

DPM [MUA +30%] - Giá khí đầu vào tiếp tục giảm sâu - Cập nhật

Ngô Thùy Trâm
Chuyên viên

16/11/2015

Các chỉ số chính

Sở hữu của khối ngoại	27%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	380 triệu
Số CP pha loãng hoàn toàn	380 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	34.500
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	28.500

Cơ cấu cổ đông

PVN	61,4%
Deutsche Bank	5,0%
Market Vectors ETF	4,6%
Norges Bank	1,8%
Amersham Industries Ltd	1,6%

Tổng CT Phân bón & Hóa chất dầu khí (DPM), Sản xuất phân urê & sản phẩm hóa nông

Giá: 32.700 VND Giá mục tiêu: 40.000 VND Tổng mức sinh lời: +30,0%
GT vốn hóa: 552 tr USD GTGD/ngày (30 ngày): 1,0 tr USD Room NN: 21,5%

Các chỉ số chính	2013A	2014A	2015F	2016F
Doanh thu, tỷ đồng	10.363	9.549	9.879	10.045
LNST trừ lợi ích CĐTTS, tỷ đồng	2.142	1.096	1.551	1.714
Tăng trưởng doanh thu	-22,2%	-7,9%	3,5%	1,7%
Tăng trưởng LN trước thuế	-28,1%	-46,6%	57,6%	-1,3%
Tăng trưởng EPS (*)	-25,0%	-51,0%	37,9%	10,5%
PER theo giá thị trường (*)	6,3	12,8	9,4	8,5
PBR theo giá thị trường	1,3	1,4	1,3	1,2
ROE	22,9%	11,8%	16,7%	17,2%
Lợi suất cổ tức theo giá thị trường	15,3%	9,2%	7,6%	7,6%
Nợ ròng / vốn CSH %	-61,0%	-57,6%	-48,9%	-35,5%

Ghi chú: (*) Tăng trưởng EPS và PER được tính dựa trên EPS điều chỉnh theo Thông tư 200 (loại trừ lợi nhuận bất thường và phân phối cho quý khen thưởng phúc lợi). ĐHCĐ đã phê duyệt mức trích 15% LNST của công ty mẹ.

* Lợi nhuận ròng sau thuế (LNST) 9 tháng đầu năm 2015 vượt nhẹ so với dự báo của chúng tôi (đạt 82% dự báo cả năm 2015) nhờ vào giá khí đầu vào thấp hơn dự kiến, trong bối cảnh giá dầu Brent giảm xuống dưới mốc 50 USD/thùng.

* Chúng tôi nâng dự báo LNST trừ lợi ích CĐTTS năm 2015 thêm 8,6% và 13,4% năm 2016, tương ứng lần lượt với tăng trưởng EPS 37,9% và 10,5%, với kỳ vọng chi phí khí đốt đầu vào tiếp tục sụt giảm cùng với nhu cầu trong mùa cao điểm vụ Đông – Xuân sẽ giúp giữ giá phân urê ở mức cao, cho dù các nhà sản xuất phân urê khác hiện đã bắt đầu hoạt động trở lại.

* Giữ khuyến nghị MUA. Giá mục tiêu được điều chỉnh tăng 7% lên 40.000 đồng (Tổng mức sinh lời +30% bao gồm tỷ suất cổ tức hấp dẫn 7,6%). DPM đang giao dịch với PER 9,4 lần năm 2015 và 8,5 lần năm 2016.

KQKD vững chắc trong quý 3 nhờ giá khí đầu vào thấp. Dù chỉ có mức tăng trưởng doanh thu khiêm tốn 7,1% trong quý 3/2015, LNST trừ lợi ích CĐTTS tăng vọt 42,4% so với quý 3/2014. Biên LN gộp của mảng phân urê tăng từ 31% đến 49% nhờ vào chi phí khí đốt đầu vào thấp hơn và giá bán cao hơn. Giá khí đầu vào trung bình là 3,9 USD/triệu BTU, thấp hơn 46,6% so với quý 3/2014. Trong khi đó, giá bán phân urê trung bình đạt 7.438 đồng/kg, cao hơn 2,8% so với quý 3/2014. LNST trừ lợi ích CĐTTS trong 9 tháng đầu năm 2015 tăng 26% so với cùng kỳ 2014, đạt 82% dự báo cả năm của chúng tôi.

Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận quý 4. Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo LNST trừ lợi ích CĐTTS quý 4 thêm 7,5% chủ yếu do triển vọng giá khí đốt sẽ tiếp tục thấp hơn dự báo ban đầu của chúng tôi. Dù vụ lúa Đông - Xuân dự kiến sẽ thúc đẩy sản lượng hàng bán trong quý 4 lên 211 nghìn tấn (cao hơn 19% so với quý 3), chúng tôi cho rằng khả năng tăng của giá bán urê là khá hạn chế khi các nhà máy sản xuất urê khác trong nước (Hà Bắc và Cà Mau) đã sản xuất trở lại sau giai đoạn bảo dưỡng/sửa chữa trong quý trước.

DPM đã ghi nhận xong khoản lỗ từ hoạt động kinh doanh của PVTex tương ứng với toàn bộ giá trị góp vốn vào PVTex. DPM đã ghi nhận khoản lỗ cuối cùng 31 tỷ đồng trong tổng số vốn góp 563 tỷ đồng vào công ty liên kết này. KQKD của DPM sẽ không còn bị ảnh hưởng bởi khoản lỗ của PVTex trong tương lai theo phương thức kế toán vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, khoản nợ của PVTex được bảo đảm bởi DPM, và rất có khả năng DPM sẽ bị buộc phải thực hiện cam kết này.

Hình 1: Tăng trưởng doanh thu và biên LN gộp từ phân urê trong 9 tháng đầu năm 2015 so với cùng kỳ 2014

	9 tháng 2015	9 tháng 2014	Tăng trưởng	Ghi chú
Giá khi đầu vào (USD/triệu BTU)	4,5	7,2	-37,2%	Giá dầu thô trung bình 51 USD/thùng trong quý 3
Giá bán (VND/kg)	7.410	7.447	-0,5%	
Sản lượng hàng bán (nghìn tấn)	617	648	-4,9%	26 ngày bảo trì trong quý 2 và mùa thấp điểm quý 3
Doanh thu từ urê (tỷ đồng)	4.565	4.834	-5,6%	
LN gộp từ urê (tỷ đồng)	1.986	1.604	23,8%	
Biên LN gộp (%)	43,5%	33,2%	31,1%	Tăng trưởng biên LN gộp với giá dầu thấp

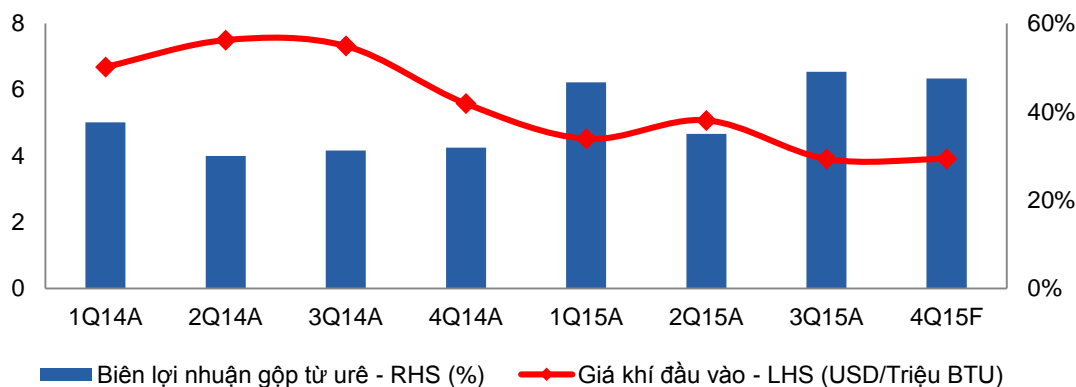
Nguồn: thông tin từ DPM và ước tính của VCSC

Hình 2: Giá dầu thô thấp và giá bán trung bình ổn định tương ứng với mức điều chỉnh tăng 8% đối với LNST quý 4/2015

	Thực tế quý 3/2015	Dự báo quý 4/2015 hiện tại	Dự báo quý 4/2015 trước đây	Ghi chú
Giá dầu thô (USD/thùng)	51	50	52	
Giá bán (VND/kg)	7.483	7.400	7.400	Giá bán phân urê trong quý 3/2015 khá cao do gián đoạn nguồn cung từ các đối thủ cạnh tranh trong nước của DPM trong tháng 8 và 9. Công suất nhà máy đạm Hà Bắc tăng từ 190 nghìn tấn lên 500 nghìn tấn kể từ ngày 15/6 khiến cho thị trường phân urê trong nước thừa cung. Chúng tôi kỳ vọng giá bán sẽ vẫn ổn định
Giá khi đầu vào (USD/triệu BTU)	3,9	3,9	4,1	
Khối lượng hàng bán (nghìn tấn)	178	211	211	Khối lượng cao hơn trong quý 4 (26% so với cả năm 2015) nhờ mùa đỉnh điểm bắt đầu từ tháng 11
Doanh thu từ urê (tỷ đồng)	1.330	1.561	1.561	
LN gộp từ urê (tỷ đồng)	652	743	680	
Biên LN gộp từ urê	49,0%	47,6%	43,6%	Biên LN gia tăng từ giá dầu thô ở mức thấp
Lãi/(Lỗ) từ công ty liên kết	31	0	16	
LNST trừ lợi ích CĐTS	410	373	347	

Nguồn: thông tin từ DPM và ước tính của VCSC

Hình 3: Tăng trưởng biên LN gộp do giá dầu thô thấp



Nguồn: thông tin từ DPM và ước tính của VCSC

Triển vọng 2016. Trong năm 2016, chúng tôi ước tính DPM sẽ có mức tăng LNST khiêm tốn 10,5% dựa theo các giả định sau: (1) Nhà máy phân urê của DPM hoạt động với 100% công suất sẽ tạo ra sản lượng hàng bán 850 nghìn tấn (+2,7% so với năm 2015); (2) giá bán phân urê sẽ không thay đổi nhiều so với mức năm 2015 và (3) giá khí đầu vào sẽ đạt 4,2 USD/triệu BTU, giảm 3,2% so với năm 2015, tương ứng với giả định của chúng tôi rằng giá dầu thô Brent sẽ ở mức 50 USD/thùng trong vòng 2 năm tới do thừa cung.

Hình 4: Triển vọng lợi nhuận 2016 ổn định khi giá khí đốt đầu vào tiếp tục ở mức thấp

	2016	2015	Tăng trưởng
Giá dầu thô (USD/thùng)	50	55	-9,1%
Giá bán (VND/kg)	7.403	7.403	0,0%
Giá khí đầu vào (USD/triệu BTU)	4,2	4,4	-3,2%
Khối lượng hàng bán (ngàn tấn)	850	828	2,7%
Doanh thu từ urê (tỷ đồng)	6.293	6.126	2,7%
LN gộp từ urê (tỷ đồng)	2.936	2.729	7,6%
Biên LN gộp từ urê (%)	46,7%	44,5%	4,7%
LNST trừ lợi ích CĐTTS (tỷ đồng)	1.714	1.551	10,5%

Nguồn: ước tính của VCSC

Kế hoạch thoái vốn khỏi PVTex. Nhà máy xơ sợi Đình Vũ đã tạm thời ngưng hoạt động lần thứ hai trong năm do tiếp tục thua lỗ. Các sản phẩm của PVTex không thể cạnh tranh với sợi nhập khẩu cả về giá thành và chất lượng, dù đã được hỗ trợ bởi mức áp thuế 2% đối với sản phẩm sợi Polyester Staple Fibre (PSF) nhập khẩu. Trong khi đó, Thổ Nhĩ Kỳ - thị trường xuất khẩu chính của PVTex sẽ áp dụng thuế chống bán phá giá cho sản phẩm DTY nhập khẩu từ Việt Nam, tiếp tục tác động tiêu cực đến triển vọng của PVTex. Do đó, dù đã có vài phương án hỗ trợ được thảo luận, bán nhà máy này có vẻ là giải pháp tối ưu nhất.

Rủi ro về bảo lãnh nợ cho PVTex. Chúng tôi cũng lo ngại rằng DPM sẽ tiếp tục phải thực hiện nghĩa vụ bảo lãnh thanh toán cho khoản nợ vay dài hạn của PVTex. Từ mức nắm giữ 25,99% cổ phần của DPM tại PVTex (tương ứng vốn góp 563 tỷ đồng), tổng giá trị vốn cổ phần đầu tư vào PVTex ước tính là 2.165 tỷ đồng. Giả định cơ cấu tài chính là 70% nợ và 30% vốn, chúng tôi ước tính tổng khoản nợ dài hạn sử dụng để tài trợ cho PVTex xấp xỉ 5.052 nghìn tỷ đồng. Do đó, chúng tôi giả định DPM phải bảo lãnh khoản vay chia theo tỷ lệ góp vốn tương ứng là 1.313 tỷ đồng cho PVTex. Trong đó, 100 tỷ đồng đã được thanh toán vào đầu năm 2015 và đợt trả nợ tiếp theo là vào ngày 21/06/2017, nếu như PVTex không thể tự hoàn trả số tiền nợ.

Giá mục tiêu mới. Do còn tiềm ẩn những bất ổn và khả năng thanh toán liên quan đến PVTex, chúng tôi áp dụng việc tỷ lệ chiết khấu 10% vào giá trị nội tại tính theo phương pháp chiết khấu dòng tiền là 44.400 đồng để đạt giá mục tiêu mới 40.000 đồng (cao hơn 7% so với giá mục tiêu cũ), tương ứng với mức sinh lời 30%, bao gồm lợi suất cổ tức 7,6% dựa theo mức chia cổ tức ước tính 2.500 đồng/cổ phiếu.

Báo cáo tài chính

KQLN	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
Doanh thu thuần	9.549	9.879	10.045
Giá vốn hàng bán	-7.121	-6.695	-6.742
Lợi nhuận gộp	2.428	3.184	3.303
Chi phí bán hàng	-702	-771	-854
Chi phí quản lý DN	-571	-593	-653
LN thuần HĐKD (EBIT)	1.156	1.821	1.796
Thu nhập tài chính	406	265	286
Chi phí tài chính	-3	-2	-1
Trong đó, chi phí lãi vay	-3	-2	-1
Lãi/lãi từ công ty liên kết	-280	-200	0
Lãi/lãi thuần khác	7	0	0
Lợi nhuận trước thuế	1.285	1.884	2.081
Thuế TNDN	-150	-284	-314
LNST trước lợi ích CĐTS	1.134	1.599	1.767
Lợi ích CĐTS	-38	-48	-53
LNST trừ LI CĐTS. theo báo cáo	1.096	1.551	1.714
LNST trừ LI CĐTS. điều chỉnh ⁽¹⁾	1.096	1.551	1.714
EBITDA	1.397	2.053	2.028
EPS cơ bản theo báo cáo. VND	2.885	4.083	4.510
EPS cơ bản điều chỉnh ⁽¹⁾ . VND	2.530	3.487	3.852
EPS pha loãng ⁽²⁾ . VND	2.530	3.487	3.852

CHỈ SỐ	2014A	2015F	2016F
Tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu	-7,9%	3,5%	1,7%
Tăng trưởng LN HĐKD	-46,6%	57,6%	-1,3%
Tăng trưởng LN trước thuế	-47,9%	46,6%	10,5%
Tăng trưởng EPS	-51,0%	37,9%	10,5%
Khả năng sinh lợi			
Biên LN gộp	25,4%	32,2%	32,9%
Biên LN từ HĐKD (EBIT)	12,1%	18,4%	17,9%
Biên EBITDA	14,6%	20,8%	20,2%
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS. điều chỉnh	11,5%	15,7%	17,1%
ROE	11,8%	16,7%	17,2%
ROA	10,5%	14,2%	13,5%
Chỉ số hiệu quả vận hành			
Số ngày tồn kho	72,6	74,0	74,0
Số ngày phải thu	0,7	1,7	1,7
Số ngày phải trả	24,9	23,5	23,5
TG luân chuyển tiền	48,5	52,2	52,2
Thanh khoản			
CS thanh toán hiện hành	6,9	6,6	6,7
CS thanh toán nhanh	5,5	5,4	5,5
CS thanh toán tiền mặt	4,9	4,9	5,0
Nợ/Tài sản	0,0	0,1	0,2
Nợ/Vốn CSH	0,0	0,1	0,2
Nợ ròng/Vốn CSH	-0,6	-0,5	-0,4
Khả năng thanh toán lãi vay	394,2	39,8	12,0

Bảng CĐKT	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
Tiền và tương đương	5.078	5.487	5.719
Đầu tư TC ngắn hạn	76	76	76
Các khoản phải thu	53	46	47
Hàng tồn kho	1.492	1.357	1.367
TS ngắn hạn khác	500	500	500
Tổng TS ngắn hạn	7.200	7.467	7.710
TS dài hạn (gộp)	7.847	9.373	11.361
- Khấu hao lũy kế	-6.193	-6.425	-6.657
TS dài hạn (ròng)	1.654	2.948	4.704
Đầu tư TC dài hạn	22	22	22
TS dài hạn khác	1.235	1.235	1.235
Tổng TS dài hạn	2.911	4.205	5.961
Tổng Tài sản	10.111	11.672	13.671
Các khoản phải thu	365	431	434
Nợ ngắn hạn	94	94	94
Phải trả ngắn hạn	586	606	616
Tổng nợ ngắn hạn	1.044	1.131	1.144
Vay và nợ dài hạn	1	874	2.096
Phải trả dài hạn khác	61	61	61
Tổng nợ	1.106	2.065	3.301
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Vốn điều lệ	3.800	3.800	3.800
Thặng dư vốn CP	21	21	21
Lợi nhuận giữ lại	4.967	5.568	6.332
Vốn CSH khác	0	0	0
Lợi ích CĐTS	217	217	217
Tổng vốn CSH	9.005	9.606	10.370
Tổng cộng nguồn vốn	10.111	11.672	13.671

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
Tiền đầu năm	4.032	5.078	5.487
Lợi nhuận sau thuế	1.096	1.551	1.714
Khấu hao	269	232	232
Thay đổi vốn lưu động	-476	228	3
Điều chỉnh khác	86	0	0
Tiền từ HĐKD	975	2.012	1.949
Chi mua sắm TSCĐ	-204	-1.526	-1.988
Đầu tư	1.764	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	1.561	-1.526	-1.988
Cổ tức đã trả	-1.516	-950	-950
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-2	873	1.222
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	28	0	0
Khác	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-1.490	-77	272
Tổng lưu chuyển tiền tệ	1.046	409	232
Tiền cuối năm	5.078	5.487	5.719

Nguồn: BC tài chính của công ty, dự báo của VCSC. (1) EPS cơ bản điều chỉnh là EPS trừ lợi nhuận bất thường và trừ phân phối cho quỹ khen thưởng phúc lợi theo Thông tư 200. ĐHCĐ đã phê duyệt mức trích 15% LNST của công ty mẹ.

KQLN theo quý

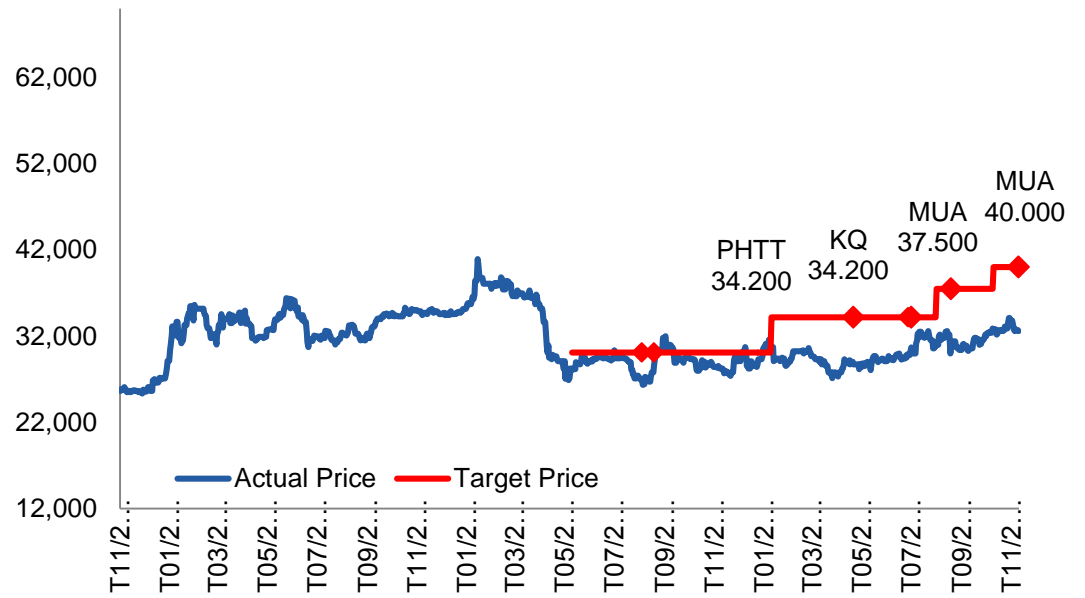
2015	Q1	Q2	Q3	Q4	KQ tính từ đầu năm	Mục tiêu của công ty	Dự báo của VCSC
Doanh thu, tỷ đồng	2.324	2.804	2.269	NA	7.397	9.246	9.879
Mục tiêu LNST, chưa điều chỉnh	478	290	410	NA	1.178	1.047	1.551
Mục tiêu LNST, điều chỉnh	NA	NA	NA	NA	NA		1.551
Biên lợi nhuận gộp	38,4%	24,0%	34,0%	NA	31,6%		32,2%
Biên lợi nhuận từ hoạt động	25,9%	13,9%	19,7%	NA	19,4%		18,4%
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS (điều chỉnh)	20,6%	10,3%	18,1%	NA	15,9%		15,7%
Tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ năm trước	-7,1%	13,2%	7,1%	NA	4,2%		3,5%
Tăng trưởng LN từ hoạt động so với cùng kỳ năm trước	34,3%	44,6%	101,7%	NA	53,1%		57,6%
2014	Q1	Q2	Q3	Q4	KQ tính từ đầu năm		
Doanh thu, tỷ đồng	2.502	2.477	2.120	2.450	9.549		
Mục tiêu LNST, chưa điều chỉnh	381	269	288	159	1.096		
Mục tiêu LNST, điều chỉnh	NA	NA	NA	NA	1.096		
Biên lợi nhuận gộp	29,9%	23,0%	24,0%	24,6%	25,4%		
Biên lợi nhuận từ hoạt động	17,9%	10,9%	10,4%	8,8%	12,1%		
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS (điều chỉnh)	15,2%	10,9%	13,6%	6,5%	11,5%		
Tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ năm trước	-13,2%	-23,0%	11,4%	3,7%	-7,9%		
Tăng trưởng LN từ hoạt động so với cùng kỳ năm trước	-37,0%	-70,4%	-33,6%	2,2%	-46,6%		
2013	Q1	Q2	Q3	Q4	KQ tính từ đầu năm		
Doanh thu, tỷ đồng	2.884	3.216	1.902	2.361	10.363		
Mục tiêu LNST, chưa điều chỉnh	705	889	365	184	2.142		
Mục tiêu LNST, điều chỉnh	NA	NA	NA	NA	2.142		
Biên lợi nhuận gộp	37,5%	34,3%	32,5%	23,4%	32,3%		
Biên lợi nhuận từ hoạt động	24,7%	28,2%	17,5%	9,0%	20,9%		
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS (điều chỉnh)	24,4%	27,6%	19,2%	7,8%	20,7%		
Tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ năm trước	5,7%	-26,2%	-43,6%	-17,4%	-22,2%		
Tăng trưởng LN từ hoạt động so với cùng kỳ năm trước	-21,8%	20,5%	-49,6%	-51,1%	-28,1%		

Lưu ý: LNST điều chỉnh = LNST trừ lợi ích cổ đông thiểu số trừ lợi nhuận bất thường

Dự báo KLQN

	KQ 2014	Dự báo 2015 (trước đây)	Dự báo 2015 (hiện nay)	So sánh dự báo 2015 hiện nay với KQ2014	Ghi chú
tỷ đồng					
Doanh thu	9.549	9.872	9.879	3,5%	
<i>Phân urê DPM</i>	6.314	6.119	6.126	-3,0%	
<i>Phân bón nhập khẩu</i>	2.477	2.809	2.809	13,4%	
<i>Hóa chất và Khác</i>	758	944	944	24,6%	
LN gộp	2.428	3.033	3.184	31,2%	
<i>Phân urê DPM</i>	2.075	2.576	2.729	31,5%	
<i>Phân bón nhập khẩu</i>	87	126	125	43,6%	
<i>Hóa chất và Khác</i>	265	331	330	24,6%	
Chi phí bán hàng & marketing	-702	-770	-771	9,8%	
Chi phí quản lý	-571	-592	-593	3,9%	
LN thuần HĐKD	1.156	1.671	1.821	57,6%	
Chi phí lãi vay	-3	-2	-2	-30,0%	
LN không từ HĐKD	133	65	65	-51,0%	
LN trước thuế	1.285	1.734	1.884	46,6%	
LN sau thuế	1.134	1.472	1.599	41,0%	
LN ròng sau thuế (sau lợi ích CĐTS), báo cáo	1.096	1.428	1.551	41,5%	
EBITDA	1.397	1.903	2.053	46,9%	
<i>Biên LN gộp %</i>	25,4%	30,7%	32,2%		
<i>Biên LN Phân urê DPM %</i>	32,9%	42,1%	44,5%		
<i>Biên LN Phân bón nhập khẩu %</i>	3,5%	4,5%	4,5%		
<i>Biên LN Hóa chất và Khác %</i>	35,0%	35,0%	35,0%		
<i>Chi phí bán hàng và tiếp thị/doanh thu</i>	7,3%	7,8%	7,8%		
<i>Chi phí điều hành/doanh thu</i>	6,0%	6,0%	6,0%		
<i>Biên EBIT %</i>	12,1%	16,9%	18,4%		
<i>Biên EBITDA %</i>	14,6%	19,3%	20,8%		
<i>Biên LNST%</i>	11,5%	14,5%	15,7%		
<i>Thuế suất%</i>	11,7%	15,1%	15,1%		

Lịch sử Khuyến nghị



Vui lòng xem Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC tại trang kế tiếp

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Ngô Thùy Trâm, 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
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	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.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	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. Ví dụ, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự 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

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

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

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
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

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

Dầu khí

Nguyễn Đức Tuấn, Trưởng phòng ext 185
Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135
Nguyễn Thị Kim Chung, Chuyên viên ext 132

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+848 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+844 6262 6999 ext 312
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.