

**Thalexim**

**Tổng Công ty Thương mại Xuất nhập khẩu Thanh Lễ (Thalexim) - IPO**

**Đánh giá TRUNG LẬP**

<b>Kinh doanh xăng dầu</b>	
<b>Giá khởi điểm (VND):</b>	<b>10,600</b>
<b>Giá mục tiêu (VND) :</b>	<b>10,700</b>
<i>Tỷ lệ tăng giá bình quân năm:</i>	1%
<i>Suất sinh lợi cổ tức:</i>	3.6%
<b>Suất sinh lợi bình quân năm:</b>	<b>4.6%</b>

**Thống kê 20/10/17**

<b>SL lưu hành (triệu cp)</b>	237
<b>Vốn hóa (tỷ đồng)</b>	2,508
<b>Vốn hóa (triệu USD)</b>	112
<b>SL cp tự do (triệu cp)</b>	12,9
<b>VND/USD</b>	22,459
<b>Index: VNIndex / HNX</b>	826/108

*Nguồn: Thalexim*  
*Số liệu dựa trên giá IPO 10.6k đ/cp*

**Cơ cấu sở hữu sau IPO**

<b>Vốn nhà nước</b>	49%
<b>Nhà đầu tư chiến lược</b>	45.55%
<b>Người lao động</b>	0.45%
<b>Cổ đông khác</b>	5%

*Nguồn: Thalexim*

**Nguyễn Phong Danh**

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1459  
danh.np@kisvn.vn  
www.kisvn.vn

**Quan điểm đầu tư:**

- Theo BMI, mức tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam sẽ đạt mức tăng trưởng kép hàng năm 4.7% trong 5 năm tới, cao gấp 3.6 lần so với thế giới.
- Sở hữu mạng lưới trạm xăng dầu rộng khắp trong địa bàn tỉnh Bình Dương và các tỉnh lân cận, phân phối xăng dầu cho 800 đại lý phía Nam và 400 đại lý phía Bắc, chiếm 8.5% thị phần, chỉ sau PVOil và Petrolimex.
- Tháng 9.2016, Kho xăng dầu VK 102 Chánh Mỹ đi vào hoạt động, nâng công suất kho chứa lên gấp 3 lần (từ 57,000 m3 lên 172,000 m3), sẽ giúp tăng sản lượng bán hàng và nâng cao biên lợi nhuận nhờ cải thiện chi phí logistic.
- Sở hữu và quản lý 39 khu đất, có tổng diện tích 317 ha và chủ yếu tại địa bàn tỉnh Bình Dương, tiềm năng phục vụ kinh doanh bất động sản nhà ở.

**Rủi ro:**

- Cạnh tranh phân phối xăng dầu ngày càng gia tăng khi số lượng doanh nghiệp đầu mối phân phối xăng dầu tăng mạnh trong 5 năm qua (hiện là 29 doanh nghiệp so với 13 doanh nghiệp năm 2013). Các nhà phân phối cạnh tranh bằng hình thức giảm chiết khấu khiến biên lợi nhuận giảm.
- Hiệu quả quản lý chi phí kém, chưa tương xứng với thị phần hiện có. Biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh chỉ đạt 0.1%
- Một số mảng con hoạt động không hiệu quả, tỷ suất sinh lời thấp, hoặc hoạt động vì mục đích cộng đồng
- Dự án cảng An Sơn chậm tiến độ, khó đưa vào hoạt động do kém cạnh tranh với các cảng sông khác tại Bình Dương
- Thông tin IPO hạn chế

**Định giá:**

Chúng tôi định giá cổ phiếu Thalexim ở mức 10,700đ trên mỗi cổ phần vào cuối 2018. Tổng mức lợi nhuận kỳ vọng đạt 4.6% so với giá IPO là 10,600đ/cp, bao gồm cổ tức 3.6%. Khuyến nghị **TRUNG LẬP**.

<b>Tỷ đồng</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
DT Thuần (tỷ đồng)	25,310	14,732	7,609	6,249	6,550
<i>Tăng trưởng (%)</i>	12%	-42%	-48.4%	-17.4%	4.8.%
LN hoạt động (tỷ đồng)	82	175	80	27	261
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	0.3%	1.2%	1.1%	0.4%	4.0%
LN khác	87	-94	153	68	59
LNST (tỷ đồng)	152	74	176	47	234
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	0.6%	0.5%	2.3%	0.8%	3.6%
SLCP lưu hành (triệu cp)	236	236	236	236	236
EPS (hiệu chỉnh, VND)	601	271	705	157	950
<i>Tăng trưởng (%)</i>	874%	-55%	160%	-78%	506%
ROE (%)	12%	4%	9%	2%	12%
Nợ ròng/VCSH (%)	33%	108%	68%	56%	49%
PE (x)	17.6	39.1	15.0	67.6	11.2
PB (x)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	26.5	17.7	27.3	46.7	11.3
Cổ tức (VND)	-	-	-	300	350
Suất sinh lợi cổ tức (%)	-	-	-	3.1%	3.6%

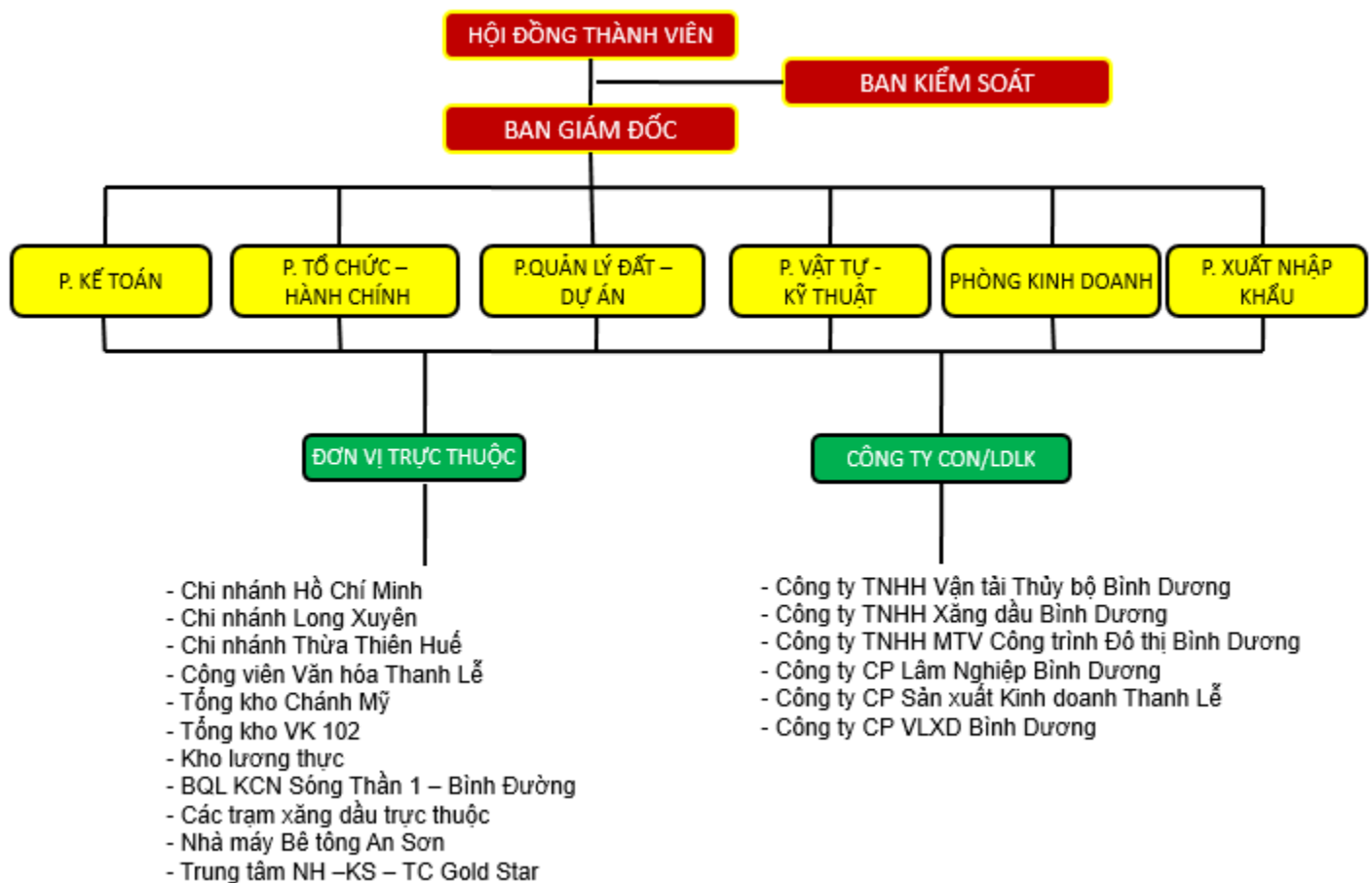
## Tổng quan Tổng công ty Xuất nhập khẩu Thanh Lễ

Tổng công ty Thanh Lễ, trực thuộc UBND Bình Dương, kinh doanh nhiều sản phẩm và dịch vụ với 11 đơn vị trực thuộc, 5 con ty con, 1 công ty LDLK. Các mảng hoạt động chính bao gồm:

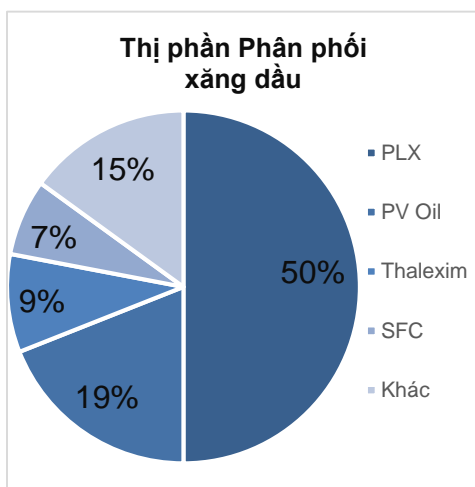
- Kinh doanh xăng dầu
- Đầu tư khai thác và kinh doanh hạ tầng kỹ thuật khu công nghiệp
- Kinh doanh bất động sản, cho thuê văn phòng, kho cảng: hiện tại
- Kinh doanh dịch vụ văn hóa – xã hội, vui chơi giải trí

Kinh doanh xăng dầu là hoạt động trọng yếu của Thalexim, chiếm 98% doanh thu và 65% lợi nhuận gộp, kế tiếp đó là bất động sản, chỉ chiếm 1.5% doanh thu nhưng chiếm 20% lợi nhuận gộp.

Các công ty con chiếm 10% tổng tài sản công ty mẹ nhưng đóng góp toàn bộ lợi nhuận trước thuế của công ty mẹ. Năm 2016, Thalexim ghi nhận lợi nhuận trước thuế 94 tỷ, trong đó các công ty con và LDLK đóng góp 135 tỷ cổ tức được chia, chủ yếu đến từ công ty liên kết CTCP Vật liệu Xây dựng Bình Dương (Upcom: MVC).



Nguồn: Thalexim



## Lĩnh vực kinh doanh xăng dầu

Tổng công ty Thanh Lễ là đầu mối xuất nhập khẩu xăng dầu, thị trường chủ yếu là Bình Dương và các tỉnh lân cận. Mạng lưới kinh doanh xăng dầu của Tổng công ty có 1,200 tổng đại lý, đại lý; trong đó 800 đại lý phía Nam, 400 đại lý phía Bắc. Thalexim là thương hiệu xăng dầu quen thuộc tại Bình Dương, phổ biến tại TP. Thủ Dầu Một, Tx Dĩ An, các tuyến QL 13, 1K, DT746, DT741, v.v... Bình Dương là thủ phủ khu công nghiệp của cả nước nên nhu cầu vận tải rất lớn.

Với 8.5% thị phần phân phối xăng dầu, Thalexim chỉ đứng sau Petrolimex và PVOil.

Mặc dù mạng lưới 1,200 đại lý phủ khắp cả nước, Thalexim chỉ sở hữu 18 đại lý bán lẻ xăng dầu. Trong đó, sản lượng phân phối qua kênh đại lý, tổng đại lý chiếm 97.3% tổng sản lượng; sản lượng phân phối trực tiếp tại trạm xăng trực thuộc (18 trạm) chiếm 2.7%. Trong năm 2016-2017, sản lượng kinh doanh xăng dầu trong năm 2016 và 2017 ước tính giảm tương ứng 36% YoY và 29% YoY do:

- Gia tăng cạnh tranh từ các doanh nghiệp đầu mối. Số lượng các doanh nghiệp đầu mối được phép kinh doanh xuất nhập khẩu xăng dầu gia tăng mạnh trong 5 năm qua (hiện tại là 29 DN so với 13 DN năm 2013)
- Nghị định 83/2014/ND-CP cho phép các tổng đại lý được quyền mua lại từ nhiều doanh nghiệp đầu mối khác nhau thay vì một đầu mối như trước, hiện nay có khoảng 100 tổng đại lý phân phối theo hình thức này, gia tăng cạnh tranh trong ngành.
- Trong quá khứ Kho Chánh Mỹ với quy mô 57,000 m3 không đáp ứng đủ cho nhu cầu khách hàng hơn 1.2 triệu lít xăng dầu năm (vòng quay tồn kho 21 lần so với 4.5 lần của Petrolimex). Do đó, chúng tôi cho rằng Thalexim chủ động bỏ bớt các đại lý không hiệu quả để cải thiện biên lợi nhuận. Biên lợi nhuận gộp tăng từ lên 3.8% năm 2016 từ 0.3% năm 2014.

Đơn vị: lít	2014	2015	2016	2017F	2018F
<b>Tổng lượng xăng dầu</b>	<b>1,238,516,390</b>	<b>1,129,336,421</b>	<b>719,367,703</b>	<b>511,695,197</b>	<b>537,279,957</b>
<i>Tăng trưởng</i>	<i>10.4%</i>	<i>-8.8%</i>	<i>-36.3%</i>	<i>-28.9%</i>	<i>5%</i>
Xăng	565,514,502	508,413,793	341,936,158	243,223,443	255,384,615
DO	671,737,888	620,578,628	377,429,545	268,470,331	281,893,848
Dầu hỏa	1,264,000	344,000	2,000	1,423	1,494
<b>Doanh thu (tỷ VND)</b>	<b>24,439</b>	<b>13,703</b>	<b>7,259</b>	<b>6,028</b>	<b>6,330</b>
<b>Lợi nhuận gộp (tỷ VND)</b>	<b>71</b>	<b>256</b>	<b>279</b>	<b>241</b>	<b>411</b>

Nguồn: BCTC riêng Thalexim, KISVN

Với việc Thalexim đã đưa khu kho cảng VK 102 đi vào hoạt động từ tháng 9/2016, chúng tôi kỳ vọng cả sản lượng bán hàng và biên lợi nhuận của Thalexim sẽ được cải thiện trong các năm tới do vị trí đặt tại Nhà Bè cách TP.HCM 18km bằng đường bộ, thuận tiện phân phối cho các khách hàng tại TP.HCM và Tây Nam Bộ.

Hệ thống kho chứa	Vị trí	Quy mô
Kho Chánh Mỹ	Tx Thủ Dầu Một, Bình Dương	57.000 m3
Kho VK102	Nhà Bè, TP.HCM	115.000 m3
<b>Tổng</b>		<b>172.000 m3</b>

Nguồn: Thalexim, KISVN

## Lĩnh vực kinh doanh bất động sản, cho thuê văn phòng, kho cảng

### Quản lý khu công nghiệp

Năm 1996, hai khu công nghiệp do công ty làm chủ đầu tư – Khu công nghiệp Bình Đường và Khu công nghiệp Sóng Thần I – đã thu hút các doanh nghiệp trong và ngoài nước đến đầu tư. Hiện tại toàn bộ diện tích đã cho thuê hết, hoạt động dịch vụ kèm theo đóng tỷ trọng nhỏ trong doanh thu và lợi nhuận.

Khu công nghiệp	Vị trí	Diện tích	Tỷ lệ lấp đầy
Sóng Thần 1	Thị xã Dĩ An, Bình Dương	178 ha	100%
Bình Đường	Huyện Dĩ An, Bình Dương	24 ha	100%

Nguồn: KISVN

### Kinh doanh bất động sản

Tại Bình Dương, Thalexim sở hữu và quản lý 37 khu đất với diện tích 3,012,588 m<sup>2</sup>. Trong đó, 80% là đất KCN đã cho thuê hoặc đất đang phục vụ hệ thống kho, đại lý xăng dầu, tiện ích công cộng. Phần còn lại 10%, tương ứng 33 ha, có thể dùng để phát triển bất động sản, dự án.

#### Bảng thống kê các khu đất có tiềm năng phát triển bất động sản, dự án:

Dự án	Vị trí	Diện tích (m <sup>2</sup> )	Hiện trạng
Biệt thự vườn Chánh Mỹ	Phường Chánh Mỹ, TP Thủ Dầu Một	119,941	Khu biệt thự vườn, đã hoàn tất xây dựng, ước tính đã bán 30% số căn
Khu đất xã Hội Nghĩa	Xã Hội Nghĩa, huyện Tân Uyên, Bình Dương	43,074	Đất trống, chưa lập thủ tục đất đai
Khu đất xã An Sơn	Xã An Sơn, huyện Dĩ An, Bình Dương	10,669	Đất trống, chưa lập thủ tục đất đai
Khu Dân cư, Tái định cư An Sơn	Xã An Sơn, huyện Dĩ An, Bình Dương	45,211	Diện tích còn lại sau khi chuyển nhượng và tái định cư (24,700 m <sup>2</sup> ), diện tích đã bồi thường nhưng chưa lập thủ tục (33,916 m <sup>2</sup> ). Đã xây dựng một phần hạ tầng giao thông
Khu nhà ở An Bình	Thị xã Dĩ An, Bình Dương	29,818	Đất trống, đã thu tiền sử dụng đất. 6,430 m <sup>2</sup> đất ở, 22,532 m <sup>2</sup> đất kinh doanh phi nông nghiệp
Khu đất phường Chánh Mỹ	Phường Chánh Mỹ, TP Thủ Dầu Một	41,126	Đất trống
Cảng xăng dầu Bình Thắng	Phường Bình Thắng, Tx Dĩ An, Bình Dương	40.654	Đất trống và bãi cát
<b>Tổng diện tích</b>		<b>330.493</b>	

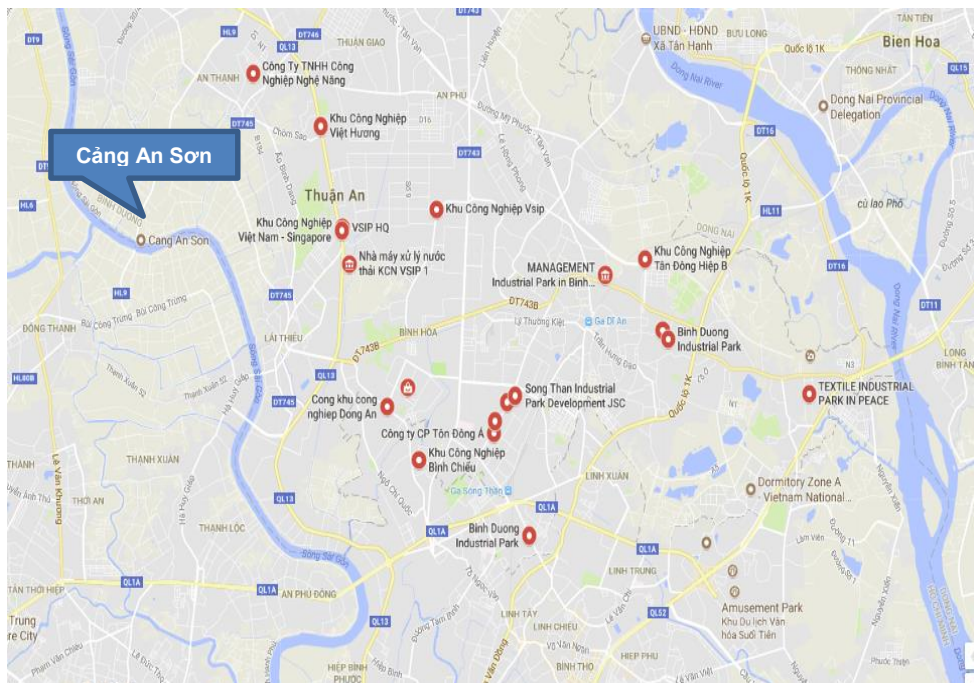
### Kho cảng

Cảng An Sơn: vị trí nằm bên sông Sài Gòn, thuộc xã An Sơn – Thị xã Thuận An, Bình Dương. Tổng mức đầu tư 650 tỷ VND. Diện tích 15,000 m<sup>2</sup>, kho bãi ICD 86,000 m<sup>2</sup>, khả năng tiếp nhận xà lan từ 1,000 đến 2,200 tấn.

Dù được khởi công và xây dựng từ cuối 2012 nhưng hiện tại vẫn chưa xây dựng hoàn tất bãi ICD và thiếu nguồn hàng.

Quan điểm chúng tôi đánh giá dự án Cảng An Sơn kém hiệu quả vì những lý do sau đây:

- Cảng An Sơn nằm trên luồng sông Sài Gòn hẹp hơn so với luồng sông Đồng Nai (hiện có cảng Thạnh Phước và cảng Bình Dương, cảng Đồng Nai), đòi hỏi phải nâng cao độ các cầu Ghềnh, Phú Long, Bình Lợi để tàu tải trọng lớn có thể hoạt động
- Vị trí cảng An Sơn bất lợi khi chuyển hàng về TP.HCM, do đa số các KCN tại Bình Dương nằm gần TP.HCM hơn so với cảng Bình Dương hoặc Đồng Nai, trong khi phía tả ngạn là Củ Chi – TP.HCM, hoạt động nông nghiệp là chủ yếu dẫn đến thiếu hụt luồng hàng hóa.



### Công ty con và công ty LD&LK

	2014	2015	2016
<b>Tỷ lệ sở hữu</b>			
TNHH Vận tải Thủy bộ Bình Dương	75%	77%	77%
TNHH Xăng dầu Bình Dương	80%	80%	80%
TNHH MTV Công trình đô thị Bình Dương	100%	100%	100%
CTCP Lâm nghiệp Bình Dương	100%	100%	65%
CTCP Sản xuất Kinh doanh Thanh Lễ	57%	57%	57%
CTCP Vật liệu Xây dựng Bình Dương	100%	100%	49%
<b>Cổ tức và lợi nhuận được chia</b>	82.9	115.2	135.5
TNHH Vận tải Thủy bộ Bình Dương	-	4.70	2.54
TNHH Xăng dầu Bình Dương	2.40	-	1.60
TNHH MTV Công trình đô thị Bình Dương	14.70	-	-
CTCP Lâm nghiệp Bình Dương	4.30	10.10	1.40
CTCP Sản xuất Kinh doanh Thanh Lễ	0.30	0.60	0.10
CTCP Vật liệu Xây dựng Bình Dương	60.60	99.60	133.30 (*)

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty mẹ

(\*) Năm 2016, MVC ghi nhận khoản lợi nhuận từ đánh giá lại khoản đầu tư công ty liên doanh liên kết 100 tỷ VND.

Dù đầu tư vào 6 công ty con và liên kết nhưng lợi nhuận chủ yếu đến từ công ty CP VLXD Bình Dương (Upcom: MVC).

Công ty CP Vật liệu và Xây dựng Bình Dương tiền thân là công ty con 100% vốn của Thalexim, hoạt động trong lĩnh vực sản xuất, kinh doanh vật liệu xây dựng, xây dựng và kinh doanh bất động sản. Hiện nay, ngoài 2 nhà máy sản xuất gạch nung, MVC sở hữu 2 dự án BOT, đóng góp 70-85% lợi nhuận gộp qua các năm. Vào Q1.2016, Thalexim thoái 51% vốn khỏi MVC, MVC trở thành khoản đầu tư công ty liên kết.

Với mảng kinh doanh đường BOT hoạt động ổn định, chúng tôi đánh giá khoản thu nhập cổ tức của MVC dành cho Thalexim sẽ quay về mức ổn định là 50 tỷ/năm, đóng góp cho Thalexim trong những năm tới.

#### **Bảng lợi nhuận gộp MVC giai đoạn 2014 – 2016:**

	1/1/2014 -31/12/2014		1/1/2015-10/04/2016	
	Giá trị	Tỷ trọng	Giá trị	Tỷ trọng
Bán thành phẩm	-8	-13%	13	11%
Bán hàng hóa	15	23%	19	15%
Kinh doanh BOT	54	85%	81	68%
Hoạt động xây dựng	994	2%	2	1%
Cung cấp dịch vụ	2	3%	2	1%
Kinh doanh BĐS	0	0%	4	3%
<b>Tổng cộng</b>	<b>1057</b>	<b>100%</b>	<b>120</b>	<b>100%</b>

Nguồn: Báo cáo bạch MVC

#### **Kết quả hoạt động kinh doanh 2016**

Năm 2016, doanh thu hợp nhất của Thalexim đạt 7,609 tỷ VND (-48.4% YoY) do sản lượng xăng dầu phân phối giảm 36% so với cùng kỳ và giá dầu trung bình giảm. Lợi nhuận gộp đạt 388 tỷ VND (-16.7%yoy), tuy nhiên biên lãi gộp được cải thiện, đạt 5.1% so với mức 3.2% năm 2015 do giá dầu có xu hướng phục hồi từ mức thấp kỷ lục đầu năm.

Doanh thu hoạt động tài chính đạt 228 tỷ đồng, đóng góp một phần lớn trong cơ cấu lợi nhuận năm 2016 và chủ yếu từ lợi nhuận, cổ tức được chia từ Công ty CP Vật liệu Xây dựng Bình Dương.

Chi phí tài chính trong năm 2016 giảm mạnh, chỉ 114 tỷ VND (-50% YoY) do không có khoản lỗ đột biến chênh lệch tỷ giá 100 tỷ như năm 2015. Dù sản lượng bán hàng và doanh thu giảm, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp lại tăng 6%, đạt 310 tỷ, khoản mục chi phí bằng tiền khác chiếm tỷ trọng cao trong chi phí (40%).

Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu vẫn ở mức thấp, ROE chỉ đạt 3-5% qua các năm chưa từng xứng với các doanh nghiệp phân phối xăng dầu, trung bình ROE đạt từ 10% trở lên. Bên cạnh mảng kinh doanh xăng dầu chính chưa hiệu quả, Thalexim còn đầu tư vào các mảng kinh doanh và dự án trì trệ kéo dài như dự án Cảng An Sơn, công ty CP Nông Lâm Nghiệp Bình Dương (Upcom: AFC).

Tỷ VNĐ	2015	2016	%YoY
<b>Doanh số</b>	<b>14,732.3</b>	<b>7,609.0</b>	<b>-48.4%</b>
Giá vốn hàng bán	(14,265.8)	(7,220.1)	-49.4%
<b>Lãi gộp</b>	<b>466.6</b>	<b>388.9</b>	<b>-16.7%</b>
Thu nhập tài chính	153.5	228.3	48.7%
Chi phí tài chính	(227.7)	(114.8)	-49.6%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(113.4)	(102.4)	-9.8%
<b>Chi phí bán hàng</b>	<b>(219.8)</b>	<b>(209.0)</b>	<b>-4.9%</b>
<b>Chi phí quản lý doanh nghiệp</b>	<b>(71.8)</b>	<b>(99.7)</b>	<b>38.9%</b>
<b>Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>100.8</b>	<b>193.6</b>	<b>92.1%</b>
Thu nhập khác, ròng	9.4	(1.0)	-110.3%
<b>Lãi/lỗ thuần sau thuế</b>	<b>74.0</b>	<b>176.4</b>	<b>138.3%</b>

Nguồn: Thalexim, KISVN tổng hợp

### Định giá

Chúng tôi tiến hành định giá bằng phương pháp NAV, phân tách tài sản của Thalexim thành các nhóm như sau: Mảng kinh doanh xăng dầu và dịch vụ, nhóm các công ty con và LD&LK và nhóm các dự án bất động sản, khu đất.

Chúng tôi định giá cổ phiếu Thalexim ở mức 10,600đ trên mỗi cổ phần vào cuối 2018. Tổng mức lợi nhuận kỳ vọng đạt 4.6% so với giá IPO là 10,600đ/cp, bao gồm cổ tức tiền mặt 3.6%. Khuyến nghị **TRUNG LẬP**.

Đơn vị: tỷ VNĐ	Phương pháp	2018	Ghi chú
<b>EV Mảng xăng dầu và dịch vụ</b>	So sánh EV/EBITDA	1,009	EV/EBITDA trung bình ngành 3.8x. Ước tính Thalexim đạt EBITDA mảng Xăng dầu và dịch vụ năm 2018 là 265 tỷ VNĐ
<b>Nhóm công ty con và LD&amp;LK</b>			
Công ty CP VLXD Bình Dương	Giá thị trường	509	49 trcp MVC * 10,400 đồng/cp ngày 20/10/2017
Đầu tư vào công ty con	Giá trị sổ sách	165	BCTC Riêng 2016
<b>Các dự án, khu đất</b>			
Dự án BTV Chánh Mỹ	Giá trị sổ sách	650	BCTC Hợp nhất 2016
Dự án cảng An Sơn	Giá trị sổ sách	685	BCTC Hợp nhất 2016
Khu dân cư tái định cư An Sơn	Giá thị trường	136	Bản Công bố Thông tin
Đất xã Hội Nghĩa	Giá thị trường	129	Bản Công bố Thông tin
Đất xã An Sơn	Giá thị trường	37	Bản Công bố Thông tin
Đất cảng xăng dầu Bình Thắng	Giá thị trường	122	Bản Công bố Thông tin
Đất phường Chánh Mỹ	Giá thị trường	123	Bản Công bố Thông tin
<b>Nợ ròng</b>	Giá trị sổ sách	<b>1,028</b>	
<b>Giá trị vốn cổ phần</b>		<b>2,537</b>	
<b>SLCP (triệu cp)</b>		<b>236.6</b>	
<b>Giá cổ phiếu Thalexim</b>		<b>10.7</b>	

Giá các khu đất được định giá ở mức 3-3.5 triệu đồng/m2 tùy thuộc vào địa điểm

Bảng chỉ số tài chính các doanh nghiệp cùng ngành

	P/E	P/B	Vốn hóa (tỷ VND)	Price	EV/EBITDA	ROE	ROA
Công ty CP Nhiên liệu Sài Gòn	8.9	1.5	287	25,600	4.6	16.5	8.3
Công ty CP TM – XNK Thủ Đức	8.8	0.9	171	13,800	3.3	10.5	7.7
Công ty CP Vật tư – Xăng dầu	6.9	1.7	775	54,900	4.0	25.5	21.3
Công ty CP Xăng dầu Dầu khí Phú Yên	6.5	1.0	115	14,000	5.9	15.7	12.6
Công ty CP VT và DV Petrolimex Hà Tây	5.0	0.7	21	11,500	3.2	13.9	4.7
Công ty CP Thương mại Hóc Môn	4.5	1.5	346	31,500	2.0	36.8	19.0
<b>Trung bình theo vốn hóa</b>	<b>6.8</b>	<b>1.2</b>			<b>3.8</b>	<b>24.0</b>	<b>16.5</b>

Nguồn: KIS VN

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH THALEXIM		Vốn hóa: 2,508 tỷ VND			
Đơn vị: Tỷ đồng	2015	2016	2017E	2018E	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>13,881</b>	<b>7,368</b>	<b>6,249</b>	<b>6,550</b>	
Bán hàng	13,703	7,259	6,140	6,441	
Cung cấp dịch vụ	178	109	109	109	
<b>GVHB</b>	<b>13,645</b>	<b>7,056</b>	<b>5,929</b>	<b>6,060</b>	
Biên LN gộp (%)	1.71%	4.24%	5.12%	7.48%	
Chi phí BH & QLDN	292	309	293	229	
<b>EBITDA</b>	<b>247</b>	<b>141</b>	<b>77</b>	<b>311</b>	
Biên lợi nhuận (%)	1.7%	1.9%	1.2%	4.7%	
Khấu hao	72	61	50	50	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>175</b>	<b>80</b>	<b>27</b>	<b>261</b>	
Biên LN HĐKD (%)	1.2%	1.1%	0.4%	4.0%	
Chi phí lãi vay ròng	-30	40	36	27	
Khả năng trả lãi vay(x)	-5.9	2.0	0.7	9.6	
Lãi/lỗ khác	-94	153	68	59	
Thuế	36	16	12	59	
Thuế suất hiệu dụng (%)	33%	8%	20%	20%	
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>74</b>	<b>176</b>	<b>47</b>	<b>234</b>	
Biên lợi nhuận (%)	0.5%	2.3%	0.8%	3.6%	
Lợi ích CĐ thiểu số	-	-	-	-	
LN cho công ty mẹ	74	176	47	234	
Số lượng CP (triệu)	237	237	237	237	
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	<b>271</b>	<b>705</b>	<b>157</b>	<b>950</b>	
Tăng EPS (%)	-55%	160%	-78%	506%	
Cổ tức (VND)	-	-	300	350	
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	-	-	3.1%	3.6%	

- 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)	2015	2016	2017E	2018E
Vòng quay phải thu (x)	9.2	5.2	5.2	5.2
Vòng quay HTK (x)	9.6	5.1	5.1	5.1
Vòng quay phải trả (x)	6.0	4.0	4.0	4.0
Thay đổi vốn lưu động	778	79	-329	51
Capex	40	-240	100	100
Dòng tiền khác	629	-117	112	299
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>-1,301</b>	<b>515</b>	<b>341</b>	<b>148</b>
Phát hành cp	-	-	-	-
Cổ tức	-	-	300	350
Thay đổi nợ ròng	1,301	-515	-266	-63
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>1,872</b>	<b>1,357</b>	<b>1,091</b>	<b>1,028</b>
Giá trị doanh nghiệp (EV)	4,373	3,858	3,592	3,530
<b>Tổng VCSH</b>	<b>1,729</b>	<b>1,995</b>	<b>1,957</b>	<b>2,096</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
<b>VCSH</b>	<b>1,729</b>	<b>1,995</b>	<b>1,957</b>	<b>2,096</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	7,326	8,453	8,293	8,882
Nợ ròng / VCSH (%)	108%	68%	56%	49%
Nợ ròng / EBITDA (x)	7.6	9.6	14.2	3.3
<b>Tổng tài sản</b>	<b>7,184</b>	<b>6,304</b>	<b>6,010</b>	<b>6,096</b>

- Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2015	2016	2017E	2018E
<b>ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)</b>	4%	9%	2%	12%
<b>ROA (%)</b>	1%	3%	1%	4%
<b>ROIC (%)</b>	2%	6%	2%	8%
<b>WACC (%)</b>	6%	10%	10%	11%
<b>PER (x)</b>	39.1	15.0	67.6	11.2
<b>PBR (x)</b>	1.4	1.3	1.3	1.2
<b>PSR (x)</b>	0.2	0.3	0.4	0.4
<b>EV/EBITDA (x)</b>	17.7	27.3	46.7	11.3
<b>EV/sales (x)</b>	0.3	0.5	0.6	0.5
<b>Suất sinh lợi cổ tức (%)</b>	-	-	3.1%	3.6%

## 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

**Hoàng Huy, CFA**

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

**Hoàng Thế Trung, CPA**

Chuyên viên cao cấp Phân tích  
– Bất động sản, Bán lẻ và Nông  
nghiệp  
(+84 28) 3914 8585 (x1457)  
trung.ht@kisvn.vn

**Nguyễn Phong Danh**

Chuyên viên Phân tích – Dầu  
khí và Năng lượng  
(+84 28) 3914 8585 (x1459)  
danh.np@kisvn.vn

**Võ Hoàng Bảo**

Chuyên viên Phân tích –  
Logistics, Hàng Không và Ô tô  
(+84 28) 3914 8585 (x1460)  
bao.vh@kisvn.vn

**Nguyễn Hoàng Hà**

Chuyên viên Phân tích – Dược  
F&B và Hóa Chất  
(+84 28) 3914 8585 (x1463)  
ha.nh@kisvn.vn

### Phòng Phân tích Vĩ mô

**Bạch An Viễn**

Trưởng phòng Phân tích Vĩ mô  
(+84 28) 3914 8585 (x1449)  
vien.ba@kisvn.vn

### Phòng Khách hàng Định chế

**Lâm Hạnh Uyên**

Giám đốc Quan hệ Khách hàng định chế  
(+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.