

Ngành Xăng dầu

Báo cáo lần đầu

28 tháng 3, 2017

Giá kỳ vọng **42.200**

Giá kỳ vọng điều chỉnh

Thấp nhất **63.680**

Cao nhất **72.800**

Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam

Nhà phân phối xăng dầu số 1 trên thị trường với mạng lưới phủ khắp toàn quốc

Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (PLX) có kế hoạch niêm yết 1.293.878.081 cổ phiếu trên HSX vào giữa tháng 4/2017. Nếu lấy mức giá hiện nay trên OTC làm cơ sở tham chiếu, vốn hóa của PLX có thể đạt mức 64.694 tỷ VNĐ, nằm trong top 10 doanh nghiệp có vốn hóa lớn nhất thị trường. Giá cổ phiếu PLX trên OTC đã tăng khoảng 25% trong tuần đầu tháng 3 lên mức 50.000 VNĐ/cổ phần. Với mức giá này, cổ phiếu PLX có còn hấp dẫn?

Giá trị hợp lý đối với hoạt động kinh doanh cốt lõi theo đánh giá của chúng tôi vào khoảng 42.200 đồng/cổ phần

Căn cứ vào dòng tiền từ hoạt động kinh doanh xăng dầu cũng như từ các mảng hóa dầu, vận tải, bảo hiểm, giá trị hợp lý đối với PLX được xác định ở mức **42.200 đồng/cổ phần**.

Phương pháp	Giá kỳ vọng	Tỷ trọng	Giá bình quân
- FCFE	43.146	50%	21.600
- FCFF	41.284	50%	20.600
Giá bình quân			42.200

Triển khai thành công hệ thống các cửa hàng tiện lợi (C-store) hoặc các dịch vụ giá trị gia tăng khác tại hệ thống cửa hàng xăng dầu có thể đưa giá trị của PLX tăng thêm 50,9% đến 72,5%

Kết quả định giá trên chưa phản ánh khả năng mở rộng sang mảng bán lẻ của PLX thông qua việc tận dụng lợi thế đến từ mạng lưới 2.453 cửa hàng xăng dầu phủ khắp 63 tỉnh thành trên cả nước. Đây là xu thế đã diễn ra trong 20 năm gần đây tại một số quốc gia châu Á và là xu thế phổ biến trên thế giới. Để đánh giá phần lợi thế đối với mảng hoạt động tiềm năng này của PLX, chúng tôi sử dụng hai phương pháp tiếp cận như sau:

☐ **Phương pháp 1:** Dựa vào dữ liệu lịch sử của những giao dịch mua bán trạm xăng và xác định mức premium của một trạm xăng có kèm theo C-store với một trạm xăng có công suất tương đương nhưng không kèm theo C-store. C-store là cửa hàng chuyên cung cấp các mặt hàng mang tính "tiện lợi" với diện tích dao động trong khoảng từ 50-200m². Biên lợi nhuận gộp của một C-store thường ở mức 25-30%.

☐ **Phương pháp 2:** Xác định những quốc gia có đặc điểm tương đồng về trình độ phát triển kinh tế, đặc điểm nhân khẩu học và mức độ thâm nhập của mảng bán lẻ, đặc biệt là hình thức thương mại hiện đại và lựa chọn các doanh nghiệp xăng dầu đứng đầu thị trường với thị phần trong khoảng 27-47% để so sánh định giá theo EV/EBITDA và P/E giữa doanh nghiệp đã phát triển hình thức kết hợp với C-store và những doanh nghiệp chỉ kinh doanh xăng dầu thuần túy.

Kết quả cho ra nếu tính thêm hệ thống C-store, giá trị định giá của PLX có thể tăng thêm từ **50,9% đến 72,5%**, tương đương giá cổ phần dao động trong khoảng từ **63.680 - 72.800 đồng/cổ phần**.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thu Hà, CFA

(84 4) 3928 8080 ext 204

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

Tổng quan về Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam

Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (PLX) tiền thân là Tổng công ty Xăng dầu mỡ được thành lập vào năm 1956 với nhiệm vụ chiến lược là đảm bảo nhu cầu xăng dầu trong nước, bình ổn và phát triển thị trường xăng dầu cũng như các sản phẩm khác trong ngành. Phân phối xăng dầu hiện là lĩnh vực kinh doanh đem lại nguồn doanh thu và lợi nhuận chính cho PLX với tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận bình quân khoảng 85% và 74%.

PLX tiến hành IPO năm 2011 với mức vốn điều lệ 10.700 tỷ VNĐ, sau đó tăng vốn lên 12.938 tỷ VNĐ sau khi phát hành thành công cho đối tác chiến lược JX Nippon Oil (Nhật Bản).

Cơ cấu sở hữu PLX		
Cổ đông	Số lượng cổ phần	Tỷ lệ sở hữu
Bộ Công Thương	981.686.626	75,87%
JX Nippon Oil	103.528.476	8,00%
Cổ phiếu quỹ	155.064.846	11,98%
Khác	53.598.133	4,14%
Tổng	1.293.878.081	

Nguồn: PLX

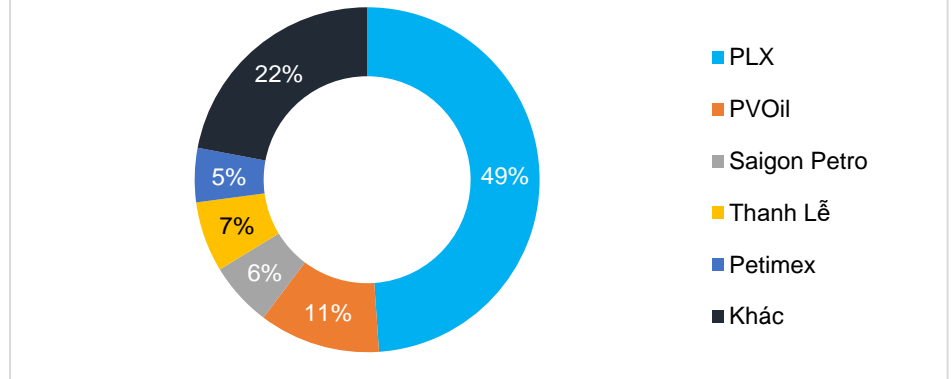
Tính đến cuối 2015, PLX có 70 công ty con, trong đó bao gồm 43 công ty xăng dầu. Toàn bộ các vấn đề chính như cơ cấu vốn, nguồn cung và giá nguyên liệu, giá bán, quản lý, nhân sự, đầu tư... của những công ty xăng dầu này đều là do PLX quyết định. Các công ty con còn lại hoạt động trong các lĩnh vực vận tải, hóa dầu và kinh doanh phân phối gas tạo nên một mô hình kinh doanh khép kín và hỗ trợ chặt chẽ lẫn nhau. Ngoài ra, PLX có 1 công ty liên doanh (BP Castrol) và 13 công ty liên kết.

Thị phần lớn nhất với mạng lưới phân phối rộng khắp toàn quốc

Hiện tại PLX đứng đầu thị trường kinh doanh và phân phối xăng dầu toàn quốc với khoảng **45-50% thị phần**. Năm 2015, PLX chiếm khoảng 49% tổng hạn ngạch nhập khẩu xăng dầu cả nước.

Hạn ngạch nhập khẩu xăng dầu 2015

Nguồn: BVSC thu thập



Các sản phẩm chính của PLX (xăng RON 92, 95, DO, FO, dầu hỏa) hiện tại được phân phối theo 3 kênh:

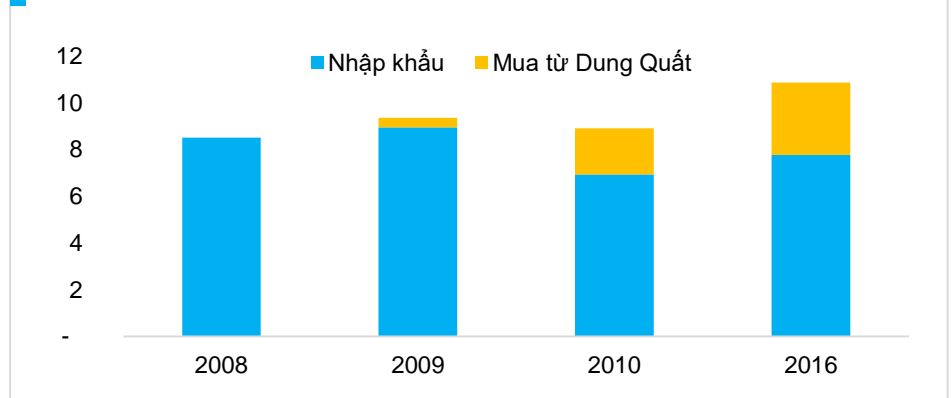
- ❑ **Bán lẻ trực tiếp qua các cửa hàng xăng dầu của PLX.** Tính đến cuối năm 2015, tổng số cửa hàng xăng dầu của PLX là 2.352 cửa hàng phủ khắp 63 tỉnh thành trên toàn quốc. Giai đoạn 2011-2015, bình quân mỗi năm PLX mở thêm khoảng 70 cửa hàng.
- ❑ **Bán buôn trực tiếp đến khách hàng,** chủ yếu với dầu DO và FO cho các khách hàng lớn như Vinacomin. Kênh bán hàng này thường được thực hiện theo hình thức đấu thầu chào giá cạnh tranh và có thời gian thanh toán lâu.
- ❑ **Bán buôn** qua hệ thống gồm 4.000 đại lý, tổng đại lý.

70% nguyên liệu nhập khẩu

Khoảng 30% nguyên liệu đầu vào của PLX được mua từ Nhà máy lọc dầu Dung Quất và phần còn lại được nhập khẩu từ Singapore, Hàn Quốc, Malaysia, Thái Lan, Trung Quốc... Do phần lớn chi phí bằng USD, đồng thời PLX luôn luôn phải đảm bảo tồn kho dự trữ một khối lượng xăng dầu trong khoảng 30 ngày, PLX chịu rủi ro khá lớn về biến động tỷ giá USD/VND.

Cơ cấu nguyên liệu đầu vào của PLX

Nguồn: BVSC thu thập - Đơn vị: triệu M³



Trong tương lai, tỷ trọng nguồn nguyên liệu nhập khẩu sẽ giảm dần khi Tổ hợp lọc hóa dầu Long Sơn, Nghi Sơn và Nam Vân Phong đi vào hoạt động. Trong đó, dự án nhà máy lọc dầu Nam Vân Phong là dự án có sự tham gia của PLX với vốn đầu tư dự kiến là 8 tỷ USD, công suất 10 triệu tấn/năm. Nếu những dự án này hoàn thành đúng tiến độ và chất lượng thì đến năm 2021, Việt Nam có thể chủ động được khoảng 80% nguồn nguyên liệu xăng dầu.

Nguồn cung các sản phẩm xăng dầu từ các dự án lọc dầu trong nước			
Sản phẩm	Dung Quất	Nghi Sơn	Long Sơn
LPG ('000 tấn)	339	577	159
Xăng ('000 tấn)	2.572	2.358	1.691
DO ('000 tấn)	2.347	3.275	3.656
FO ('000 tấn)	318	321	1.812
Jet/KO ('000 tấn)	218	553	559
Năm vận hành	2009	2017	2021
Vốn đầu tư	3 tỷ USD	7,5 tỷ USD	6 tỷ USD
Chủ sở hữu	35,1% KPC; 35,1% Idemitsu; PVN 25,1% và 4,1% Mitsui Chemicals		PVN 29%, AOC 35.5%
Nguồn cung dầu thô	Kuwait và Việt Nam		A rập

Biên lợi nhuận gộp ổn định

Biên lợi nhuận gộp của PLX giai đoạn 2011-2014 ổn định ở mức 3-4% và biên lợi nhuận gộp kể từ 2015 dự báo ổn định ở mức 7-8% do (1) giá bán lẻ được điều chỉnh theo biến động giá đầu vào và (2) quy định mới về biên độ cũng như tần suất điều chỉnh giá theo NĐ 83/2014/NĐ-CP thay thế NĐ 84/2009/NĐ-CP giúp giá đầu ra theo sát hơn biến động giá đầu vào.

Giá bán lẻ được xác định căn cứ vào mức giá cơ sở

Giá bán lẻ mặt hàng xăng dầu của PLX được xác định căn cứ trên mức giá cơ sở, nhưng không được vượt quá 2% so với giá cơ sở công bố tại cùng thời điểm. Giá cơ sở được xác định như sau:

Cách tính giá cơ sở
Giá MOPS bình quân 15 ngày
+ Chi phí bảo hiểm, vận chuyển từ cảng nước ngoài về cảng Việt Nam
Giá CIF tính giá cơ sở
+ Thuế nhập khẩu
+ Thuế tiêu thụ đặc biệt
+ Chi phí định mức
+ Lợi nhuận định mức 300 VNĐ/lít
+ Mức trích quỹ BOG 300 VNĐ/lít
+ Thuế bảo vệ môi trường 300-3.000 VNĐ/lít
+ Thuế giá trị gia tăng (VAT) 10%

Trong đó, thuế suất các khoản thuế giá trị gia tăng và thuế tiêu thụ đặc biệt do Bộ Tài chính quy định trong các luật thuế liên quan. Thuế nhập khẩu và chi phí định mức được điều chỉnh như sau:

Điều chỉnh chi phí định mức kinh doanh xăng dầu			
STT	Thời gian	Quy định	Chi phí định mức
1	15/12/2009	TT234/2009/TT-BCT	Xăng, diesel, dầu hỏa 600 đồng/lít Dầu mazut 400 đồng/lít
2	28/3/2013	Thông báo 135/TB-BTC	Xăng, diesel, dầu hỏa 860 đồng/lít Dầu mazut 500 đồng/lít
3	1/11/2014	Thông tư liên tịch 39/2014/TTLT-BCT-BTC	Xăng 1.050 đồng/lít Diesel, dầu hỏa 900 đồng/lít Dầu mazut 600 đồng/lít
4	15/8/2016	Thông tư liên tịch 90/2016/TTLT-BCT-BTC	Xăng 1.050 đồng/lít Xăng E5, E10 1.250 đồng/lít Diesel, dầu hỏa 900 đồng/lít Dầu mazut 600 đồng/lít

Thuế nhập khẩu trước đây được tính theo mức thuế nhập khẩu ưu đãi (MFN). Tuy nhiên, do có sự chênh lệch về thuế nhập khẩu giữa các thị trường khác nhau do các Hiệp định thương mại tự do, nên thuế suất thuế nhập khẩu ưu đãi (MFN) được điều chỉnh kể từ 18/3/2016.

Thuế suất thuế nhập khẩu các mặt hàng xăng dầu					
Sản phẩm	MFN cũ	MFN mới (18/3/2016)	ASEAN (ATIGA)	Việt Nam - Hàn Quốc	Asean - China
Xăng	20%	20%	20%	10%	20%
Dầu diesel (DO)	10%	7%	0%	5%	8%
Mazut (FO)	10%	7%	0%	0%	5%
Dầu hỏa	13%	7%	0%	5%	10%
Nhiên liệu bay	10%	7%	0%	5%	15%

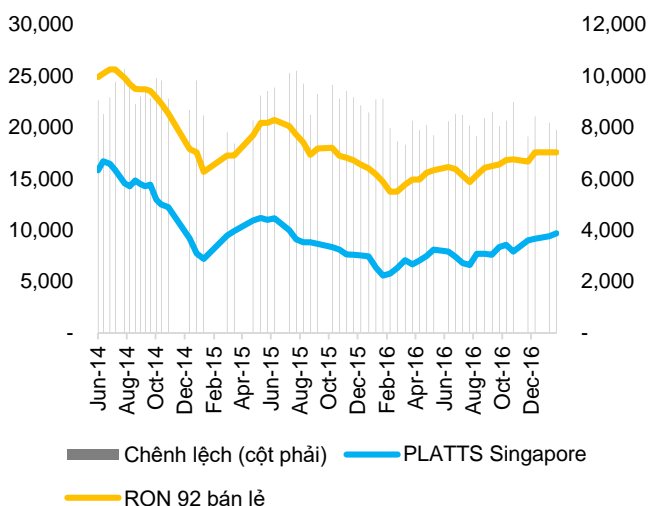
Ngoài ra, do mức thuế MFN cao hơn mức thuế nhập khẩu ưu đãi của một số FTA, kể từ Quý 2/2016, mức thuế nhập khẩu tính trong giá cơ sở điều hành giá bán lẻ xăng dầu được xác định bằng bình quân gia quyền của các Biểu thuế (MFN và FTA) với tỷ trọng xăng dầu nhập khẩu từ các nước ký Biểu thuế FTA được xác định theo quý (dùng số liệu của quý trước để tính cho quý sau) do Tổng cục Hải quan tổng hợp.

Thuế NK tính trong giá cơ sở theo phương pháp bình quân gia quyền				
Sản phẩm	Xăng	DO	Dầu hỏa	FO
2014	27%	23%	26%	24%
Quý 1/2015	35%	30%	35%	35%
Từ tháng 5/2015	20%	10%	13%	10%
Quý 1/2016	20%	10%		

Quý 2/2016	18,35%	2,32%	
Quý 3/2016	15,74%	1,84%	0%
Quý 4/2016	16,22%		
Quý 1/2017	10,56%	1,98%	

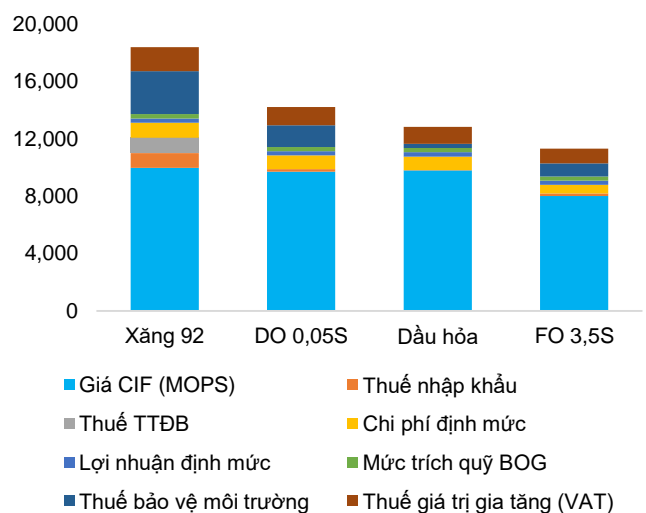
Do đó, nhìn chung giá bán lẻ sẽ biến động theo biến động giá đầu vào và các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu luôn có lợi nhuận định mức theo quy định của Bộ Tài chính (300 đồng/lít). Ngoài ra, những doanh nghiệp quản lý tốt chi phí sẽ có biên lợi nhuận tốt hơn. Trong thành phần của giá cơ sở, chi phí sản phẩm cấu thành khoảng 54%, các khoản thuế (thuế nhập khẩu, GTGT, tiêu thụ đặc biệt, thuế bảo vệ môi trường) là 37%.

Biến động giá bán lẻ xăng RON 92 và giá xăng Platts Singapore



Các thành phần giá cơ sở

Nguồn: BVSC thu thập

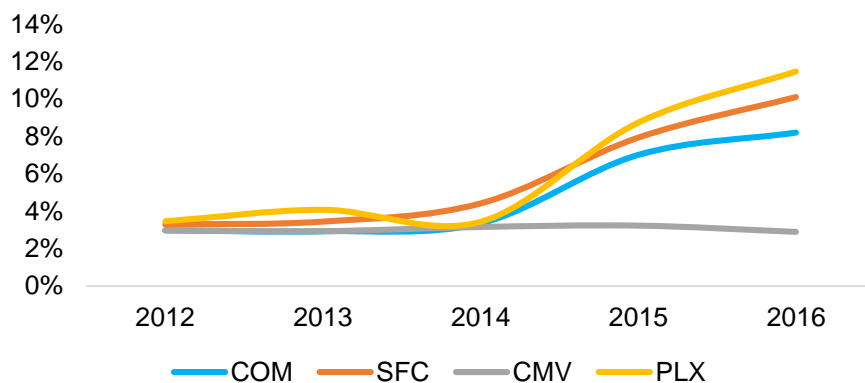


Quy định mới giúp giá bán lẻ có mối quan hệ chặt chẽ hơn với biến động giá dầu thế giới

Nghị định 83/2014/NĐ-CP thay thế cho Nghị định 84/2009/NĐ-CP đã có những quy định phù hợp hơn về tần suất cũng như biên độ điều chỉnh giá, giúp các doanh nghiệp xăng dầu cải thiện biên lợi nhuận. Hầu hết các doanh nghiệp xăng dầu trong ngành có biên lợi nhuận cải thiện từ mức 3-4% giai đoạn 2012-2014 lên mức 7-9% từ năm 2015. Riêng trong năm 2016, PLX và các doanh nghiệp này được hưởng lợi thêm từ thuế nhập khẩu xăng dầu thấp từ thị trường Hàn Quốc, trong khi đó, thuế nhập khẩu trong công thức tính giá cơ sở vẫn là mức thuế theo MFN và kể từ quý 2 mặc dù được điều chỉnh nhưng vẫn chậm hơn thực tế một quý. Do đó, chúng tôi cho rằng kể từ 2017, biên lợi nhuận gộp của PLX sẽ được duy trì ổn định quanh mức 7-8%, cao hơn so với biên lợi nhuận gộp của giai đoạn trước đó nhưng thấp hơn so với năm 2016 là năm các doanh nghiệp được hưởng lợi đặc biệt.

Biên lợi nhuận các doanh nghiệp trong ngành

Nguồn: BVSC thu thập


Tình hình tài chính lành mạnh

PLX có tình hình tài chính lành mạnh với các chỉ tiêu thanh khoản, khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động đều ở mức ổn định và khá tương đồng nếu so sánh với các doanh nghiệp xăng dầu hàng đầu tại các thị trường như Thái Lan, Malaysia và Ấn Độ. Tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu của PLX hiện thấp hơn so với các doanh nghiệp trong ngành do PLX có dòng tiền khá mạnh. Chi phí đầu tư hàng năm chỉ tập trung ở việc cải tạo và mở mới các cửa hàng xăng dầu. Giai đoạn 2012-2016, bình quân PLX mở mới 70 cửa hàng mỗi năm và vốn đầu tư trên mỗi cửa hàng bình quân ở mức 3,8-4,1 tỷ VNĐ/cửa hàng. Do đó, lượng tiền mặt của PLX hiện khá dồi dào, chiếm khoảng 20% tổng tài sản của PLX. Tuy nhiên, điều này có thể sẽ thay đổi trong tương lai nếu PLX đầu tư vào dự án lọc hóa dầu Nam Vân Phong.

SO SÁNH CHỈ SỐ TÀI CHÍNH						
Công ty	Petronas	PTT	Petron	Bharat	Indian Oil	PLX
Thị phần nội địa	30,00	40,00	17,00	26,70	47,00	45,00
Tăng trưởng						
Doanh thu (%yoy)	-13,06	-12,00		-22,26	-20,91	-16,21
EBIT (%yoy)	3,62	27,41		88,52	214,51	58,64
Khả năng sinh lời						
Biên EBITDA (%)	6,80	16,80	9,07	8,05	7,09	6,56
Biên EBIT (%)	5,02	9,70	6,47	6,76	5,44	5,16
ROE (%)	18,42	13,10		31,75	14,61	20,11
ROA (%)	10,84	4,29		8,89	4,45	8,60
Thanh khoản						
Thanh toán hiện hành	1,34		0,91	0,98	0,91	1,20
Thanh toán nhanh	0,90		0,29	0,37	0,17	0,89
Thanh toán tiền mặt	0,64		0,16	0,29	0,08	0,41
Cơ cấu tài sản						

Vay nợ/VCSH (%)	43,34	54,00	183,25	64,20	67,93	42,49
P/E forward	24,27	10,50	11,38	10,44	8,95	
EV/EBITDA – 2016	13,47	5,70	6,25	7,93	6,54	7,50
EV/EBITDA - 2017	13,17	5,00	6,14	7,15	6,76	7,26
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,97	3,10	1,14	2,44	3,65	

Sự hỗ trợ về quản trị từ đối tác chiến lược JX Nippon Oil & Energy

JX Nippon Oil & Energy là tập đoàn năng lượng đứng đầu tại Nhật Bản với khoảng 40% thị phần, hoạt động trong cả ba mảng khai thác, lọc hóa dầu và phân phối bán lẻ. Hiện tại, JX Nippon sở hữu 8% cổ phần tại PLX với một ghế trong hội đồng quản trị. Sự hỗ trợ hiện nay từ JX Nippon chủ yếu là về quản lý và quản trị rủi ro. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng trong tương lai, với ý định nâng tỷ lệ sở hữu tại PLX lên mức 20% trong vòng 1-2 năm tới, sự hỗ trợ sẽ có chiều sâu hơn, và theo quan điểm của BVSC, sẽ tập trung vào hai mảng:

- *Phát triển kênh phân phối.* Với mạng lưới gần 2.500 cây xăng tại hầu hết các tỉnh thành trên cả nước, PLX có lợi thế vượt trội hơn hẳn so với các đối thủ cạnh tranh còn lại trong việc phát triển chuỗi cây xăng tích hợp với các dịch vụ khác như rửa xe, cửa hàng thuốc, ngân hàng, bảo hiểm, cửa hàng tiện lợi. Hiện tại, PLX đã triển khai được khoảng 25 cửa hàng xăng dầu tích hợp tại Hồ Chí Minh. Kinh nghiệm trong mảng phân phối bán lẻ của JX Nippon sẽ giúp PLX có được chiến lược và hướng đi đúng đắn hơn trong tương lai.
- *Hỗ trợ vốn* hoặc tham gia phát triển dự án Nam Vân Phong, giúp PLX có thể chủ động được hơn về nguồn nguyên liệu.

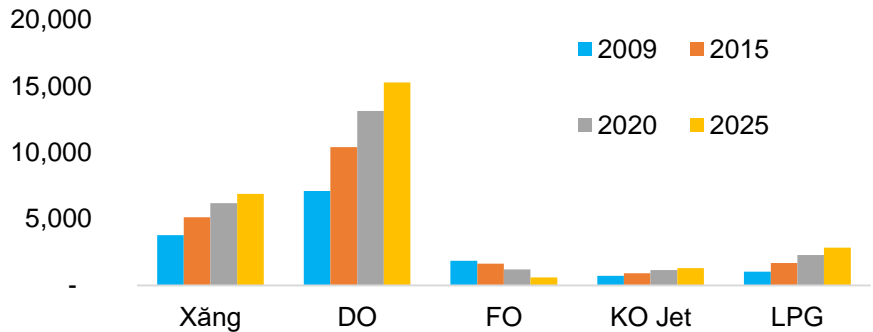
Dự báo kết quả kinh doanh 2017

Chúng tôi dự báo năm 2017, PLX đạt 169.600 tỷ đồng doanh thu và 4.128 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng trưởng lần lượt 37,7% và -11,5% yoy.

Dự báo kết quả kinh doanh 2017 (tỷ VNĐ)			
Tiêu chí	2016	2017F	% Cơ sở dự báo
Doanh thu thuần	123.098	169.600	38% Sản lượng. Nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm xăng dầu dự báo tăng trưởng bình quân khoảng 4,5%/năm trong giai đoạn 2020-2025. Do đó, chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ của PLX tăng trưởng 4,5% trong năm 2017 đạt 11,3 triệu tấn.

Dự báo nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm xăng dầu

Nguồn: BVSC thu thập



Giá bán lẻ. Theo Citigroup, giá dầu WTI năm 2017 dự báo dao động từ mức 53 đến 62USD/thùng từ quý 1/2017 đến quý 4/2017, bình quân tăng khoảng 31,5% so với mức giá bình quân trong năm 2016 (43USD/thùng). Ngoài ra, tỷ lệ trượt giá USD/VNĐ được giả định ở mức 3%. Do đó, chúng tôi giả định mức giá bán lẻ trong năm 2017 tăng 34,5% so với 2016.

Mức doanh thu dự báo này tương đương với việc PLX mở 70 cửa hàng xăng dầu mới trong năm và sản lượng tiêu thụ bình quân tại mỗi cửa hàng là 279.295 lít/tháng, tương đương sản lượng tiêu thụ bình quân trong năm 2015-2016

Giá vốn hàng bán	108.967	157.844	45%	Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp của PLX kể từ 2017 sẽ ổn định ở mức 7%, loại bỏ yếu tố bất thường về lợi nhuận do hưởng lợi từ thuế nhập khẩu thấp đến từ Hàn Quốc trong năm 2016.
Lợi nhuận tài chính	60	277	359	Năm 2016, dư nợ vay ngắn hạn và dài hạn của riêng công ty mẹ PLX đã giảm % 5.115 tỷ VNĐ, do đó, chi phí lãi vay và lỗ chênh lệch tỷ giá (đã thực hiện và chưa thực hiện) của PLX trong năm 2017 dự báo giảm, khiến lợi nhuận tài chính trong năm đạt 277 tỷ VNĐ.
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	8.682	7.162	-18%	Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp dự báo ở mức 4% trên doanh thu thuần, là mức bình quân giai đoạn 2011-2016.
LNTT	6.300	5.567	-12%	
EPS	3.606	3.191	-12%	

Rủi ro

Ngoài rủi ro liên quan đến biến động giá dầu thế giới và rủi ro về tỷ giá, chúng tôi xin lưu ý với nhà đầu tư rủi ro áp lực cạnh tranh đối với PLX. Nếu được thực hiện theo đúng kế hoạch, trong vòng 5 năm sắp tới, Việt Nam có thể chủ động được khoảng 80% nguồn nguyên liệu xăng dầu trong nước khi các nhà máy lọc hóa dầu trong nước đi vào hoạt động. Các nhà máy lọc hóa dầu này là những dự án của Tập đoàn dầu khí Quốc gia PVN. Khi đó, PVOil là công ty con của

PVN, cũng là đối thủ cạnh tranh lớn nhất của PLX, có thể sẽ có nhiều lợi thế hơn PLX về nguồn nguyên liệu. Do đó, cục diện thị trường và tình hình cạnh tranh có khả năng sẽ thay đổi so với thời điểm hiện nay.

Định giá

Mô hình DCF với hoạt động kinh doanh cốt lõi

Để xác định mức giá hợp lý gắn với hoạt động kinh doanh cốt lõi của PLX, chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền. Trong năm 2018-2021, chúng tôi giả định giá dầu WTI sẽ duy trì ổn định quanh mức USD 60/thùng và tỷ lệ trượt giá USD/VND là 2%/năm. Tăng trưởng nhu cầu các sản phẩm xăng, dầu diesel và nhiên liệu bay lần lượt là 3,9%/năm; 4,8%/năm và 4,4%/năm. Chi phí vốn cổ phần (Re) và chi phí vốn trung bình của công ty (WACC) được giả định lần lượt ở mức 12,6% và 9,9%.

Trên cơ sở đó, giá cổ phần được xác định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền đối với cổ phiếu PLX là 53.100 đồng/cổ phần.

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ			
Phương pháp	Giá kỳ vọng	Tỷ trọng	Giá bình quân
- FCFE	43.146	50%	21.600
- FCFF	41.284	50%	20.600
Giá bình quân			42.200

Đánh giá triển vọng phát triển chuỗi cây xăng với nhiều dịch vụ tích hợp

Do kết quả định giá trên chưa phản ánh được khả năng mở rộng sang mảng bán lẻ của PLX thông qua việc tận dụng lợi thế đến từ mạng lưới 2.453 cửa hàng xăng dầu phủ khắp 63 tỉnh thành trên cả nước. Đây là xu thế đã diễn ra trong 20 năm gần đây tại một số quốc gia châu Á cũng như là xu thế phổ biến trên thế giới.

Để xác định phần premium đối với mảng hoạt động tiềm năng này của PLX, chúng tôi sử dụng hai phương pháp tiếp cận như sau:

Phương pháp 1: Dựa vào dữ liệu lịch sử của những giao dịch mua bán trạm xăng và xác định mức premium của một trạm xăng có kèm theo C-store với một trạm xăng có công suất tương đương nhưng không kèm theo C-store. Dữ liệu này chỉ phổ biến tại thị trường Mỹ. Sản lượng bình quân mỗi cửa hàng xăng dầu của PLX năm 2016 đạt khoảng **97.600 gallon/tháng/cửa hàng**. Diện tích các cửa hàng xăng dầu tại Việt Nam dao động từ mức dưới 300 m² đến trên 3.000 m² tùy thuộc việc cửa hàng đó là cửa hàng xăng dầu loại 1, 2, hay 3. Do việc phát triển C-store sẽ phù hợp với các cửa hàng trong thành phố, thường sẽ là những cửa hàng xăng dầu loại 1 và 2 và do đó diện tích có thể dành cho C-store có thể dao động **70-100 m²**. Mức **premium** dao động trong khoảng từ 60-85%, chúng tôi tính giá trị **bình quân là 72,5%**.

So sánh premium giữa những trạm xăng có sản lượng tương đương

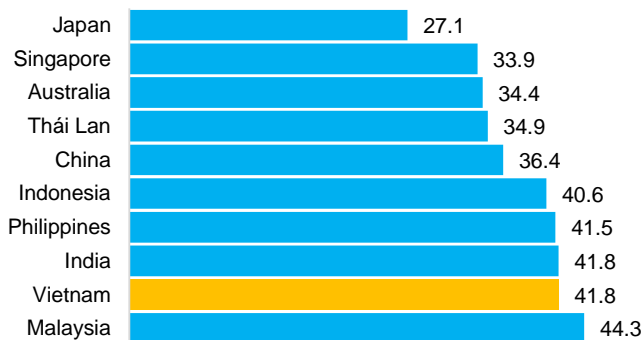
Đặc điểm trạm xăng	Premium
Trạm xăng có sản lượng 150.000 - 200.000 gallon/tháng cùng với C-store diện tích 185 m ²	54-100%
Trạm xăng có sản lượng 100.000 gallon/tháng và C-store diện tích 93 m²	60-85%
Trạm xăng có sản lượng 65.000 gallon/tháng với C-store từ 95 - 325 m ²	50%-157%

Nguồn: Daniel Johnston, 1992

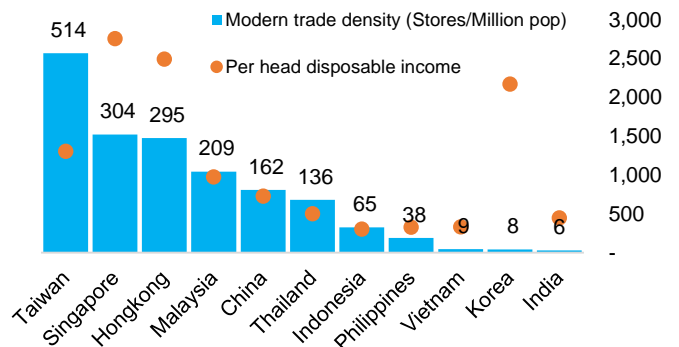
Phương pháp 2: Xác định những quốc gia có đặc điểm tương đồng về trình độ phát triển kinh tế, đặc điểm nhân khẩu học và mức độ thâm nhập của mảng bán lẻ, đặc biệt là hình thức thương mại hiện đại (siêu thị, mini-mart, C-store) và lựa chọn các doanh nghiệp xăng dầu đứng đầu thị trường với thị phần trong khoảng 27-47% và so sánh định giá theo EV/EBITDA và P/E giữa doanh nghiệp đã phát triển hình thức kết hợp với C-store và những doanh nghiệp chỉ kinh doanh xăng dầu thuần túy.

Tỷ trọng dân số độ tuổi 15-40

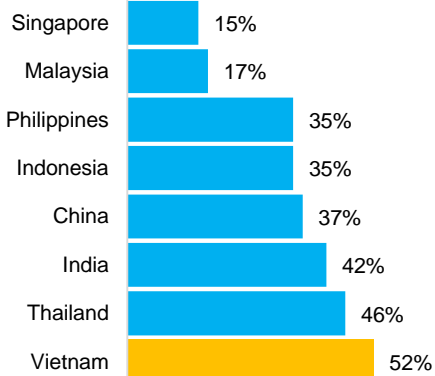
Nguồn: BVSC thu thập



Số lượng cửa hàng thương mại hiện đại/1 triệu dân & thu nhập khả dụng

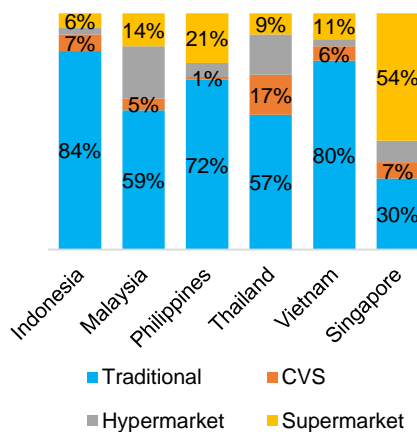


Tỷ trọng dân số có thu nhập từ \$5.000 - \$20.000/năm

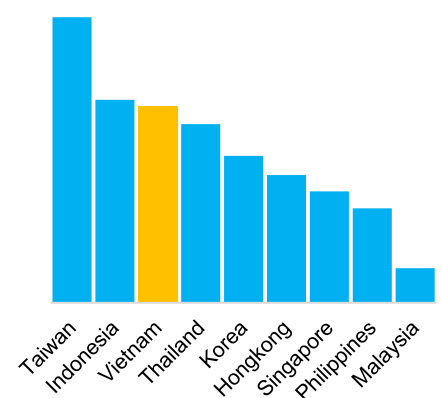


Tỷ trọng các hình thức bán lẻ

Nguồn: BVSC thu thập



Mức tăng trưởng cửa hàng tiện lợi



Các quốc gia có điều kiện và tiềm năng tăng trưởng tương đồng về mảng bán lẻ như Việt Nam gồm có Thái Lan, Malaysia, Philippines và Ấn Độ. Tuy nhiên, thông tin về Indonesia khá hạn chế và các doanh nghiệp dẫn đầu lĩnh vực kinh doanh xăng dầu tại Philippines đều là các doanh nghiệp nước ngoài, do đó, chúng tôi lựa chọn Thái Lan, Malaysia và Ấn Độ. Kết quả chúng tôi thu thập được về hệ số EV/EBITDA và P/E giữa các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu có và không có hệ thống C-store như sau:

Hệ số EV/EBITDA và P/E của doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu có hệ thống cửa hàng xăng dầu kèm C-store							
Tiêu chí	EV/EBITDA	P/E	Thị phần	No.	C-store	Bơm xăng tự động	Sở hữu nhà nước
Petronas Dagangan	14,40	26,02	30%	1	✓	n/a	89,32%
PTT TB	7,50	10,50	40%	1	✓	n/a	51%
Trung bình	10,95	18,26					

Hệ số EV/EBITDA và P/E của doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu không có hệ thống cửa hàng xăng dầu kèm C-store							
Tiêu chí	EV/EBITDA	P/E	Thị phần	No.	C-store	Bơm xăng tự động	Sở hữu nhà nước
Indian Oil	6,00	16,30	47%	1	✗	6.000/23.993 trạm	79%
Bharat Petrol	5,70	11,60	27%	2	✗		55%
Trung bình	5,85	13,95					

Bằng việc tham chiếu tới các hệ số EV/EBITDA và P/E bình quân, nhóm các doanh nghiệp có kết hợp C-store thường được định giá cao hơn cho ra giá trị vốn cổ phần cao hơn khoảng 51% so với nhóm doanh nghiệp không có C-store.

Định giá doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu có và không có hệ thống C-store						
Tiêu chí	Có C-store			Không có C-store		
	EV/EBITDA	P/E	Bình quân	EV/EBITDA	P/E	Bình quân
Hệ số nhân	10,95	18,26		5,85	13,95	
Giá trị EBITDA & EPS của PLX	8.769.418	3.191		8.769.418	3.191	
Giá cổ phần PLX (VNĐ/cổ phần)	84.859	50.294	71.561	58.263	44.511	47.402
Chênh lệch = 71.561 đồng/cổ phần - 47.402 đồng/cổ phần = 50,9%						

Như vậy, doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu có kết hợp hình thức C-store so với doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu thuần túy, không có hình thức C-store thường được định giá cao hơn khoảng **50,9% đến 72,5%**, tương đương giá cổ phần dao động trong khoảng từ **63.680 - 72.800 đồng/cổ phần**.

Tuy nhiên, chúng tôi xin lưu ý nhà đầu tư là mức premium này chỉ mang tính chất tham khảo. Chúng tôi cho rằng việc phát triển một hệ thống bán lẻ đi kèm tại các trạm xăng, mặc dù đem lại tiềm năng rất lớn cho PLX, nhưng khó có thể thực hiện được trong tương lai gần do một số nguyên nhân sau đây:

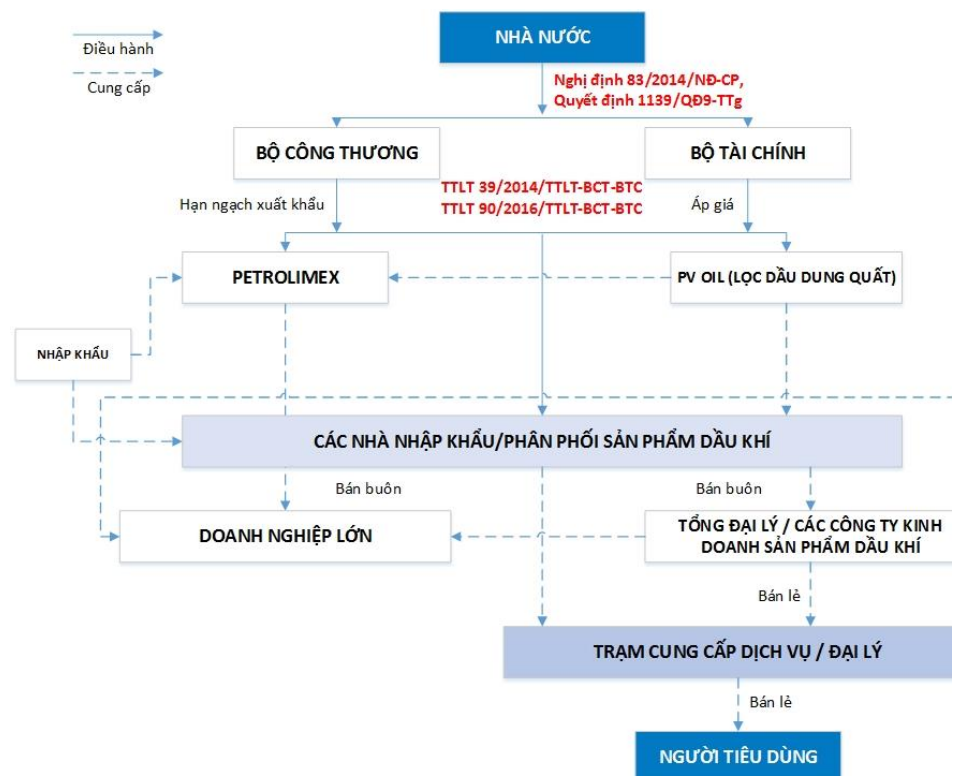
- Vị trí và cơ sở vật chất hiện tại của các cây xăng. Hiện tại, những cửa hàng xăng dầu phù hợp để mở cửa hàng tiện lợi là những cây xăng trong thành phố. Tuy nhiên, phần lớn những cây xăng của PLX có diện tích khá nhỏ và thường xuyên đông đúc.

- ❑ Mức giá các mặt hàng tại cửa hàng tiện lợi thường cao hơn khá nhiều so với mức giá mua tại chợ truyền thống hoặc siêu thị. Điều này có thể ảnh hưởng một phần đến nhu cầu mua sắm tại cửa hàng tiện lợi
- ❑ Kinh nghiệm và định hướng của Ban Lãnh đạo. Phát triển hệ thống bán lẻ đòi hỏi kinh nghiệm trong ngành cũng như định hướng và kế hoạch chi tiết từ phía Ban Lãnh đạo.

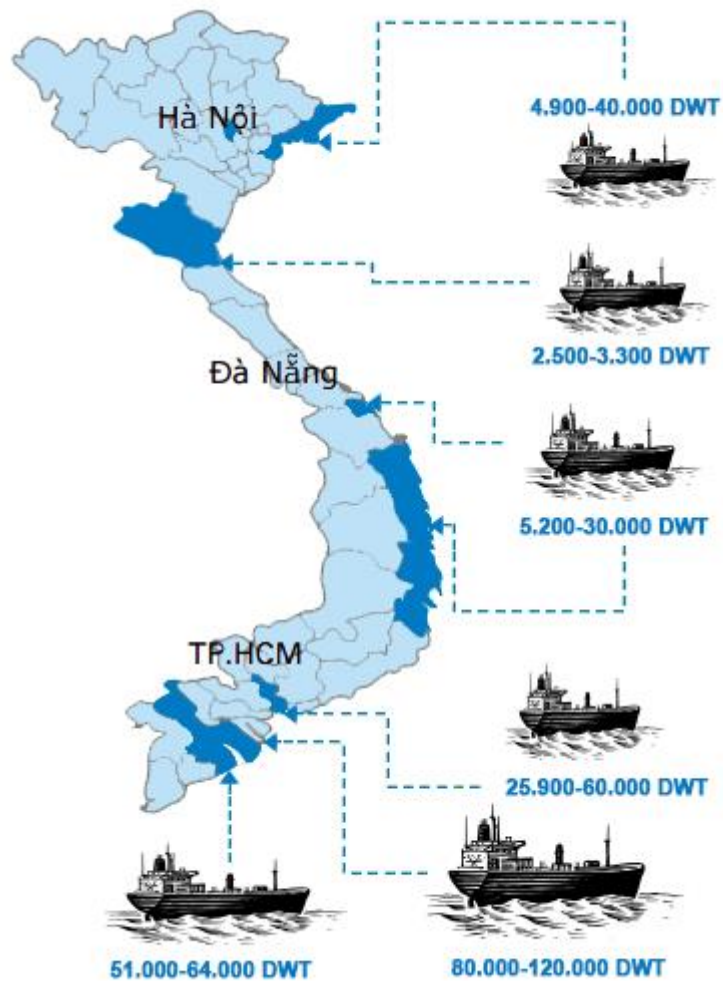
Do đó, kết quả định giá sẽ được cập nhật khi doanh nghiệp có kế hoạch cụ thể liên quan đến việc phát triển mảng bán lẻ này.

Thị trường kinh doanh xăng dầu Việt Nam

Cơ chế quản lý. Thị trường kinh doanh xăng dầu Việt Nam hiện nay chịu sự kiểm soát của Nhà nước về phân phối thông qua 29 công ty đầu mối nhập khẩu xăng dầu. Ngoài ra, các sản phẩm xăng dầu được tiêu thụ thông qua 120 thương nhân phân phối xăng dầu và khoảng 14.000 cửa hàng xăng dầu trên toàn quốc, trong đó tại Hà Nội là gần 500 cửa hàng và Thành phố Hồ Chí Minh là khoảng 580 cửa hàng. Số lượng các cửa hàng xăng dầu dự kiến sẽ tăng lên 18.000 cửa hàng vào năm 2020 với 853 cửa hàng tại Hồ Chí Minh và 796 cửa hàng tại Hà Nội. Hiện nay, các công ty nước ngoài chưa được phép buôn bán cũng như phân phối các sản phẩm này do xăng dầu vẫn được xem là các mặt hàng loại trừ. Do đó, thị trường tương đối tập trung với 3 doanh nghiệp đứng đầu trong số 29 đầu mối nhập khẩu xăng dầu chiếm gần 70% thị phần trên toàn quốc. Cơ chế quản lý thị trường xăng dầu được mô tả trong bảng dưới đây:



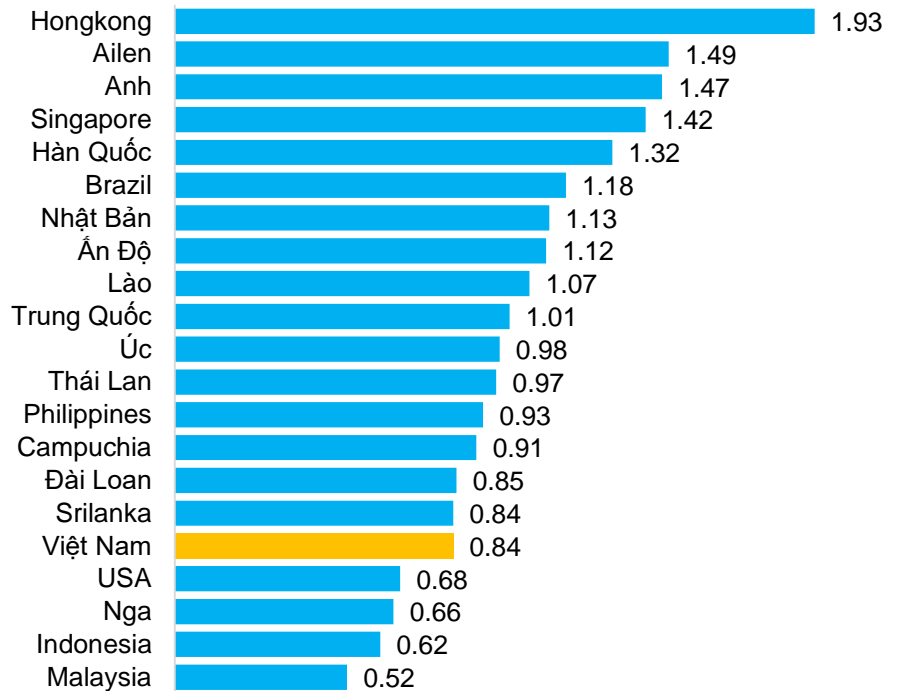
Cơ sở hạ tầng. Các sản phẩm xăng dầu được phân phối bằng tàu, xe tải và đường ống. Hiện tại Việt Nam chỉ có một đường ống B12 dưới sự kiểm soát của PLX dài 600km chạy qua 6 tỉnh thành phố: Hà Nội, Bắc Ninh, Hưng Yên, Hải Dương, Hải Phòng và Quảng Ninh. Các cảng dầu khí được đặt tại Hải Phòng, Quảng Ninh, Nghệ An, Đà Nẵng, Bình Định, Vũng Rô, thành phố Hồ Chí Minh, Đồng Nai và Vũng Tàu.



Cơ chế giá xăng. Hiện nay, giá cơ sở được quy định theo Nghị định 83/2014/NĐ-CP. Theo đó giá cơ sở được tính dựa trên giá giao dịch trung bình ở thị trường Singapore (MPOS – Mean of Platts Singapore), cộng thêm chi phí vận chuyển cùng các loại thuế (nhập khẩu, tiêu thụ đặc biệt, GTGT và thuế bảo vệ môi trường) cùng mức trích lập cố định cho quỹ bình ổn giá và chi phí cũng như lợi nhuận định mức. Giá bán lẻ được xác định không vượt quá 2% so với giá cơ sở. Lợi nhuận định mức là 300 đồng/lít, do đó, biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu khá thấp và biên lợi nhuận phụ thuộc vào khả năng quản trị chi phí của từng doanh nghiệp. Cơ chế giá xăng này khá tương đồng với các quốc gia đang phát triển.

So sánh giá xăng bán lẻ tại các quốc gia, 13/3/2017

Nguồn: BVSC tổng hợp


Cơ chế giá xăng tại các quốc gia trên thế giới

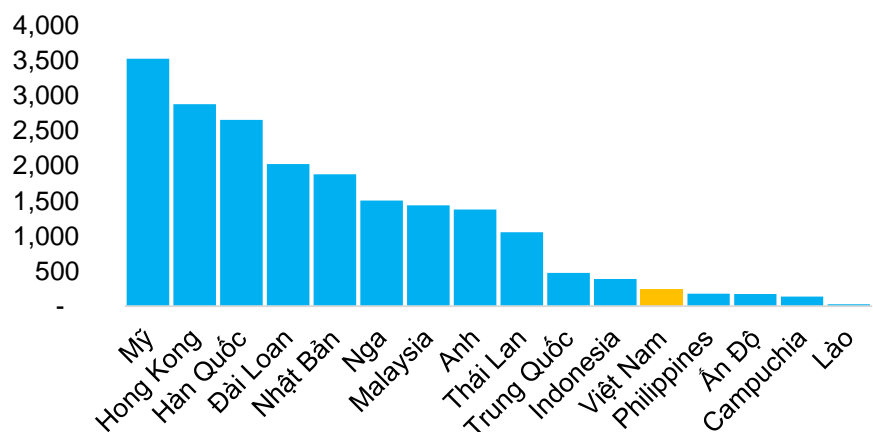
Quốc gia	Cơ chế	Biến động giá ảnh hưởng đến			Ghi chú
		Chính phủ	Công ty xăng dầu	Người tiêu dùng	
Mỹ	Deregulated	×	×	✓	Giá xăng dầu biến động sát với giá dầu thô. Chính phủ giám sát để tránh độc quyền giá.
UK	Deregulated	×	×	✓	Giá xăng dầu đắt nhất thế giới và biên lợi nhuận mỏng nhất châu Âu
Trung Quốc	Regulated	×	✓	✓	Giá xăng dầu được tính theo giá thế giới cộng thêm thuế và biên lợi nhuận cố định
Ấn Độ	Regulated partially	✓	✓	✓	Một phần biến động giá do người tiêu dùng chịu. Phần lớn giá xăng tăng do Chính phủ và công ty xăng dầu chịu.
Malaysia	Regulated partially	✓	✓	✓	Chính phủ hỗ trợ giá vào 12/2014. Tuy nhiên trong thành phần tính giá xăng có thêm yếu tố cân bằng (Balancer) để điều chỉnh giá xăng trong trường hợp giá dầu biến động mạnh. Balancer có thể là

					phần Chính phủ áp để thu thêm hoặc phần chính phủ trợ giá khi có biến động mạnh về chi phí.
Brazil	Deregulated	×	×	✓	Người tiêu dùng có thêm nguồn xăng Ethanol và có thể lựa chọn một trong hai loại xăng khi có biến động giá
Nga	Deregulated	×	×	✓	Biên lợi nhuận cao do toàn bộ phần giá tăng thêm được chuyển đến người tiêu dùng
Thái Lan	Deregulated	×	✓	×	Cạnh tranh gia tăng gây áp lực lên biên lợi nhuận của các công ty xăng dầu khiến Chính phủ lại áp dụng "quỹ xăng dầu" để bình ổn giá.

Tiêu thụ xăng dầu bình quân đầu người hiện ở mức tương đối thấp so với các quốc gia trong khu vực ở mức 244 lít/năm/người, do đó, tiềm năng tăng trưởng nhu cầu đối với các sản phẩm xăng dầu tại Việt Nam hiện vẫn còn rất lớn. Theo đề án Quy hoạch tổng thể phát triển ngành dầu khí, nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tại Việt Nam giai đoạn 2011-2020 đạt khoảng 6-7%/năm và khoảng 4-4,5%/năm cho giai đoạn 2021-2050.

Tiêu thụ xăng bình quân đầu người tại các quốc gia

Nguồn: BVSC thu thập



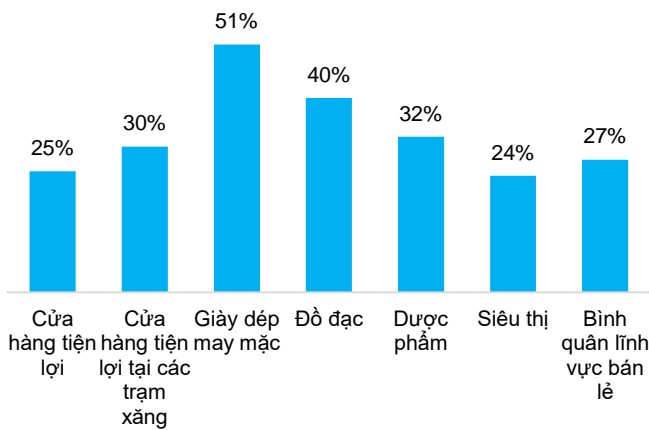
Xu hướng phát triển của ngành

Do biên lợi nhuận đối với việc phân phối bán lẻ sản phẩm xăng dầu là khá thấp tại hầu hết các quốc gia, các công ty xăng dầu tìm cách mở rộng biên lợi nhuận thông qua phát triển các cửa hàng xăng dầu tích hợp bao gồm cửa hàng xăng dầu cùng với các dịch vụ giá trị gia tăng khác. Dịch vụ phổ biến nhất là các cửa hàng tiện lợi. Cửa hàng tiện lợi là cửa hàng chuyên cung cấp các mặt hàng mang tính "tiện lợi" hơn, có thể sử dụng được ngay như thực phẩm chế biến

sẵn (có thể vi sóng ăn ngay), đồ hộp, nước giải khát, bia rượu, thuốc lá, dược phẩm (không kê toa), hóa mỹ phẩm,... Diện tích của một cửa hàng tiện lợi khoảng từ 50 – 200m². Biên lợi nhuận gộp của một cửa hàng tiện lợi thường ở mức 25-30%. Các khoản chi phí quản lý, nhân viên và chi phí vận hành, bảo trì là những khoản chi phí lớn nhất của một cửa hàng tiện lợi (đóng góp lần lượt 36% và 31% tổng chi phí).

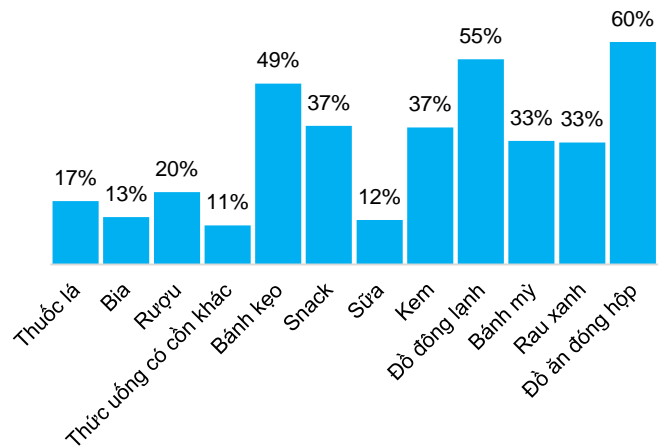
Hiện tại, khoảng 80% tổng lượng xăng dầu tại Mỹ được bán thông qua các trạm xăng kèm cửa hàng tiện lợi.

Biên lợi nhuận gộp các hình thức kinh doanh trong khu vực bán lẻ



Biên lợi nhuận của các mặt hàng tại C-store

Nguồn: BVSC thu thập



Theo dự báo của Business Monitor International, doanh thu bán lẻ của Việt Nam năm 2015 đạt 102 tỷ USD và dự báo tăng trưởng bình quân 7,3% - 11,9%/năm và đạt 180 tỷ USD vào năm 2020. Thị phần của hình thức thương mại hiện đại (cửa hàng tiện lợi, siêu thị, đại siêu thị) dự báo sẽ tăng từ mức 20% hiện nay lên 45% vào năm 2020. Với tiềm năng tăng trưởng mảng bán lẻ rất lớn tại Việt Nam cùng với biên lợi nhuận gộp khả quan hơn của mảng này so với mảng kinh doanh xăng dầu truyền thống, chúng tôi cho rằng trong những năm tới, hình thức cửa hàng xăng dầu tích hợp sẽ trở nên phổ biến hơn tại Việt Nam.

Tại các nước đang phát triển, hình thức kinh doanh này được phát triển theo hai hướng: (1) doanh nghiệp xăng dầu tự xây dựng và phát triển hệ thống các cửa hàng tiện lợi của riêng mình như Petronas Malaysia và (2) nhận nhượng quyền thương hiệu của một chuỗi bán lẻ đã có tên tuổi khác như PTT của Thái Lan.

Petronas Malaysia. Dầu được phát hiện tại Malaysia vào cuối những năm 1870 và vào đầu thế kỷ 20 Anglo Saxon Petroleum, Shell và Esso là những công ty nước ngoài được Chính phủ Malaysia nhượng quyền khai thác dầu. Vào những năm 1960-1970, Shell và Esso chi phối cả mảng thượng nguồn và hạ nguồn tại Malaysia. Với sự tham gia của các tập đoàn đa quốc gia từ những ngày đầu, việc phát triển hệ thống cây xăng kèm các cửa hàng tiện lợi đã bắt đầu phổ biến từ những năm 1990. Năm 1993, hầu hết các doanh nghiệp kinh doanh hạ nguồn đều có kế hoạch mở từ 10-30 trạm xăng dầu tích hợp mỗi năm. Riêng Petronas

Malaysia được ưu tiên trong việc lựa chọn địa điểm để mở các trạm xăng dầu tích hợp. Năm 2016, Petronas đã có một hệ thống 1.064 cửa hàng xăng dầu, trong đó 760 cây xăng có kèm các cửa hàng tiện lợi Kedai Mesra (thương hiệu cửa hàng tiện lợi của Petronas). Khoảng 52% các cửa hàng xăng dầu của Shell tại Malaysia có mặt các cửa hàng tiện lợi Shell Select.

PTT Thái Lan. Hệ thống phân phối bán lẻ các sản phẩm xăng dầu của Thái Lan có nhiều điểm khá tương đồng với Việt Nam khi các công ty trong ngành chủ yếu là các doanh nghiệp trong nước. PTT lựa chọn hình thức nhận nhượng quyền của 7-eleven để phát triển các cửa hàng tiện lợi tại các cây xăng của mình. Mạng bán lẻ này do công ty con PTT Oil & Retail của PTT quản lý. Đến nay đã có 1.305 cửa hàng 7-eleven trên tổng số 1.475 trạm xăng của PTT trên toàn quốc. Hợp đồng nhượng quyền giữa PTT và 7-eleven thường có thời hạn 10 năm và PTT phải trả phí cho 7-eleven hàng tháng theo tỷ lệ phần trăm lợi nhuận từ các cửa hàng. 7-eleven cung cấp dịch vụ hỗ trợ như đào tạo nhân viên và các trợ giúp về mặt kỹ thuật. Thông tin cụ thể về mức phí này không được công bố. Tuy nhiên, tỷ lệ phí phổ biến đối với các hợp đồng nhượng quyền thương mại của 7-eleven là khoảng 48-57% lợi nhuận gộp.

Khuyến nghị đầu tư

PLX là doanh nghiệp đứng đầu với 45-50% thị phần và có lợi thế vượt trội so với những đối thủ cạnh tranh tại Việt Nam đặc biệt về mạng lưới hoạt động, hệ thống phân phối cũng như cơ sở hạ tầng phục vụ cho việc kinh doanh xăng dầu. Công ty có biên lợi nhuận ổn định nhờ cơ chế giá xăng dầu hiện nay tại Việt Nam và tình hình tài chính lành mạnh với lượng tiền mặt dồi dào. Ngoài ra, khả năng mở rộng sang chuỗi bán lẻ cũng có thể đem lại tiềm năng lớn cho PLX dựa vào hệ thống mạng lưới rộng khắp toàn quốc. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng điều này chưa thể thực hiện được ngay trong tương lai gần. Giá trị hợp lý đối với mỗi cổ phần từ hoạt động kinh doanh cốt lõi hiện tại của PLX được xác định ở mức **42.200 đồng/cổ phần**. Nếu tính thêm giá trị hệ thống C-store, giá trị hợp lý của PLX sẽ được cộng thêm khoảng từ **50,9% đến 72,5%**, tương đương giá cổ phần dao động trong khoảng từ **63.680 - 72.800 đồng/cổ phần**.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh					
Đơn vị (tỷ VND)	2013	2014	2015	2016	2017F
Doanh thu thuần	195.928	206.781	146.916	123.098	169.600
Giá vốn hàng bán	187.944	199.684	134.075	108.967	157.844
Chi phí quản lý và chi phí bán hàng	6.186	6.873	7.866	8.682	7.162
Lợi nhuận trước thuế	2.021	322	3.748	6.300	5.567
Lợi nhuận sau thuế	1.579	-9	3.058	5.166	4.454

Bảng cân đối kế toán					
Đơn vị (tỷ VND)	2013	2014	2015	2016	2017F
Tiền và các khoản tương đương tiền	6.152	9.794	11.289	11.394	14.442
Các khoản phải thu	11.829	10.305	7.069	7.004	9.361
Hàng tồn kho	15.311	10.114	7.614	8.615	11.671
Tài sản cố định	16.865	16.766	15.214	15.712	16.065
Khác	7.318	8.421	9.228	11.513	10.637
Tổng tài sản	57.474	55.400	50.414	54.238	62.176
Nợ phải trả	41.839	41.308	34.123	31.035	34.232
Vốn chủ sở hữu	15.635	14.092	16.291	23.204	27.944
Tổng nguồn vốn	57.474	55.400	50.414	54.238	62.176

Chỉ số tài chính					
Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016	2017F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	-2%	6%	-29%	-16%	38%
Tăng trưởng LNTT (%)	105%	-84%	1065%	68%	-12%
Chỉ tiêu sinh lời					
Biên lợi nhuận gộp	4%	3%	9%	11%	7%
Biên lợi nhuận thuần	1%	0%	2%	4%	3%
ROA (%)	2%	-1%	5%	9%	7%
ROE (%)	11%	-3%	17%	20%	15%
Chỉ tiêu thanh khoản					
Hệ số thanh toán nhanh	0,59	0,69	0,72	0,89	0,92
Hệ số thanh toán hiện hành	1,00	0,97	0,97	1,20	1,31
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	1.288	-341	2.546	3.606	3.191
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	12.086	10.551	15.225	17.933	21.597

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Thu Hà** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà, CFA

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang

Cao su tự nhiên, Mía đường

phanthuytrang@baoviet.com.vn

Định Thị Thu Thảo

Cảng biển & Logistics

dinhthithuthao@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientungbvsc@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thị Hải Yến

Hàng hóa tiêu dùng

nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn

Lê Duy Khánh

Dầu khí

leduykhanh@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dệt may

hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình

Phó Giám đốc khối

nguyensexuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng

Kinh tế trưởng

bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh

Chiến lược thị trường

tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888