây trồng, đồng thời phải đảm bảo an ninh lương thực cho 90 triệu người Việt cũng như nông sản xuất khẩu trị giá 1.5 tỉ USD hàng năm.
- Chúng tôi kì vọng vị thế cạnh tranh của ngành gần như không thay đổi trong 5 năm tới khi những doanh nghiệp lớn nhất đã chiếm được lợi thế kinh doanh khổng lồ từ nguồn nguyên liệu sản xuất độc quyền và hệ thống phân phối rộng khắp.
- Xu hướng chuyển dịch dài hạn tất yếu từ phân bón đơn chất sang phân hỗn hợp sẽ tạo ra cơ hội lớn cho các nhà cung cấp phân NPK. Thị trường phân NPK được dự phóng sẽ tăng trưởng 7% mỗi năm cho đến 2021.
- Các chính sách hỗ trợ tích cực từ phía Nhà Nước, bao gồm: (1) Sửa đổi Luật thuế VAT 0% trên dòng sản phẩm phân bón, (2) thuế tự vệ cho các sản phẩm phân kép DAP/MAP và (3) bắt buộc thoái vốn Nhà Nước ở các công ty sản xuất phân ure nguồn gốc khí tự nhiên trực thuộc PVN.
- Quan trọng nhất, trong khi rủi ro chiều xuống rất thấp do lợi suất cổ tức ngành cao hơn mặt bằng lãi suất đáng kể, định giá trên góc độ giá thị trường/tài sản hữu hình rỗng khá hấp dẫn: chỉ số P/B hiện tại của ngành phân bón là 1.43 lần, thấp hơn 40% so với VNIndex trong khi chưa tính đến các yếu tố về lợi thế vô hình.

### Rủi ro:

- Chúng tôi tin rằng quy mô thị trường tiêu thụ phân bón sẽ khó mở rộng trong trung hạn vì dư địa tiêu thụ gần như không còn, sự chuyển dịch cơ cấu nền kinh tế hướng tới công nghiệp/dịch vụ và xu hướng đi ngang của giá nông sản. Chính vì vậy, câu chuyện tăng trưởng doanh thu của các bên hầu hết sẽ đến từ việc chiếm lĩnh thị phần lẫn nhau trong nội ngành hoặc mở rộng chuỗi giá trị.
- Sản phẩm nhập khẩu, đặc biệt là nhóm phân đạm và phân kép DAP/SA, đang phát triển ngày càng mạnh hơn nhờ vào mức giá rẻ, hiện đang chiếm khoảng 41% sản lượng tiêu thụ nội địa.
- Xu hướng sản xuất và tiêu thụ sản phẩm nông nghiệp sạch và hữu cơ (organic) dần trở thành mối đe dọa lớn cho các nhà sản xuất phân bón vô cơ truyền thống.
- Sửa đổi Luật thuế giá trị gia tăng 0% cho dòng sản phẩm phân bón đầy hứa hẹn nhưng chỉ có thể có hiệu lực sớm nhất vào đầu năm 2019.
- Sở hữu Nhà Nước cao ở các công ty phân bón cản trở sự linh hoạt và khả năng thực hiện các kế hoạch tăng trưởng nhanh.

Kết luận, mặc dù ngành phân bón nội địa Việt Nam đã rơi vào trạng thái bão hòa, xu hướng tiêu thụ có sự chuyển dịch tích cực sang phân hỗn hợp cộng với các chính sách ưu đãi của Nhà Nước và đặc biệt là mức định giá rẻ sẽ đưa đến các cơ hội hấp dẫn cho nhà đầu tư. Chính vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỈ TRỌNG** với tầm nhìn dài hạn cho ngành phân bón.

Cổ phiếu khuyến nghị trong báo cáo này: **DPM**

## 1. Cấu trúc ngành phân bón

### Danh mục sản phẩm

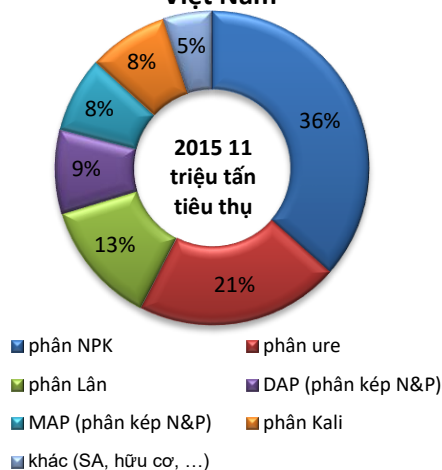
Danh mục sản phẩm của ngành phân bón Việt Nam cũng như thế giới được chia làm 3 nhóm chính – mỗi nhóm đều có nguồn gốc nguyên liệu và công dụng riêng:

- Phân đơn : cung cấp chất dinh dưỡng vô cơ đơn ( như Kali, Phốt-pho, Nito), bao gồm phổ biến nhất là ure (gốc  $\text{NH}_3$ ), phân Lân (gốc  $\text{P}_2\text{O}_5$ ) và phân Kali (gốc  $\text{KNO}_3$ ).
- Phân đa: cung cấp từ 2 chất dinh dưỡng trở lên, bao gồm loại phân phổ biến nhất NPK (tổ hợp của Nito, Phốt-pho, Kali) và phân kép (như DAP, MAP – kết hợp giữa chất Nito & Photpho)
- Phân hữu cơ: cung cấp chất dinh dưỡng hữu cơ chiết xuất từ động/thực vật.

Mặc dù rất đa dạng nhưng thị trường tiêu thụ phân bón Việt Nam vẫn chủ yếu bị chiếm lĩnh bởi phân hỗn hợp NPK (36%), phân đơn ure (21%), phân lân/supe-lân (13%) và các loại phân kép khác như DAP, MAP, SA (mỗi loại chiếm khoảng 9% của tổng lượng tiêu thụ phân bón). Chỉ có ít hơn 1% trên tổng lượng tiêu thụ là phân hữu cơ vì không có nhà cung cấp địa phương lớn nào nổi trội.

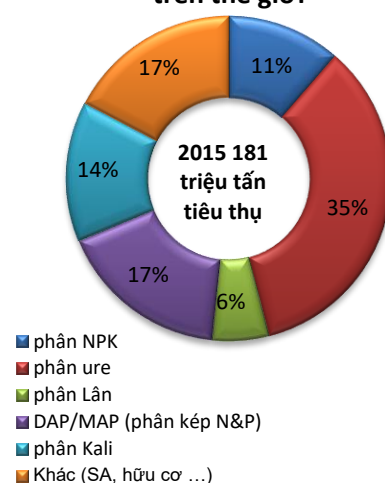
So với Việt Nam, cơ cấu sản phẩm của ngành phân bón thế giới có nhiều khác biệt khi phân ure và DAP/MAP hầu hết được sử dụng (52% lượng tiêu thụ) trong khi phân NPK và phân bón chất lượng cao (<15% lượng tiêu thụ) vẫn thấp vì tiêu thụ phân bón ở Trung Quốc – quốc gia nông nghiệp lớn nhất - tập trung chủ yếu vào phân đạm. Tuy nhiên, dựa theo Argus & Yara International, xu hướng chất lượng hướng đến những dòng phân bón đặc biệt có mật độ dinh dưỡng cao – một đặc tính của phân NPK – là xu hướng không thể tránh khỏi trong dài hạn.

Cơ cấu sản phẩm phân bón tại Việt Nam



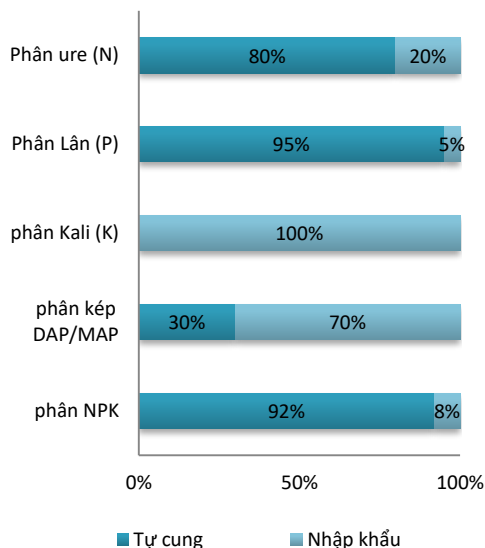
Source: MoIT, Vinachem

Cơ cấu sản phẩm phân bón trên thế giới



Source: Yara International, IFA

**Khả năng cung cấp phân bón của Việt Nam năm 2016**



Source: MARD, KISVN research

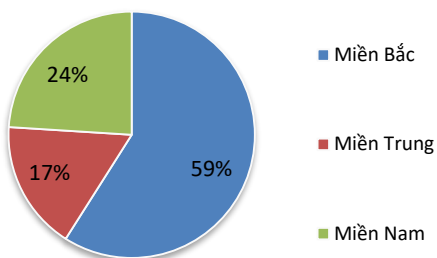
## Chuỗi giá trị sản xuất trong nước

Vì thiếu một số loại quặng khoáng sản, các doanh nghiệp sản xuất Việt Nam chỉ có thể sản xuất phân NPK, ure, phân Lân và DAP trong khi hầu hết phân Kali và lưu huỳnh đều phải nhập khẩu..

Sản phẩm	Nguyên liệu đầu vào	Sản xuất	Phân phối
Phân ure	Khí thiên nhiên (CH <sub>4</sub> ) – mua từ PVGas Than (CO <sub>2</sub> ) - Vinacomin hoặc nhập khẩu Ammonia (NH <sub>3</sub> ) – nội địa Hóa chất phụ trợ – nội địa	Sản xuất phân ure dựa trên khí tự nhiên <i>Đạm Phú Mỹ - DPM, Đạm Cà Mau - DCM</i> Sản xuất phân ure dựa trên than <i>Đạm Hà Bắc - DHB, Đạm Ninh Bình</i>	Chi nhánh thuộc sở hữu (DPM, DCM) Các nhà phân phối lớn (Vinacam, Apromaco) Đại lí cấp 1
Phân lân	Đá Apatit- Ca <sub>5</sub> (PO <sub>4</sub> ) <sub>3</sub> Axít lưu huỳnh-(H <sub>2</sub> SO <sub>4</sub> ) Các khoáng chất nhập khẩu khác (serpentine, sandstone)	Sản xuất phân Lân nung chảy <i>Phân Lân Ninh Bình - NFC, Phân Lân nung chảy Văn Điển - VAF</i> Sản xuất supe-lân <i>Supe Lâm Thao – LAS</i>	Đại lí bán lẻ cấp 2 <u>Người dùng cuối</u> : nông dân, hợp tác xã và kênh xuất khẩu
Phân Kali	Quặng Kali (K) Quặng lưu huỳnh (SA)	Nhập khẩu toàn bộ – chủ yếu là từ Trung Quốc – do thiếu hụt quặng khoáng chất	
Phân hỗn hợp kép	Amoniac (NH <sub>3</sub> ) Đá Apatit (P) Đá lưu huỳnh nhập khẩu (S)	Diammonium phosphates Sản xuất DAP <i>DAP Lào Cai, DAP Đình Vũ – DDV</i>	
NPK	Phân đạm (N) Phân lân (P) Phân Kali nhập khẩu(K)	Sản xuất NPK theo phương thức trộn, công nghệ hơi nước thùng quay, công nghệ hóa học, ... <i>LAS, BFC, SFG, DPM, NFC, VAF, Phân bón Năm Sao</i>	
Phân hữu cơ	Chất thải động vật Thực vật phân hủy Tro động vật	Công nghệ nghiền tạo hạt Nông dân địa phương & hàng nhập khẩu	

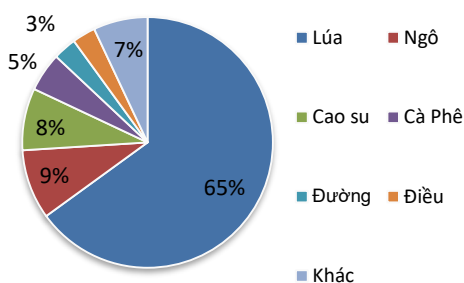
Khi thị trường đã bão hòa và hầu hết các nhà sản xuất đã cố định vị trí của mình trong chuỗi giá trị sản xuất, **chúng tôi kì vọng cấu trúc ngành sẽ duy trì trong tương lai gần**, điều này sẽ gây rào cản khá khó khăn cho các doanh nghiệp mới hình thành tìm thị trường thích hợp để cạnh tranh.

**Tiêu thụ phân bón ở Việt Nam theo khu vực, 2014**



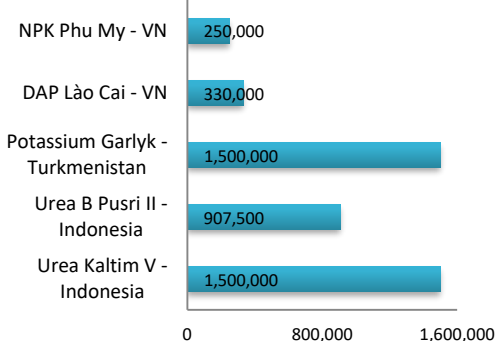
Source: MARD, KISVN research

**Tiêu thụ phân đơn theo cây trồng ở Việt Nam, 2015**



Source: MARD, KISVN research

**Các dự án mở rộng phân bón ở Việt Nam & khu vực (năng suất theo tấn)**



Source: KISVN research

## Tiêu thụ đầu ra & phân phối.

- Phân bón được tiêu thụ chủ yếu ở khu vực Đông Nam Bộ và Đồng bằng Sông Mekong, chiếm khoảng 59% lượng tiêu thụ cả nước. Nhờ vào thời tiết thuận lợi, điều kiện địa lý và con người, khu vực này sẽ tiếp tục là vùng tiêu thụ trọng yếu trong thị trường phân bón Việt Nam.

- Lúa là cây trồng tiêu thụ nhiều phân đơn nhất, chiếm đến 65% tổng cầu, trong đó 49% là cho mùa Đông - Xuân. 35% còn lại là từ cây công nghiệp như ngô, cao su, cà phê và mía đường. Tuy nhiên, xu hướng đi xuống của thị trường hàng hóa cơ bản từ 2011-2012 đã làm giảm nhu cầu phân bón của các cây công nghiệp này. Theo tính chu kỳ, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu của lĩnh vực cây công nghiệp này sẽ dần tăng lượng tiêu thụ trở lại trong 5 năm tới.

- Cùng với xu hướng đi xuống của giá cả hàng hóa cơ bản, chỉ số giá phân bón thế giới đã giảm 12% mỗi năm từ đỉnh điểm năm 2011 – dựa theo tổ chức FAO. Trong quý 3/2017, phân NPK đã được bán với giá cao nhất, từ 9,000 – 13,000VND mỗi kg, phân Lân được bán với giá thấp nhất 2,000-3,000 VND mỗi kg trong khi phân ure thường có giá giao động ở mức 6,000 mỗi kg. Trong những năm gần đây, chúng tôi nhận thấy xu hướng của tất cả loại phân bón đã giảm xuống 8%-10% mỗi năm do giảm nhu cầu, tình trạng thừa cung và thời tiết địa phương không thuận lợi. Chúng tôi tin xu hướng giá tiêu cực này chính là trở ngại lớn đối với các nhà cung cấp phân bón trong việc thúc đẩy các kênh xuất khẩu.

- Về khâu bán hàng, chúng tôi kỳ vọng các công ty có lịch sử lâu đời như DPM, LAS, BFC, SFG sẽ duy trì sức cạnh tranh mạnh mẽ trong dài hạn nhờ vào việc sở hữu hệ thống phân phối rộng khắp Việt Nam:

Cty.	Lịch sử	Kênh phân phối		Thị trường	
<b>LAS</b>	54 năm	100 điểm bán sỉ	Điểm bán lẻ ở 63 tỉnh thành	Tập trung vào khu vực miền Bắc & Trung	Xuất khẩu qua Nhật, Đài Loan, Hàn Quốc
<b>SFG</b>	40 năm	400 điểm bán sỉ	10,000 điểm bán lẻ	Tập trung vào Miền Nam & đồng bằng sông Mekong	Xuất khẩu qua Campuchia, Nhật và Myanmar
<b>BFC</b>	25 năm	200 điểm bán sỉ	2,500 điểm bán lẻ	Tập trung vào phía Nam & Tây Nguyên	Xuất khẩu qua Campuchia, Myanmar, Lào, Thái
<b>DPM</b>	13 năm	80 điểm bán sỉ	3,000 điểm bán lẻ	Tập trung vào phía Nam	—

## Rào cản gia nhập ngành & sản phẩm thay thế

- Mặc dù mối đe dọa lớn từ các dự án quy mô lớn cả trong và ngoài nước như Kaltim V . Indonesia (1.5 triệu tấn phân ure mỗi năm) hoặc PVFCCo (250 nghìn tấn phân NPK mỗi năm) đang được xây dựng, lợi thế của các công ty đã tồn tại về việc tiếp cận các nguồn nguyên liệu (như khí, khoáng chất, hóa chất) hoặc các kênh phân phối phủ rộng là rào cản gia nhập ngành lớn cho những công ty mới.

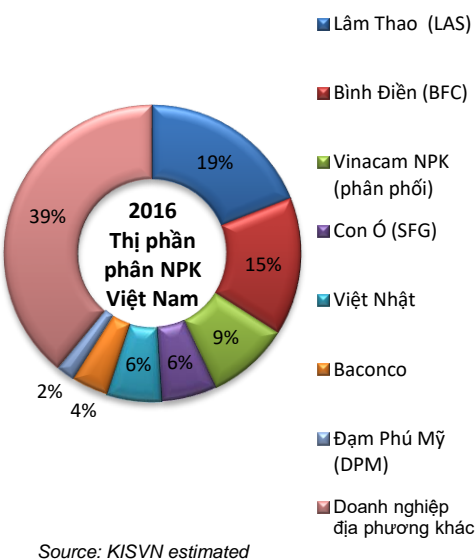
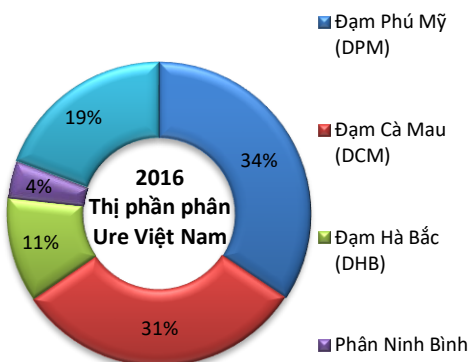
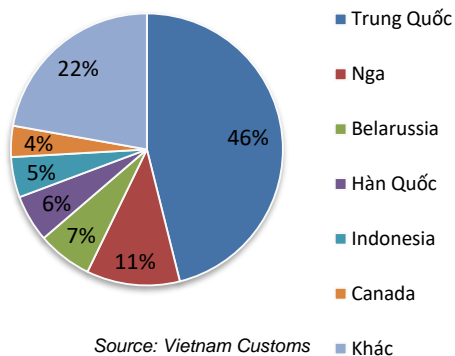
- Mặt khác, các sản phẩm thay thế cao cấp như phân NPK hòa tan trong nước và phân hữu cơ đang dần trở thành mối đe dọa lớn thay thế sản phẩm phân đơn truyền thống để đáp ứng các tiêu chuẩn về sức khỏe và môi trường của GlobalGAP hay VietGAP.

### Đối thủ & Chiến lược cạnh tranh

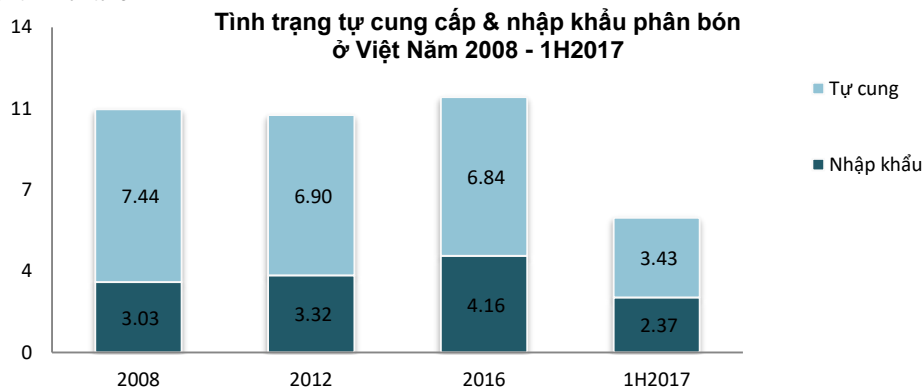
**Chi phí thấp:** trong bối cảnh có 800 doanh nghiệp sản xuất, chúng tôi thấy hầu hết các doanh nghiệp phân bón đều áp dụng chiến lược “chi phí thấp” bằng cách tăng lợi thế quy mô và diện tích phân phối. Ngoài ra, các loại phân bón nhập khẩu chất lượng kém giá rẻ cũng là một nhân tố góp phần làm suy giảm lợi nhuận của nhiều nhà sản xuất như DPM, LAS, DDV, NFC, VAF, vv.. trong những năm gần đây..

- Phân bón nhập khẩu, đặc biệt là phân đạm đơn hay phân kép (như ure hay DAP/SA), đã tạo ra cuộc chiến khốc liệt về giá và trở thành động lực cạnh tranh đối với các nhà sản xuất trong nước nhiều năm nay. Sản phẩm nhập khẩu 60% đến từ các quốc gia công nghiệp phát triển như Trung Quốc và Nga, với mức giá bán lẻ thường thấp hơn 10%-20% so với phân bón trong nước.

Phân bón nhập khẩu vào Việt Nam theo quốc gia 2016



Unit: million tons

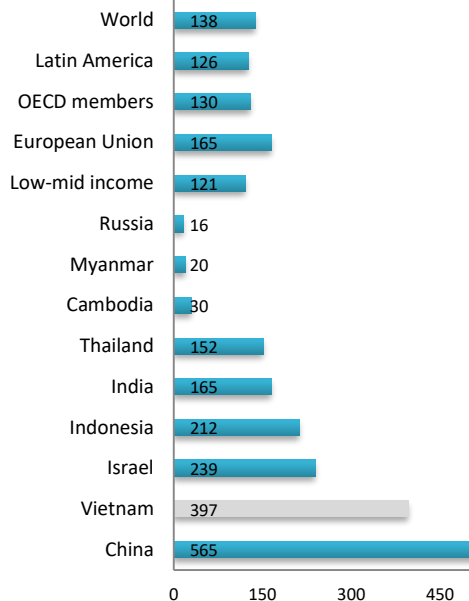


- Vì vậy, chiến lược mở rộng công suất và tăng cường chiết khấu cho các đại lý của các nhà sản xuất phân bón trong nước nhằm tiếp tục giảm giá bán có thể sẽ không còn tác dụng với mảng phân đơn như trước đây. Tuy nhiên, thị trường phân NPK (phân đa) đang dựng nên một bức tranh tích cực khác trong đó nhu cầu đang tăng trưởng mạnh mẽ nhờ vào sự thay đổi trong xu hướng tiêu thụ và nhiều công ty như DPM, LAS và BFC đang nhanh chóng hoàn thành các nhà máy mới để tăng khoảng 30% nguồn cung trong 2017-2019. Theo nhận định của chúng tôi, các doanh nghiệp đang nhắm đến những phân khúc chưa bị độc chiếm bởi các nhà sản xuất ngoại như DAP/SA/Kali sẽ có lợi nhuận và tiềm năng tăng trưởng cao hơn.

- **Khác biệt hóa sản phẩm:** Trong khi DCM liên tục phát triển các sản phẩm phân ure hạt chất lượng cao, DPM và BFC đã thực hiện chiến lược thị trường cao cấp tương tự bằng việc mở rộng sang phân NPK cao cấp, các chất hóa học cơ bản phụ trợ (NH<sub>3</sub>, UFC85, CO<sub>2</sub>, H<sub>2</sub>O<sub>2</sub>) và phân bón hữu cơ tương ứng. Mặc dù khối lượng của các sản phẩm này còn nhỏ so với danh mục sản phẩm hiện tại, chúng tôi đề cao chiến lược này vì nó là cách duy nhất để phát triển giữa xu hướng chuyển đổi từ phân đơn sang phân đa và nhu cầu tăng dần hơn cho phân bón chất lượng cao.

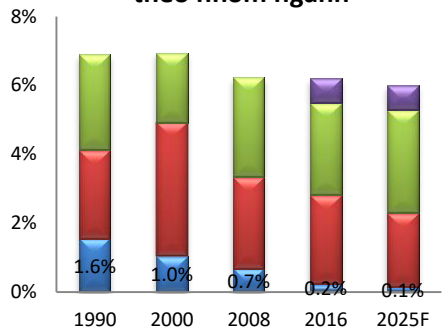


### Tiêu thụ phân bón Việt Nam và các nước trên thế giới 2014 (kg/ha)



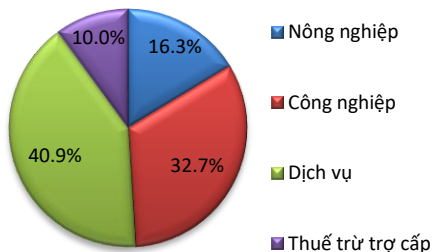
Source: Trading Economics

### Tăng trưởng GDP Việt Nam theo nhóm ngành



Source: GSO Vietnam, World Bank, KISVN Research

### Cơ cấu GDP Việt Nam theo quy mô nhóm ngành 2016



Source: GSO Vietnam

## 2. Bức tranh tiêu thụ âm đạm ...

### Không còn nhiều dư địa tăng trưởng

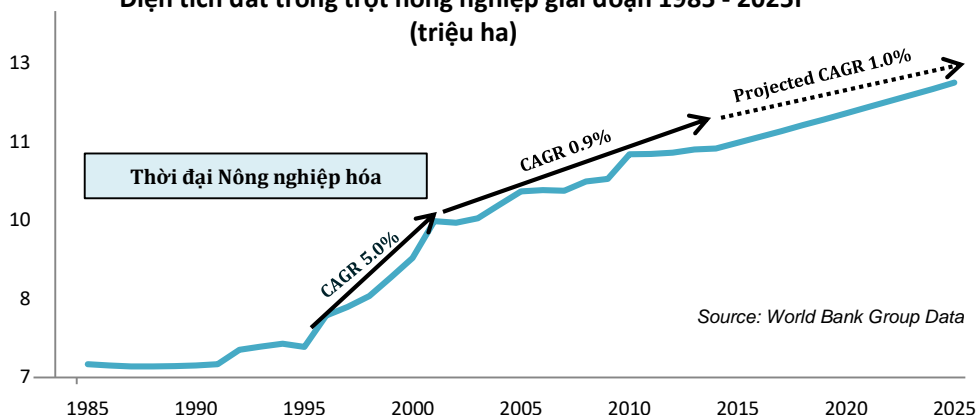
#### <1> Tiêu thụ trên mỗi héc ta cao ngất ngưỡng

- Dựa theo Trading Economics, tiêu thụ phân bón Việt Nam trên mỗi héc ta đất canh tác đang ở mức 397kg – cao hơn gấp 3 lần so với trung bình ở các nước có thu nhập trung bình thấp là 121kg, cho thấy trạng thái bão hòa mạnh của ngành hóa chất phân bón ở Việt Nam.

#### <2> Diện tích đất trồng trọt tăng trưởng chậm

- Trong giai đoạn 1995 – 2001, đất nông nghiệp ở Việt Nam tăng mạnh mẽ 5.0% lũy kế hàng năm từ 7.0 triệu đến 9.5 triệu héc ta. Tuy nhiên, tăng trưởng suy giảm đột ngột xuống 0.9% lũy kế hàng năm và được dự phóng sẽ tiếp tục tăng chậm 1% trong 10 năm tới, dựa theo số liệu của World Bank.

### Diện tích đất trồng trọt nông nghiệp giai đoạn 1985 - 2025F (triệu ha)



Source: World Bank Group Data

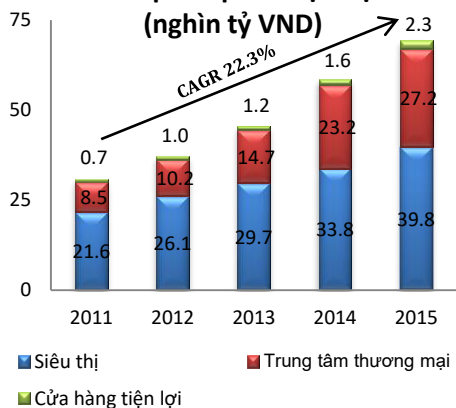
### Hiện đại hóa làm suy giảm đầu ra

#### <3> Chuyên dịch cơ cấu nền kinh tế

- Năm 1990, nông nghiệp đóng góp đến 1.6% vào mức tăng trưởng GDP 8.2%; sau đó, nông nghiệp giảm góp phần xuống còn 0.7% trong 6.3% tăng trưởng GDP vào 2008 và hiện tại chỉ chiếm 0.2% trên tổng 6.2% tăng trưởng GDP năm ngoái, thể hiện xu hướng chuyển dịch rõ rệt của nền kinh tế sang nhóm công nghiệp và dịch vụ, hiện đóng góp hơn 95% tăng trưởng GDP.

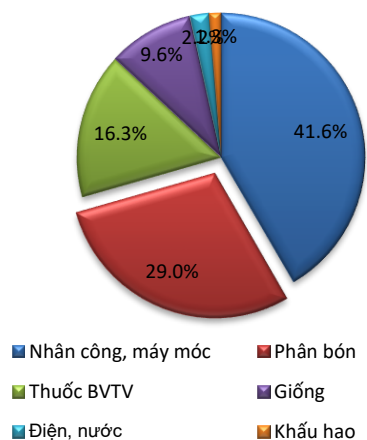
- Kết quả là các thành phần của GDP cũng đã thay đổi đáng kể. Trong năm 1990, 38% GDP Việt Nam là từ nông nghiệp, nhưng đến năm 2016, chỉ có 16% của tổng GDP là từ nông nghiệp. Nông nghiệp càng ít đóng góp vào quy mô nền kinh tế thì đầu ra ngành phân bón sẽ càng khó tăng trưởng mạnh mẽ.

**Doanh số bán lẻ thông qua kênh phân phối hiện đại (nghìn tỷ VND)**



Source: Euromonitor International

**Cơ cấu chi phí sản xuất cây lúa gạo tiêu biểu (%)**



Source: Yara International

#### <4> Tiêu chuẩn nông sản chất lượng cao & bảo vệ môi trường

- Trong suốt hai thập kỉ qua, việc giám sát lỏng lẻo cùng với việc lạm dụng quá liều thuốc trừ sâu và phân bón là những vấn đề trọng điểm đối với an toàn thực phẩm và sự xói mòn của đất trồng trọt.

- Từ khi có sự mở rộng của các kênh bán lẻ hiện đại dẫn đến sự áp dụng tiêu chuẩn sản xuất nông nghiệp tốt rộng rãi (như GlobalGAP và VietGAP), chúng tôi nhận thấy một sự chuyển dịch lớn ở cả nhà cung cấp lẫn người tiêu dùng về việc thắt chặt yêu cầu chất lượng cao hơn cho vấn đề an toàn thực phẩm - thứ sẽ làm giảm nhu cầu phân bón, thuốc trừ sâu cũng như kháng sinh và các chất hóa học khác để thúc đẩy năng suất.

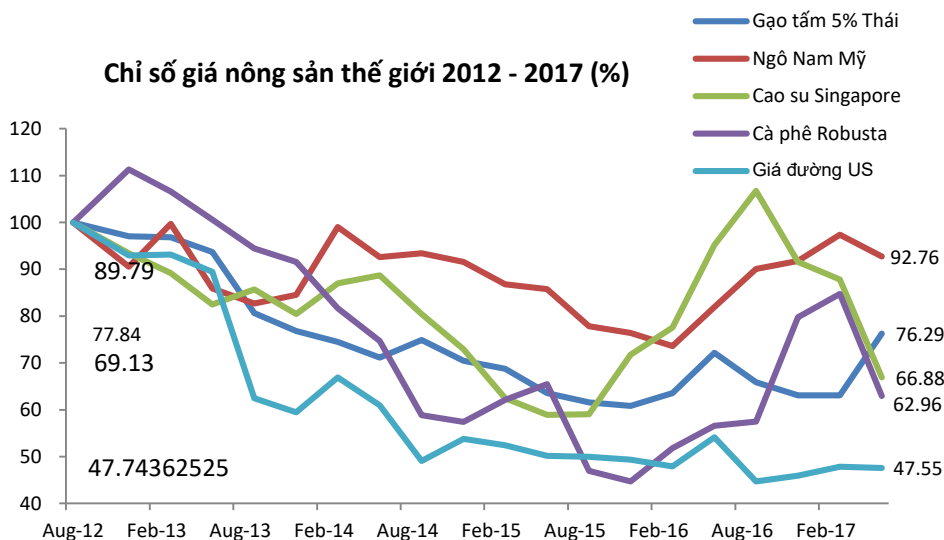
#### Giá nông sản chưa phục hồi

##### <5> Sự trì trệ của giá hàng hóa nông sản

- Việc chững lại của nền kinh tế Trung Quốc, nguy cơ giảm phát từ các quốc gia phát triển như Nhật Bản và Châu Âu và sự rối loạn của khí hậu toàn cầu đã trở thành nguồn lực tiêu cực tác động lên nền nông nghiệp thế giới. Cụ thể hơn, giá cả các loại cây lương thực như gạo, bắp đã giảm 25%-50% trong khi các cây công nghiệp như cà phê, cao su, đường đã giảm ít nhất 30% giá so với năm 2012

- Theo Yara International, với việc chi phí cho phân bón đã chiếm trung bình 25%-35% cơ cấu chi phí sản xuất cây lương thực và 30%-50% tăng trưởng năng suất mùa vụ, việc trì trệ giá hàng hóa nông sản đầu ra hiện nay sẽ là một nhân tố giữ giá phân bón khó tăng mạnh trong thời gian sắp tới.

**Chỉ số giá nông sản thế giới 2012 - 2017 (%)**



- Giữa bối cảnh đó, giá nông sản Việt Nam cũng một sức ép ngắn hạn không hề nhỏ của lạm phát thấp, tình trạng dư cung ở một vài phân khúc (chẳng hạn như gạo cạnh tranh từ Thái Lan, Indonesia), nên chúng tôi tin rằng một kịch bản cho sự hồi phục đột biến là khá khó xảy ra.

### 3. ... Nhưng cơ hội đến từ chuyển dịch nội ngành và các chính sách hỗ trợ

Để kết luận cho phần phân tích phía trên, chúng tôi tin rằng bức tranh lớn về đầu ra của ngành phân bón rất khó để tăng trưởng, bởi vì (1) tình trạng bão hòa nặng nề và dư địa thấp (2) xu hướng chuyển dịch kinh tế sang hướng công nghiệp/dịch vụ và (3) sự trì trệ của giá bán nông sản. Mặc dù vậy, cách mà một số các nhà sản xuất phân bón nội địa có thể tăng trưởng doanh thu sẽ đến từ việc **chiếm lĩnh thị phần của các nhà sản xuất nhỏ lẻ, cấp thấp khác hoặc mở rộng chuỗi giá trị sang các mảng hóa chất phụ trợ thay vì nhập khẩu.**

#### Chuyển dịch ngành và các xu hướng mới

##### <1> Xu hướng chuyển dịch lớn từ phân đơn sang phân hỗn hợp

- Mang lại lợi ích nông nghiệp nhờ vào hàm lượng dinh dưỡng cao, tính phân hủy chậm và thiết kế các loại sản phẩm khác nhau phù hợp với từng giống cây trồng, phân đa lượng (hay còn gọi là phân hỗn hợp/phức hợp) đang dần trở thành một lựa chọn tốt hơn cho người nông dân và các doanh nghiệp lớn

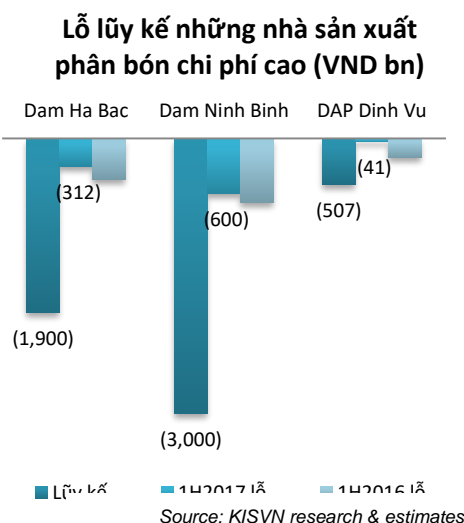
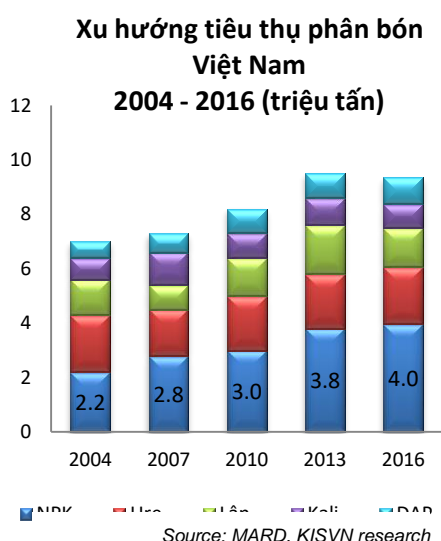
- Cụ thể hơn, loại phân hỗn hợp phổ biến nhất ở Việt Nam – NPK – đã tăng trưởng thị phần một cách bền vững từ dưới 30% vào đầu những năm 2000 lên mức hơn 36% thị phần sản lượng tiêu thụ phân bón ở thời điểm hiện tại. Agromonitor dự phóng rằng **thị trường NPK Việt Nam sẽ tăng trưởng kép 7%** cho đến năm 2020; trong khi đó, những loại phân bón đơn khác như ure sẽ chỉ tăng trưởng 1.5% tính trên cùng giai đoạn.

- Nhờ vào tính năng hữu ích của phân bón NPK cũng như sự áp dụng rộng rãi của các tiêu chuẩn sản xuất nông nghiệp như VietGAP, GlobalGAP giúp hạn chế sản lượng phân bón sử dụng, xu hướng này sẽ là tất yếu trên quan điểm của chúng tôi. Chúng tôi kỳ vọng rằng những nhà sản xuất lớn mà chú trọng vào các sản phẩm chất lượng cao sẽ tận dụng được xu thế này trong dài hạn, chẳng hạn như DPM (công nghệ hóa học), BFC & SFG (công nghệ tạo hạt bằng hơi nước/thùng quay)

##### <2> Những nhà sản xuất chi phí cao đang trên bờ vực phá sản

- Chúng tôi nhận thấy rằng những công ty phân bón sản xuất chi phí cao, chẳng hạn như các nhà máy sản xuất phân đạm bằng than như Đạm Hà Bắc (DHB), Đạm Ninh Bình hay nhà máy phân DAP trên quặng apatit DAP-Vinachem (DDV), đang thua lỗ nặng nề vì chi phí đầu vào gia tăng trong khi lượng bán ra suy giảm. Theo đó, DAP Đình Vũ, Đạm Hà Bắc và Đạm Ninh Bình lần lượt chịu lỗ lũy kế 507 tỷ, 1900 tỷ và 3000 tỷ đồng.

- Mặc dù rất nhiều bộ ngành của Chính phủ đang tích cực tìm phương thức để phục hồi các nhà máy trên, chúng tôi tin rằng áp lực từ ba phía (1) thiếu hụt nguồn cung than và quặng apatit chất lượng cao trong dài hạn (2) chi phí logistics ngày càng tăng cao và (3) bối cảnh đầu ra ảm đạm của ngành phân bón sẽ đưa các công ty này vào bờ vực phá sản. Với mô hình kinh doanh bị thiếu sót về mặt bản chất, những nhà máy phân đạm ure trên đang không trang trải nổi chi phí biến đổi đang ở mức ~7,000đ/kg trong khi giá thị trường chỉ ở mức 6,000đ/kg





### <3> Chú trọng sản phẩm “organic” và xu hướng start-up nông nghiệp sạch

- Nhờ vào sự chuyển dịch trong tiêu dùng tập trung vào an toàn thực phẩm và sự ưa thích hơn các sản phẩm có nguồn gốc hữu cơ (organic) – chẳng hạn như sữa, rau quả, gạo, thịt, ... - đang có một phong trào khởi nghiệp lớn trong lĩnh vực nông nghiệp sạch và nông nghiệp công nghệ cao đến từ cả những doanh nghiệp lớn như VinEco, Pan Salad, Lộc Trời và cả những doanh nhân trẻ tuổi. Sở Nông nghiệp và phát triển nông thôn TPHCM dự phóng rằng sẽ có đến 1,500 doanh nghiệp trong lĩnh vực nông nghiệp được lập ra đến năm 2020, gần gấp ba lần so với cách đây một thập kỷ.

- Trên quan điểm của chúng tôi, những nhà sản xuất linh động mà có chiến lược phát triển phân bón hữu cơ hay các loại phân bón hàm lượng dinh dưỡng cao sẽ có thể kiếm lời và tồn tại mạnh mẽ trong xu thế này.

### Chính sách hỗ trợ từ Nhà nước

#### <1> Chính sách thuế VAT 0% cho dòng sản phẩm phân bón

- 16/08/2017, Bộ Tài Chính đồng ý ký văn bản trình Quốc Hội về việc sửa đổi Luật thuế giá trị gia tăng; trong đó dòng sản phẩm phân bón sẽ được phân loại vào diện chịu thuế 0% thay vì không chịu thuế như trước đây (không được hoàn thuế).

- Nói cách khác, nếu được phân loại là không chịu thuế, nhà sản xuất phân bón sẽ được hiểu là người tiêu dùng cuối cùng. Trong trường hợp VAT 0%, họ được xem là nhà sản xuất và do đó có thể được hoàn thuế đầu vào tương tự như các lĩnh vực khác. Nếu dự Luật này được thông qua, các nhà sản xuất phân bón nói trên sẽ được lợi lớn từ các khoản hoàn thuế chiếm từ 5%-10% cơ cấu chi phí mà lẽ ra trước đây họ được hưởng.

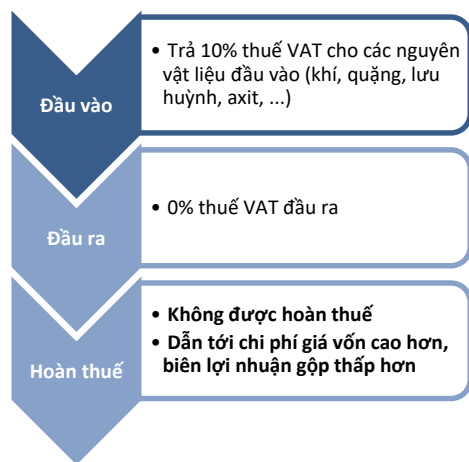
- Một cách rõ ràng, chúng tôi ước tính rằng chính sách này sẽ đem lại tác động tích cực đến lợi nhuận sau thuế hàng năm của các doanh nghiệp dưới đây, đặc biệt là nhóm có cấu thành chi phí giá vốn với chi phí nguyên vật liệu lớn:

Cổ phiếu	Nguyên vật liệu	2016 LNST (tỷ VND)	Tác động dự kiến đến lợi nhuận trước thuế	Tác động dự kiến đến EPS
DPM	Khí tự nhiên (58%)	1,140.9	+350 tỷ trước thuế	+715VND
DCM	Khí tự nhiên (20%) <sup>(*)</sup>	624.3	+80-100 tỷ trước thuế	+135VND
LAS	Quặng apatit, lưu huỳnh, kali (90%)	138.2	+100-120 tỷ trước thuế	+770VND
VAF	Quặng apatit, than (73%)	44.4	+50-60 tỷ trước thuế	+1,150VND
BFC SFG	Phân đơn thành phẩm N,P,K (95%)	277.1 90.6	Thành phẩm đầu vào không được hoàn thuế	n/a

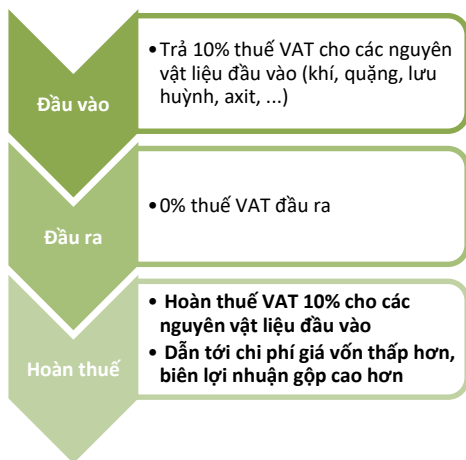
Source: KISVN research, (\*) DCM được hỗ trợ giá khí từ PVN

- Dự thảo sửa đổi Luật VAT 0% này sẽ phải được trình lên Quốc Hội sớm nhất vào đầu năm 2018. Nếu được thông qua, thì nó sẽ tác động sớm nhất vào 1/1/2019

#### Không thuộc diện chịu thuế VAT (hiện tại)



#### 0% VAT cho dòng sản phẩm phân bón (dự thảo)



- Do đó, dù rằng sự tăng giá gần đây của nhóm cổ phiếu phân bón đã phản ánh sự kỳ vọng của giới đầu tư cho tác động của chính sách trên, chúng tôi ngờ rằng động lực từ chính sách VAT 0%, thay vào đó, là một động lực dài hạn (chúng tôi chỉ có thể thấy được **sự tác động lên lợi nhuận sớm nhất vào đầu năm 2019**). Vì lý do đó, những doanh nghiệp hưởng lợi nhiều nhất từ LAS, VAF và DPM chỉ có thể hạch toán mức cải thiện lợi nhuận trên trong hai năm nữa, nếu được thông qua.

### <2> Thuế tự vệ 1.8 triệu đồng cho dòng sản phẩm DAP/MAP

- 19/08/2017, Bộ Công Thương đã chính thức ban hành Quyết định số 3044 cho việc áp dụng thuế tự vệ tạm thời cho dòng phân bón DAP/MAP, lên đến 1,855,790VND/tấn, hay tăng thêm 20% giá hiện tại của các sản phẩm phân kép DAP/MAP nhập khẩu trên theo tính toán của chúng tôi

- Cụ thể, loại thuế tự vệ này sẽ chỉ tồn tại trong vòng 200 ngày cho đến 03/03/2018 và không áp dụng với các sản phẩm với hàm lượng nito thấp (<7%), phospho thấp (<30%) và kali cao (>3%). Hơn nữa, nó cũng không áp dụng với các quốc gia có thị phần DAP/MAP bé hơn 3% tại Việt Nam.

- Chúng tôi nghĩ rằng chính sách thuế tự vệ này khó có thể có được sức ảnh hưởng mạnh mẽ vì: (1) nó chỉ tồn tại 200 ngày (2) lượng nhập khẩu tăng vọt của DAP/MAP trong năm 2017 là đột biến ngắn hạn (3) các nhà phân phối có thể lách luật bằng cách nhập từ nhiều nguồn quốc gia khác nhau.

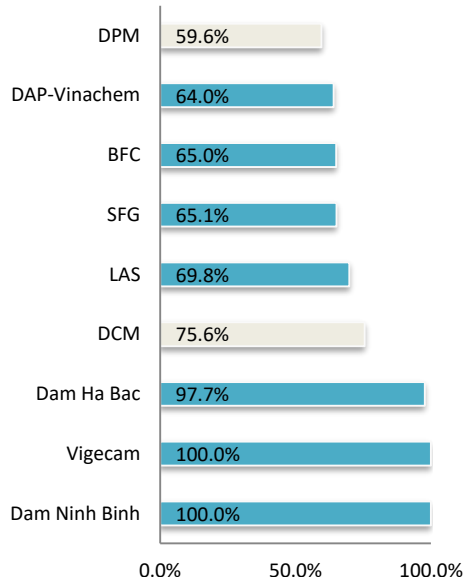
### <3> Thoái vốn cổ phần Nhà nước

- 17/08/2017, Phó Thủ tướng Vương Đình Huệ đã ký một loạt các chủ trương thoái vốn cổ phần Nhà nước liên quan đến tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN). Trong số này, đáng chú ý, PVN phải **thoái cổ phần trước năm 2018** tại hai công ty sản xuất phân đạm ure từ khí tự nhiên DPM & DCM xuống dưới 51%

- Dù phần thoái vốn này có thể không phải là cổ phần chi phối vì chỉ chiếm 9%-25% số cổ phiếu đang lưu hành, chúng tôi kỳ vọng rằng xu hướng này khá tích cực trong dài hạn khi mà cơ cấu quản trị phi tập trung hóa sẽ giúp giảm thiểu sự trì trệ và tăng cường quản trị chi phí tốt hơn.

- Liên quan đến các công ty sản xuất phân bón của Vinachem, chúng tôi chưa thấy bất kỳ động thái thoái vốn nào từ phía tập đoàn, trừ trường hợp của các đại dự án thua lỗ nghìn tỷ như Đạm Ninh Bình, Đạm Hà Bắc và DAP Vinachem. Vì thế, chúng tôi nghĩ rằng Vinachem sẽ vẫn giữ cổ phần chi phối trong các nhóm công ty sản xuất phân bón lợi nhuận cao như BFC, LAS, SFG. Dù sao đi nữa, công ty mẹ Vinachem cũng đang có kế hoạch IPO lên đến 49% lượng cổ phần trong tương lai gần tới.

Sở hữu Nhà nước trong các công ty sản xuất phân bón lớn (%)



Source: KISVN research

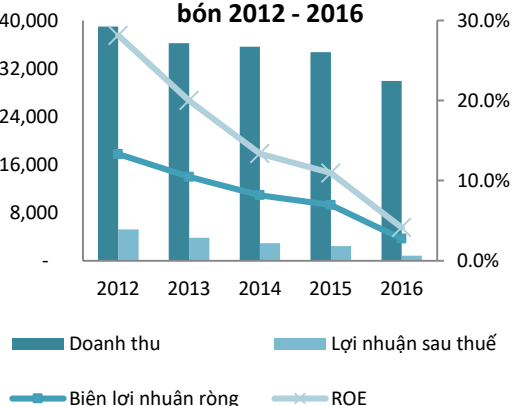
#### 4. Phân tích tài chính & Định giá ngành

Danh sách các công ty phân bón mà chúng tôi sử dụng (trượt 12 tháng):

Mã cp	Vốn hóa (VND bn)	Doanh thu 12T (VND bn)	Tăng trưởng doanh thu (%)	Biên lợi nhuận gộp (%)	Nợ vay/vốn chủ sở hữu (%)	ROE (%)
DPM	8,961.55	7,850.42	(2.49)	26.34	7.17	9.75
DCM	7,332.19	5,639.57	32.54	31.27	85.49	13.50
BFC	2,332.45	6,136.77	0.67	16.02	161.10	31.85
DHB	1,850.96	2,157.08	22.51	7.86	1,108.02	(86.12)
LAS	1,783.13	4,015.00	(4.92)	18.11	44.67	10.92
DDV	1,022.77	1,640.59	58.57	3.31	34.67	(8.62)
SFG	689.72	2,257.49	(11.65)	11.07	70.12	16.72
VAF	425.62	968.57	15.80	23.91	-	9.77
NFC	251.70	567.47	2.38	17.38	0.48	9.36

Source: Bloomberg, KISVN research

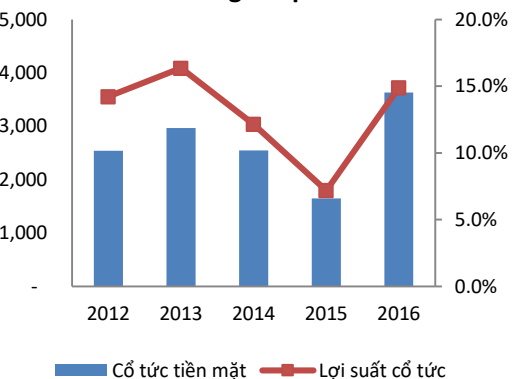
VND bn **Kết quả kinh doanh ngành phân bón 2012 - 2016**



- Trái ngược với giai đoạn tăng trưởng 2006 – 2011, ngành phân bón Việt Nam đã hứng chịu một trong những giai đoạn sụt giảm khó khăn nhất từ 2012 đến 2016 khi mà doanh thu và lợi nhuận trung bình ngành lần lượt giảm 80% và 84% so với năm 2012 do bối cảnh tiêu thụ ảm đạm và cạnh tranh từ các sản phẩm ngoại nhập, dẫn đến sự thu hẹp tỷ suất sinh lời ROE từ trên 25% xuống còn dưới 5%.

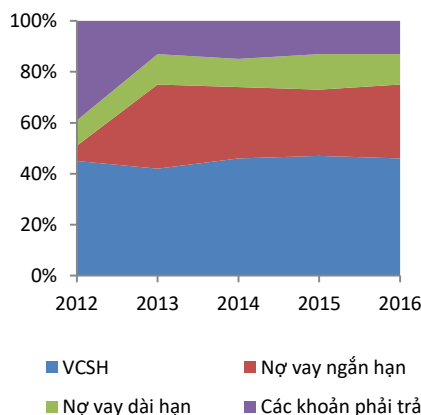
- Tuy nhiên, nếu xét trên góc độ dòng tiền mà các doanh nghiệp tạo ra, chúng tôi quan sát thấy rằng trong giai đoạn khó khăn trên, rất nhiều nhà sản xuất đã giảm đầu tư tài sản cố định trong khi duy trì dòng tiền tự hoạt động kinh doanh và chi trả cổ tức tiền mặt khá tốt. Trong khi đó, kể từ 2013, tình hình tài chính và cơ cấu vốn của ngành phân bón rất ổn định và lành mạnh. Hơn nữa, nếu xét trên góc độ thị trường, tỷ suất cổ tức đã tăng lên gần đây – cao hơn gấp 5 lần so với mức lợi suất cổ tức trung bình của VNIndex, khiến rủi ro chiều xuống khá thấp.

VND bn **Lịch sử chi trả cổ tức tiền mặt của ngành phân bón**

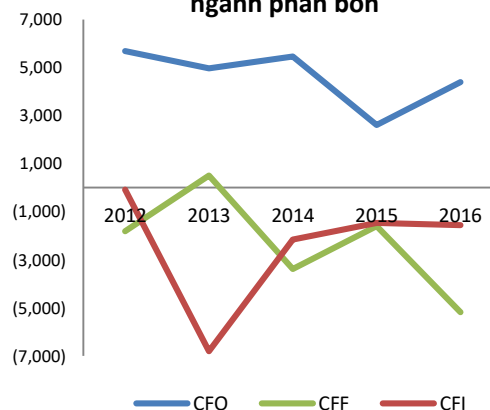


Source: Stoxplus, KISVN research

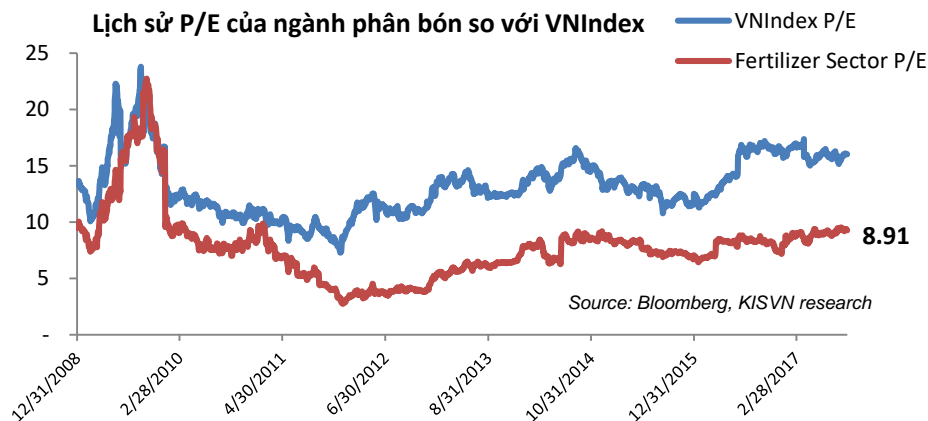
**Cơ cấu vốn của ngành phân bón**



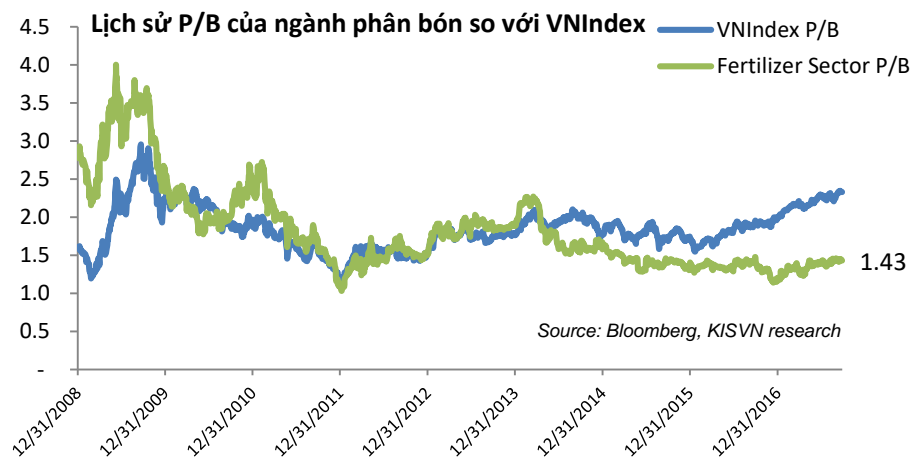
VND bn **Lưu chuyển tiền tệ của ngành phân bón**



- Là một **ngành mang tính chu kỳ đặc thù**, chúng tôi nhận thấy rằng mô hình xu hướng P/E của ngành phân bón đi ngược với kết quả kinh doanh của nó. Để làm rõ hơn, vào những năm kinh doanh tốt như 2011 – 2012, P/E của ngành phân bón giảm mạnh xuống mức 5-6 lần, thể hiện sự kỳ vọng về triển vọng không mấy tích cực cho mức lợi nhuận cao kỷ lục của các doanh nghiệp phân bón lúc bấy giờ. Ngược lại trong những năm khó khăn nhất 2016 – 2017, P/E ngành phân bón tăng mạnh lên mức 8.9x ở thời điểm hiện tại một phần vì lợi nhuận sau thuế giảm đột biến và một phần vì sự kỳ vọng của thị trường về kết quả kinh doanh tốt hơn trong tương lai.



- Vì lý do đó, chúng tôi đã lựa chọn phương pháp định giá P/B như là một thước đo hợp lý hơn cho việc dự đoán chu kỳ kinh doanh của ngành này, bởi vì: (1) lợi nhuận sau thuế biến động rất mạnh (2) ngành sản xuất đặc thù với cơ cấu tài sản cố định hữu hình lớn (3) ít tài sản vô hình hơn các ngành như tiêu dùng, bán lẻ, công nghệ. Ở thời điểm hiện tại, tỷ suất P/B của toàn ngành là 1.43 lần: thấp hơn 40% so với trung bình của VNIndex và ở gần mức đáy của những giai đoạn trước – thứ mà chúng tôi cho rằng **đang được định giá khá rẻ trong bối cảnh thị trường giá lên (bull market) hiện tại**.



- Để kết luận, chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** với tầm nhìn dài hạn cho ngành phân bón nhờ vào định giá hấp dẫn, động lực chuyển dịch ngành tích cực và một số chính sách hỗ trợ trong khi rủi ro chiều xuống bị giới hạn bởi cổ tức cao.

## 5. Khuyến nghị cổ phiếu

STT	Mã cp	Công ty	Sản phẩm	P/E	P/B	EV/EBITDA	Cổ tức	Khuyến nghị
1	DPM	Đạm Phú Mỹ	Ure, NPK	11.82x	1.10x	6.29x	8.79%	Tăng tỷ trọng
2	DCM	Đạm Cà Mau	Ure	9.00x	1.19x	3.77x	7.33%	Trung lập
3	BFC	Phân bón Bình Điền	NPK	8.03x	2.38x	6.07x	4.91%	Trung lập
4	DHB	Đạm Hà Bắc	Ure	-	1.78x	-	-	Giảm tỷ trọng
5	LAS	Hóa chất Lâm Thao	NPK & Lân	11.10x	1.34x	6.56x	6.37%	Trung lập
6	DDV	DAP Đình Vũ	DAP	-	1.10x	-	-	Giảm tỷ trọng
7	SFG	Phân bón Miền Nam	NPK & Lân	6.96x	1.13x	7.39x	4.27%	Trung lập
8	VAF	Phân lân Văn Điển	NPK & Lân	10.07x	0.98x	4.91x	8.44%	Tăng tỷ trọng
9	NFC	Phân lân Ninh Bình	Lân	13.36x	1.33x	8.72x	6.25%	Trung lập

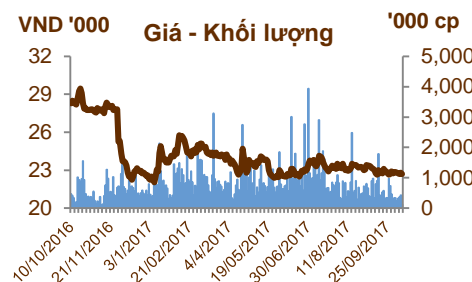
Source: KISVN, số liệu trượt 12 tháng – cập nhật 10/10/2017



## Đánh giá

### DPM VN TĂNG TỶ TRỌNG

Giá thị trường (VND)	22,750
Giá mục tiêu (VND)	30,100
Tăng giá bình quân dự kiến	32.3%
Lợi suất cổ tức dự kiến	8.8%
Tổng suất sinh lợi	41.1%



## Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	1.6%	-2.1%	-3.4%	-19.6%
Tương đối	-19.8%	-3.1%	-8.5%	-38.7%

## Thông kê

05/10/17

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	21.1k-26.2k
SL lưu hành (triệu cp)	391.33
Vốn hóa (tỷ đồng)	8,903
Vốn hóa (triệu USD)	391.34
% khối ngoại sở hữu	20.84%
SL cp tự do (triệu cp)	137.8
KLGD TB 3 tháng (cp)	317k
VND/USD	22.750
Index: VNIndex / HNX	805/107

## Cơ cấu sở hữu

05/10/17

PetroVietnam Group	59.59%
Dragon Capital Group	9.34%
Deutsche Bank AG	4.60%
Van Eck Vectors ETF	1.51%
BlackRock Group	1.08%

Source: Bloomberg

## TCT Phân bón và Hóa chất Dầu khí (HOSE: DPM) – Động lực dài hạn từ sản phẩm NPK và 0% VAT trong khi rủi ro chiều xuống rất thấp

### Điểm nhấn đầu tư:

- Nhà sản xuất phân đạm ure lớn nhất với công suất 800 ngàn tấn mỗi năm. Hơn nữa, DPM còn sở hữu lợi thế cạnh tranh khá mạnh từ nguồn khí tự nhiên độc quyền ở mỏ khí Cửu Long gần nhà máy và kênh phân phối rộng khắp Việt Nam.
- Giữa xu hướng chuyển dịch ngành kể trên, chúng tôi đánh giá rất cao tiềm năng của nhà máy sản xuất NPK mới với 250,000 tấn công suất. Ban lãnh đạo ước tính rằng thị trường sẽ tiêu thụ được 80% công suất nhà máy trong năm 2018 nhờ vào chất lượng sản phẩm công nghệ hóa học cao hơn và chiến dịch marketing bài bản (trong những năm đầu, giá bán của NPK Phú Mỹ sẽ thấp hơn tương đối với giá thị trường ở mức 8,000-11,000VND/kg và có chiết khấu cho đại lý). Kế hoạch này sẽ đóng góp thêm 2,000 tỷ đồng doanh thu và 300 tỷ lợi nhuận gộp cho năm 2018.
- Một kế hoạch đa dạng hóa nguồn doanh thu khá tích cực khi DPM đang triển khai phát triển các dự án hóa chất cơ bản ( $\text{NH}_3$ ,  $\text{H}_2\text{O}_2$ , polystyrene, và polypropylene). Ban lãnh đạo kỳ vọng rằng doanh thu các sản phẩm hóa chất cơ bản trên có thể đóng góp 50% doanh thu vào năm 2020.
- Chính sách sửa đổi Luật thuế VAT 0% cho dòng sản phẩm phân bón có thể giúp tăng thêm 350 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế cho DPM (bằng khoảng 700 đồng tăng thêm cho EPS) nhờ vào khoản hoàn thuế VAT đầu vào lớn.
- Ép buộc thoái vốn từ Thủ tướng Chính phủ cho việc giảm phần sở hữu của PVN tại DPM xuống dưới 51% sẽ tạo ra dư địa để cải thiện công ty về mặt quản trị.
- Tình hình tài chính lành mạnh với rất ít nợ vay (<10% vốn chủ), lượng tiền mặt lớn và dòng cổ tức tiền mặt đều đặn. Với lợi suất cổ tức hiện tại ở mức 8.8%, đầu tư dài hạn vào DPM hoàn toàn hợp lý vì rủi ro chiều xuống bị giới hạn.
- Tỷ suất P/B hiện tại là 1.1x; chúng tôi cho rằng tỷ suất này chưa phản ánh hết tài sản vô hình của DPM trong việc sở hữu nguồn khí đầu vào độc quyền và mạng lưới phân phối rộng khắp Việt Nam.

### Rủi ro và bất lợi:

- Bức tranh tiêu thụ phân bón ure ảm đạm được dự phóng chỉ tăng trưởng 1.5% CAGR trong những năm tới. DPM còn đối diện với rủi ro hiện hữu của việc đánh mất thêm thị phần vào tay DCM và các loại phân ure rẻ nhập từ Trung Quốc.
- Ngoài mức sản được đặt ra bởi PVGas, chi phí khí tự nhiên đầu vào của DPM, được xác định bởi công thức:  $0.46 \cdot \text{MFO} + 0.96 \cdot \text{USD/MMBTU}$ , sẽ phụ thuộc nặng nề vào biến động giá dầu nhiên liệu (FO) của thế giới
- Nếu được chấp thuận bởi Quốc hội, chính sách thuế VAT 0% chỉ có thể hiệu lực sớm nhất vào tháng 1/2019
- Theo lời của ban lãnh đạo, sản phẩm NPK mới cần ít nhất 1 năm để hòa vốn.
- Kế hoạch xử lý dự án Xơ sợi Đình Vũ PVtex vẫn còn trong “bóng tối” và nằm ngoài sự kiểm soát của DPM. Trường hợp xấu nhất, DPM phải trả 1400 tỷ nợ vay
- Động thái bán ra hàng loạt cổ phiếu gần đây của ban lãnh đạo tạo sức ép ngắn hạn lên giá cổ phiếu

**Định giá:** Dựa vào phương pháp định giá P/B, ước tính giá mục tiêu của DPM là 30,100đ, tổng mức sinh lời là 41.1% (tính cả cổ tức 8.8%). **TĂNG TỶ TRỌNG**

Mô hình tài chính DPM				
Đơn vị: Tỷ đồng	2015	2016	2017E	2018E
Doanh thu thuần	9,765	7,925	7,743	9,922
Tăng trưởng (%)	2.3%	-18.8%	-2.3%	28.1%
Doanh số phân đạm ure	6,171	5,513	4,898	5,034
Doanh số phân NPK mới	-	-	-	2,000
Doanh số hóa chất và bán buôn khác	3,594	2,411	2,845	2,888
GVHB	6,612	5,529	5,645	7,233
Biên LN gộp (%)	32.3%	30.2%	27.1%	27.1%
Chi phí BH & QLDN	1,348	1,235	1,254	1,607
EBITDA	1,921	1,277	992	1,347
Biên lợi nhuận (%)	19.7%	16.1%	12.8%	13.6%
Khấu hao	117	116	149	266
Lợi nhuận từ HĐKD	1,804	1,161	844	1,081
Biên LN HĐKD (%)	18.5%	14.7%	10.9%	10.9%
Chi phí lãi vay ròng	-249	-224	-191	-162
Khả năng trả lãi vay(x)	4.7%	4.6%	5.0%	4.7%
Lãi/lỗ khác	-173	9	-108	-108
Thuế	358	228	185	227
Thuế suất hiệu dụng (%)	19.0%	16.4%	20.0%	20.0%
Lợi nhuận ròng	1,522	1,165	741	909
Biên lợi nhuận (%)	15.6%	14.7%	9.6%	9.2%
Lợi ích CĐ thiếu số	34	24	29	27
LN cho công ty mẹ	1,488	1,141	712	882
Số lượng CP (triệu)	380	391	391	391
EPS hiệu chỉnh (VND)	4,538	3,389	2,358	2,759
Tăng EPS (%)	57.3%	-25.3%	-30.4%	17.0%
Cổ tức (VND)	4000	3500	2500	2000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	88.1%	103.3%	106.0%	72.5%

- 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

BS & CF (VNDbn)	2015	2016	2017E	2018E
Vòng quay phải thu (x)	15.9	11.9	14.6	13.4
Vòng quay HTK (x)	4.5	4.7	4.6	4.7
Vòng quay phải trả (x)	4.2	3.2	3.8	3.5
Thay đổi vốn lưu động	-841	131	-68	-30
Capex	960	1,289	600	600
Dòng tiền khác	473	-951	0	0
Dòng tiền tự do	1,048	813	358	604
Phát hành cp	0	114	0	0
Cổ tức	570	2,312	979	783
Thay đổi nợ ròng	-478	1,385	621	178
Nợ ròng cuối năm	-5,539	-4,154	-3,533	-3,354
Giá trị doanh nghiệp (EV)	3,558	4,925	5,574	5,780
Tổng VCSH	8,548	8,229	8,203	8,527
Lợi ích cổ đông thiểu số	192	174	203	230
VCSH	8,356	8,055	8,000	8,297
Giá trị sổ sách/cp (VND)	21,988	20,581	20,439	21,198
Nợ ròng / VCSH (%)	-65%	-50%	-43%	-39%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-2.9	-3.3	-3.6	-2.5
Tổng tài sản	10,919	9,569	9,332	9,457

- Net debt = debts – cash & equivalent

Chỉ số & định giá	2015	2016	2017E	2018E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	17%	14%	9%	11%
ROA (%)	14%	12%	8%	10%
ROIC (%)	38%	28%	13%	16%
WACC (%)	15%	15%	15%	15%
PER (x)	5.0	6.7	9.6	8.2
PBR (x)	1.1	1.1	1.1	1.1
PSR (x)	0.9	1.1	1.1	0.9
EV/EBITDA (x)	1.9	3.9	5.6	4.3
EV/sales (x)	0.4	0.6	0.7	0.6
Suất sinh lợi cổ tức (%)	17.6%	15.4%	11.0%	8.8%

**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 Phân tích Doanh nghiệp****Trưởng phòng Phân tích  
Doanh nghiệp**

Hoàng Huy, CFA  
(+84 28) 3914 8585 (x1450)  
huy.hoang@kisvn.vn

**Chuyên viên cao cấp  
Phân tích – Bất động sản,  
Bán lẻ, Nông nghiệp**

Hoàng Thế Trung, CPA  
(+84 28) 3914 8585 (x1457)  
trung.ht@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –  
Dược phẩm, Tiêu dùng,  
Hóa chất**

Nguyễn Hoàng Hà  
(+84 28) 3914 8585 (x1463)  
ha.nh@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –  
Dầu khí và Năng lượng**

Nguyễn Phong Danh  
(+84 28) 3914 8585 (x1459)  
danh.np@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –  
Logistics, Hàng không**

Võ Hoàng Bảo  
(+84 28) 3914 8585 (x1460)  
bao.vh@kisvn.vn

**Phòng Phân tích Vĩ mô****Trưởng phòng Phân tích  
Vĩ mô**

Bạch An Viễn  
(+84 28) 3914 8585 (x1449)  
vien.ba@kisvn.vn

**Phòng Khách hàng Định chế****Giám đốc Quan hệ Khách  
hàng định chế**

Lâm Hạnh Uyên  
(+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.