

# GAS [PHTT +10,7%] - Triển vọng ảm đạm nhưng ảnh hưởng từ giá dầu thô sẽ giảm dần

Đinh Thị Thùy Dương  
Chuyên viên Cao cấp

## Tổng CTCP khí Việt Nam (GAS), Phân phối khí đốt tự nhiên

Giá: 37.500VND  
GTVH: 3.106tr USD

Giá mục tiêu: 38.500VND  
GTGD/ngày (30 ngày): 0,7trUSD

Tổng mức sinh lời: +10,7%  
Room KN: 47%

25/12/2015

### Các chỉ số chính

Sở hữu của khối ngoại	1,9%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	1.895 triệu
Số CP pha loãng	1.895 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	99.900
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	36.700

### Ownership

PVN	96,7%
Nhà đầu tư nước ngoài	1,9%
Nhà đầu tư trong nước	1,4%

Các chỉ báo chính	2013A	2014A	2015F	2016F
Doanh thu (tỷ đồng)	65.400	73.393	61.053	59.852
Tăng trưởng %	-4,2%	12,2%	-16,8%	-2,0%
LNST trừ lợi ích CĐTS, (tỷ đồng)	12.288	14.123	8.993	7.814
Tăng trưởng %	22,3%	14,9%	-36,3%	-13,1%
Tăng trưởng EPS % theo báo cáo (*)	20,5%	13,8%	-36,3%	-13,5%
Tăng trưởng EPS % bình thường hóa (*)	9,8%	-3,0%	-17,8%	-13,2%
PER theo giá thị trường theo báo cáo	5,9	5,1	8,1	9,3
PER theo giá thị trường (bình thường hóa)	6,5	6,7	8,1	9,3
PBR	2,1	2,0	1,8	1,7
ROE	40,6%	40,7%	23,9%	19,4%
Lợi suất cổ tức theo giá thị trường	11,2%	10,6%	8,0%	8,0%
Nợ ròng/vốn chủ sở hữu	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5

Ghi chú: (\*) Việc tính EPS có phản ánh phần LNST được trích vào quỹ khen thưởng, phúc lợi cho nhân viên theo Thông tư 200. EPS bình thường hóa được điều chỉnh để không bao gồm tác động của các khoản mục bất thường.

- Chúng tôi giảm giá mục tiêu của GAS còn 38.500 đồng chủ yếu do lợi suất trái phiếu Chính phủ tăng đạt 6,5% và lợi nhuận ước tính năm 2016 giảm 13% từ mức giá định giá dầu thô thấp hơn 40USD/thùng (giảm 26% so với năm 2015). Tuy nhiên, chúng tôi nâng LN ròng sau thuế (LNST) năm 2015 lên 13% do khoản lỗ hồi tố dự kiếp thấp hơn đối với lượng trên bao tiêu (AToP), cho việc áp dụng giá thị trường từ ngày 01/04/2014 đến 31/07/2015.
- Kể từ báo cáo cập nhật lần trước của chúng tôi, giá cổ phiếu đã giảm 24%, tương ứng với khuyến nghị Phù Hợp Thị Trường dựa theo giá mục tiêu điều chỉnh.
- Điều chỉnh về cơ chế giá thị trường sẽ hỗ trợ biên LN: GAS đang đề xuất Chính phủ điều chỉnh cơ chế định giá thị trường để đảm bảo giá đầu ra ít nhất là bằng giá đầu vào. Do đó, chúng tôi ước tính giá bán trung bình (ASP) của sản lượng AToP sẽ duy trì ở mức 3,8USD/MMBTU cho dù giá dầu thô dưới mốc 40USD/thùng.
- Tỷ lệ P/E cho thấy định giá rất hợp lý: Chúng tôi cho rằng GAS đang giao dịch với PER khá hợp lý 9,3 lần dựa theo dự báo EPS 2016 với lợi suất cổ tức 8%.

**KQLN 9 tháng đầu năm thấp do giá dầu giảm:** Doanh thu của GAS giảm 13% và LNST giảm 20% trong 9 tháng đầu năm 2015 so với cùng kỳ năm ngoái vì giá bán trung bình giảm do ảnh hưởng của tình hình giá dầu, dù sản lượng bán ra cả khí khô (+3,4% lên 7,86 tỷ m<sup>3</sup>) lẫn LPG (+8,1%) đều tăng. Sau khi giá dầu giảm 45% trong 9 tháng đầu năm, giá bán trung bình cho các khu công nghiệp và giá LPG giảm mạnh, lần lượt 38% và 50%. Đáng chú ý, GAS trì hoãn việc áp dụng cơ chế giá thị trường cho sản lượng nhà máy điện trên bao tiêu đến ngày 01/08/2015.

**Chúng tôi cho rằng KQLN Quý 4 sẽ thấp hơn.** Do giá dầu tiếp tục giảm sâu trong Quý 4, chúng tôi cho rằng lợi nhuận Quý 4 sẽ giảm 35% so với Quý 3 xuống 1.505 tỷ đồng, trong đó bao gồm khoản lỗ hồi tố khoảng 663 tỷ đồng liên quan đến cơ chế giá thị trường trên bao tiêu từ ngày 01/04/2015 đến ngày 30/07/2015 (Hình 2).

**Triển vọng 2016 tiếp tục kém tích cực do tình hình giá dầu.** Do nguồn cung dầu tăng, chúng tôi lấy mức giá dầu 40 USD/thùng làm mức chuẩn để tính tất cả các giá định liên quan đến giá dầu và vì vậy, dự báo lợi nhuận 2016 sẽ giảm tiếp 13%.

**Tuy nhiên, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu 35.100 đồng dành cho GAS ngay cả khi giá dầu chỉ còn 20USD/thùng.** GAS đang xin phép Chính phủ điều chỉnh cơ chế giá thị trường, theo đó giá bán trung bình trên bao tiêu cho các nhà máy điện (46% MFO+phí vận chuyển) sẽ ít nhất bằng giá khí đầu vào. Vì vậy, chúng tôi nhận thấy nếu giá dầu mất mốc 40USD/thùng, giá bán trung bình cho các khu công nghiệp và giá LPG sẽ giảm theo, nhưng giá bán trung bình trên bao tiêu sẽ tiếp tục ở mức 3,8USD/MMBTU và giúp lợi nhuận giảm chậm hơn. Chúng tôi nhận thấy giá dầu tăng 10USD thì giá mục tiêu sẽ tăng 10%. Tuy nhiên, nếu giá dầu giảm 10% thì giá mục tiêu chỉ giảm khoảng 5%. Chúng tôi cho rằng đề xuất này sẽ được thông qua, vì GAS là trung gian và không chịu rủi ro giá đầu ra thấp hơn giá đầu vào. Ngoài ra, các đường ống dẫn khí là cơ sở hạ tầng quốc gia và lĩnh vực này nên ít chịu tác động của biến động giá dầu hơn.

**Cổ đông thông qua kế hoạch phát hành cổ phiếu ESOP.** GAS hiện đang thực hiện đợt phát hành cổ phiếu cho nhân viên gồm 18,95 triệu cổ phiếu, tương đương 1% vốn cổ phần hiện nay, với giá 20.000VND/cổ phiếu trong Quý 4/2015. Mức giá này thấp hơn 46% so với giá thị trường hiện nay. Các cổ phiếu ESOP này sẽ khiến số cổ phiếu lưu hành tự do tăng thêm 30% (không tính số cổ phiếu do PVN nắm giữ) tại thời điểm bắt đầu được phép giao dịch, 1 năm kể từ ngày phát hành.

### Hình 1: KQLN 9 tháng đầu năm 2015

KPI	9T2014	9T2015	Tăng/giảm (%)	Q4/2015F
Sản lượng khí khô (tỷ m3)	7,60	7,86	3%	2,42
Sản lượng LPG (tấn)	926	1.001	8%	323
Giá dầu (USD/thùng)	106	58	-45%	45
Giá bán trung bình cho KCN (USD/MMBTU)	12,82	7,99	-38%	6,33
LPG (USD/tấn)	855	430	-50%	415
Doanh thu (tỷ đồng)	54.373	47.034	-13%	14.020
LNST (tỷ đồng)	9.337	7.487	-20%	1.505

Nguồn: GAS & VCSC

### Hình 2: Ghi nhận lợi nhuận hồi tố

Giai đoạn	Giá hiện nay (USD/MMBTU)	Giá điều chỉnh (USD/MMBTU)	Chênh lệch	Sản lượng (mmbtu)	Lãi/lỗ
<b>Lô 06.1 &amp; 11.2</b>					
1/4/2014 đến 31/12/2014	5,36	5,91	0,56	46	563
1/1/2015 đến 30/7/2015	5,39	4,81	(0,58)	25	(323)
<b>Lô 05.2 &amp; 05.3</b>					
1/1/2015 to 30/7/2015	5,39	4,81	(0,58)	47	(903)
<b>Tổng cộng</b>					<b>(663)</b>

Nguồn: GAS & VCSC

Giá bán trung bình trên bao tiêu cho các nhà máy điện (46% MFO + phí vận chuyển) sẽ ít nhất bằng giá khí đầu vào

**Hình 3: Phân tích độ nhạy của GAS với giá dầu, trong kịch bản cơ sở là 40USD/thùng**

Giá định					
Giá dầu (USD/thùng)	20	30	40	50	60
Giá định giá dầu nhiên liệu (USD/tấn)	102	159	215	272	329
Giá bán trên bao tiêu (USD/MMBTU)	3,80	3,80	3,80	4,08	4,72
Giá bán cho KCN (USD/MBTU)	3,51	4,91	6,30	7,70	9,10
Giá LPG (USD/tấn)	364	432	500	568	636
Các chỉ số tài chính					
ROE (%)	16,0%	17,3%	19,4%	22,4%	26,3%
Dự báo LNST 2016 (tỷ đồng)	6.322	6.889	7.814	9.214	11.068
Tăng trưởng EPS bình thường hóa (%)	-29,5%	-23,1%	-13,2%	2,8%	23,5%
<b>Giá mục tiêu tính theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (VND/cổ phiếu)</b>	<b>35.100</b>	<b>36.700</b>	<b>38.500</b>	<b>41.900</b>	<b>46.200</b>
Tổng mức sinh lời (%)	1,3%	5,6%	10,4%	19,4%	30,9%

Nguồn: GAS & VCSC

Giá dầu tăng 10USD sẽ khiến giá mục tiêu tăng 10%. Nhưng giá dầu giảm 10USD sẽ khiến giá mục tiêu giảm chỉ khoảng 5%!

## Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
Doanh thu thuần	73.393	61.053	59.852
Giá vốn hàng bán	-53.245	-47.256	-48.036
Lợi nhuận gộp	20.149	13.798	11.816
Chi phí bán hàng	-1.384	-973	-954
Chi phí quản lí DN	-1.412	-1.653	-1.621
LN thuần HĐKD	17.353	11.171	9.241
Doanh thu tài chính	1.098	1.146	1.132
Chi phí tài chính	-458	-715	-209
Lợi nhuận từ công ty LDLK	10	10	10
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-12	31	0
LNTT	17.991	11.642	10.174
Thuế TNDN	-3.621	-2.328	-2.035
LNST trước CĐTS	14.370	9.314	8.139
Lợi ích CĐ thiểu số	-247	-321	-325
<b>LN ròng trừ CĐTS, báo cáo</b>	<b>14.123</b>	<b>8.993</b>	<b>7.814</b>
<b>LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh</b>	<b>14.123</b>	<b>8.993</b>	<b>7.814</b>
EBITDA	20.820	14.634	13.203
EPS cơ bản báo cáo, VND	7.304	4.651	4.022
EPS cơ bản điều chỉnh <sup>(1)</sup> , VND	5.639	4.635	4.022
EPS pha loãng hoàn toàn <sup>(2)</sup> , VND	5.639	4.635	4.022

TỶ LỆ	2014A	2015F	2016F
<b>Tăng trưởng</b>			
Tăng trưởng doanh thu	12,2%	-16,8%	-2,0%
Tăng trưởng LN HĐKD	25,1%	-35,6%	-17,3%
Tăng trưởng LNTT	15,5%	-35,3%	-12,6%
Tăng trưởng EPS	-3,0%	-17,8%	-13,2%
<b>Khả năng sinh lời</b>			
Biên LN gộp %	27,5%	22,6%	19,7%
Biên LN từ HĐ %	23,6%	18,3%	15,4%
Biên EBITDA	28,4%	24,0%	22,1%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	19,2%	14,7%	13,1%
ROE	40,7%	23,9%	19,4%
ROA	27,1%	16,6%	14,3%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>			
Số ngày tồn kho	12,8	12,2	11,6
Số ngày phải thu	20,9	20,9	20,9
Số ngày phải trả	12,2	12,2	12,3
TG luân chuyển tiền	21,4	20,8	20,3
<b>Thanh khoản</b>			
CS thanh toán hiện hành	3,1	3,0	3,5
CS thanh toán nhanh	3,0	2,8	3,4
CS thanh toán tiền mặt	2,3	2,2	2,6
Nợ/Tài sản	0,1	0,1	0,1
Nợ/Vốn sử dụng	0,2	0,1	0,1
Nợ/Vốn CSH	-0,5	-0,5	-0,5
Khả năng thanh toán lãi vay	47,4	36,7	55,1

BẢNG CĐKT	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
Tiền và tương đương	24.080	21.741	23.519
Đầu tư TC ngắn hạn	1.684	1.684	1.684
Các khoản phải thu	4.200	3.494	3.425
Hàng tồn kho	1.860	1.576	1.526
TS ngắn hạn	1.465	1.358	1.348
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>33.289</b>	<b>29.853</b>	<b>31.503</b>
TS dài hạn (gộp)	39.904	47.518	50.081
- Khấu hao lũy kế	-20.414	-23.876	-27.839
TS dài hạn (ròng)	19.491	23.642	22.242
Đầu tư TC dài hạn	87	55	24
TS dài hạn khác	924	924	924
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>20.502</b>	<b>24.622</b>	<b>23.190</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>53.791</b>	<b>54.475</b>	<b>54.693</b>
Phải trả ngắn hạn	1.782	1.582	1.608
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>10.612</b>	<b>9.931</b>	<b>8.909</b>
Nợ dài hạn	5.132	2.973	1.627
Nợ dài hạn khác	369	302	302
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>16.112</b>	<b>13.207</b>	<b>10.838</b>
Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-
Vốn cổ phần	18.950	18.950	19.140
Thặng dư vốn CP	11.887	11.847	11.847
Lợi nhuận giữ lại	5.144	8.452	10.524
Vốn khác	-	-	-
Lợi ích CĐTS	1.698	2.019	2.344
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>37.679</b>	<b>41.268</b>	<b>43.855</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>53.791</b>	<b>54.475</b>	<b>54.693</b>

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>18.293</b>	<b>24.080</b>	<b>21.741</b>
Lợi nhuận sau thuế	14.123	8.993	7.814
Khấu hao	3.467	3.462	3.962
Thay đổi vốn lưu động	-927	361	219
Điều chỉnh khác	38	674	375
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>16.701</b>	<b>13.490</b>	<b>12.370</b>
Chi mua sắm TSCĐ	-2.859	-7.614	-2.563
Đầu tư	600	-177	23
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-2.259</b>	<b>-7.791</b>	<b>-2.540</b>
Cổ tức đã trả	-8.123	-5.685	-5.552
Tăng (giảm) vốn	0	0	379
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-53	-2.102	-2.459
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	103	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	-582	-461	-82
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-8.655</b>	<b>-8.038</b>	<b>-8.052</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>5.787</b>	<b>-2.339</b>	<b>1.778</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>24.080</b>	<b>21.741</b>	<b>23.519</b>

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC. (1) EPS cơ bản điều chỉnh là EPS được điều chỉnh có khấu trừ khoản trích vào quỹ khen thưởng và phúc lợi theo thông tư 200). ĐHCĐ GAS chấp thuận đóng góp 2% LNST công ty mẹ.

## KQLN theo quý

2015	Q1	Q2	Q2	Q4	KQ từ đầu năm	Mục tiêu của công ty	Dự báo của VCSC
Doanh thu, tỷ đồng	15.532	15.778	15.724	14.020	47.034	69.539	61.053
LNST kế hoạch, chưa điều chỉnh	2.583	2.587	2.317	1.505	7.487	11.526	8.993
LNST kế hoạch, đã điều chỉnh	NA	NA	NA	NA	NA		8.993
Biên lợi nhuận gộp	26,1%	24,4%	18,0%	NA	24,3%		22,6%
Biên lợi nhuận từ hoạt động	22,0%	20,2%	19,0%	NA	20,1%		18,3%
Biên LNST trừ CĐTS (điều chỉnh)	16,6%	16,4%	14,7%	NA	15,9%		14,7%
Tăng trưởng doanh thu	-3,3%	-15,6%	-19,8%	NA	-13,5%		-16,8%
Tăng trưởng LN từ hoạt động	-10,3%	-19,2%	-22,4%	NA	-17,2%		-35,6%
2014	Q1	Q2	Q2	Q4	KQ từ đầu năm		
Doanh thu, tỷ đồng	16.064	18.703	19.606	19.014	73.393		
LNST kế hoạch, chưa điều chỉnh	3.156	3.230	2.951	4.784	14.123		
LNST kế hoạch, đã điều chỉnh	NA	NA	NA	NA	NA		
Biên lợi nhuận gộp	28,4%	25,2%	21,7%	34,9%	27,5%		
Biên lợi nhuận từ hoạt động	23,7%	21,1%	18,6%	31,2%	23,6%		
Biên LNST trừ CĐTS (điều chỉnh)	19,6%	17,3%	15,0%	25,2%	19,2%		
Tăng trưởng doanh thu	0,1%	18,7%	14,9%	14,7%	12,2%		
Tăng trưởng LN từ hoạt động	-7,6%	10,1%	2,6%	118,2%	25,1%		
2013	Q1	Q2	Q2	Q4	KQ từ đầu năm		
Doanh thu, tỷ đồng	16.052	15.750	17.067	16.576	65.400		
LNST kế hoạch, chưa điều chỉnh	4.292	2.909	2.989	2.195	12.288		
LNST kế hoạch, đã điều chỉnh	NA	NA	NA	NA	NA		
Biên lợi nhuận gộp	30,2%	27,6%	25,4%	23,1%	26,3%		
Biên lợi nhuận từ hoạt động	25,7%	22,8%	20,9%	16,4%	21,2%		
Biên LNST trừ CĐTS (điều chỉnh)	26,7%	18,5%	17,5%	13,2%	18,8%		
Tăng trưởng doanh thu	-13,0%	-13,8%	4,3%	9,5%	-4,2%		
Tăng trưởng LN từ hoạt động	44,5%	25,1%	16,3%	-8,3%	21,2%		

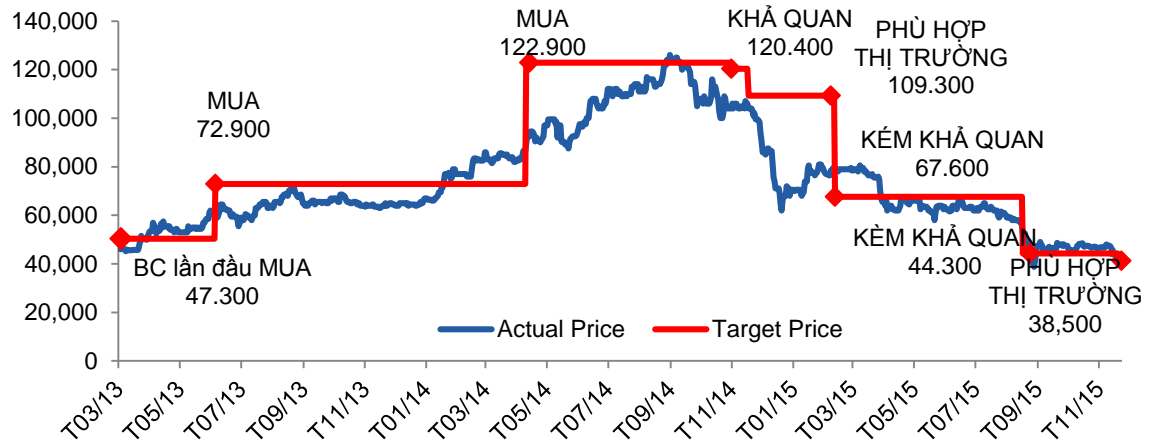
Ghi chú: LNST điều chỉnh = LNST trừ lợi ích cổ đông thiểu số và lợi nhuận bất thường.

## Dự báo KQLN

	KQ 2014	Dự báo 2015 (trước đây)	Dự báo 2015 (hiện nay)	YoY %	Lý do điều chỉnh dự báo
<b>Doanh thu</b>	<b>73.393</b>	<b>57.105</b>	<b>61.053</b>	<b>-16,8%</b>	
Công ty mẹ	64.916	46.018	54.053	-16,7%	
Khí khô & vận chuyển	43.259	32.178	33.237	-23,2%	Lỗi hệ số đối với sản lượng trên bao tiêu thấp hơn so với dự báo
LPG	23.323	12.005	15.518	-33,5%	
Khác	7.067	1.835	585	-91,7%	
Công ty con	8.733	11.087	7.000	-19,8%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>20.149</b>	<b>12.266</b>	<b>13.798</b>	<b>-31,5%</b>	
Chi phí bán hàng và tiếp thị	(1.384)	(1.633)	(1.653)	19,5%	
Chi phí quản lý	(1.412)	(953)	(973)	-31,1%	
<b>Lợi nhuận từ hoạt động</b>	<b>17.353</b>	<b>9.680</b>	<b>11.171</b>	<b>-35,6%</b>	
Lợi nhuận ngoài HĐKD	1.004	991	775	-22,8%	
Chi phí lãi vay	(366)	(300)	(304)	-16,8%	
LN trước thuế	17.991	10.371	11.642	-35,3%	
LN sau thuế	14.370	8.297	9.314	-35,2%	
<b>LNST theo báo cáo</b>	<b>14.123</b>	<b>7.975</b>	<b>8.993</b>	<b>-36,3%</b>	Lỗi hệ số đối với sản lượng trên bao tiêu thấp hơn so với dự báo
<b>LNST thường xuyên</b>	<b>10.969</b>	<b>7.975</b>	<b>8.962</b>	<b>-18,3%</b>	
EBITDA	20.908	12.942	14.634	-30,0%	
Biên LN gộp %	27,5%	21,5%	22,6%		
Chi phí bán hàng và tiếp thị / doanh thu	1,9%	2,9%	2,7%		
Chi phí quản lý / doanh thu	1,9%	1,7%	1,6%		
Biên EBIT %	23,6%	17,0%	18,3%		
Biên EBITDA %	28,4%	22,7%	24,0%		
Biên LNST %	19,2%	13,2%	14,7%		
Thuế suất %	20,0%	20,0%	20,0%		

Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán 2014 của GAS và dự báo của VCSC cho năm 2015

## Lịch sử Khuyến nghị



Vui lòng xem Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đinh Thị Thùy Dương, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn)

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+848 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+848 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Giám đốc

Vũ Thanh Tú, +848 3914 3588 ext 105  
[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)

#### Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

##### Trưởng phòng cao cấp

Ngô Hoàng Long, ext 145

Đặng Văn Pháp, CV cao cấp ext 143  
Đinh Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140  
Nguyễn Lê Hoàng Yến, CV cao cấp ext 124  
Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116  
Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149  
Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

#### Vĩ mô và Thị trường

Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142  
Lê Ngọc Trâm, CV cao cấp ext 194  
Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181  
Dương Mỹ Thanh, CV vĩ mô ext 173

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.  
+848 3914 3588 ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

#### Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+848 3914 3588 ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+844 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. HCM  
+848 3914 3588

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

#### Bất động sản, Hàng tiêu dùng

##### Trưởng phòng cao cấp

Anirban Lahiri, ext 130

Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147  
Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138  
Hoàng Văn Thọ, Chuyên viên ext 174

#### Dầu khí

Nguyễn Đức Tuấn, Trưởng phòng ext 185  
Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+848 3914 3588 ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+844 6262 6999 ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.