

# PLC [MUA +20%] - Giá dầu thô thấp thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận - Cập nhật

Ngô Thùy Trâm  
Chuyên viên

17/11/2015

## Các chỉ số chính

Sở hữu của khối ngoại	4,5%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	81 triệu
Số CP pha loãng hoàn toàn	81 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	40.700
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	24.900

## Cơ cấu cổ đông

Petrolimex Vietnam	79,07%
Đỗ Thị Hạnh	1,80%
Vũ Văn Chiến (HĐQT)	0,39%
Nguyễn Văn Đức (HĐQT)	0,19%
Nguyễn Thanh Sơn (HĐQT)	0,12%

## Tổng Công ty hóa dầu Petrolimex (PLC), Hóa dầu

Giá: 37.500 VND      Giá mục tiêu: 42.000 VND      Tổng mức sinh lời: 20%  
Giá trị vốn hóa: 135tr USD      GTGD/ngày (30 ngày): 0,4tr USD      Room KN: 44,5%

Các chỉ số chính	2013A	2014A	2015F	2016F
Doanh thu, tỷ đồng	6.198	6.808	7.239	7.767
LNST trừ lợi ích CĐTS, tỷ đồng	189	267	363	412
Tăng trưởng doanh thu	2,2%	9,8%	6,3%	7,3%
Tăng trưởng EBIT	16,4%	17,0%	53,7%	-1,7%
Tăng trưởng EPS (*)	6,9%	44,7%	39,6%	13,6%
PER theo giá thị trường	17,8	12,3	8,8	7,7
PBR theo giá thị trường	2,7	2,8	2,3	2,0
ROE	17,8%	23,9%	29,8%	29,1%
Lợi suất cổ tức theo giá thị trường	4,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Nợ ròng/Vốn CSH	51,5%	23,9%	14,5%	13,1%

Ghi chú: (\*) Tăng trưởng EPS được tính dựa trên EPS điều chỉnh (không tính thu nhập bất thường và có khấu trừ khoản trích vào quỹ khen thưởng, phúc lợi theo Thông tư 200). Chúng tôi giả định PLC sẽ trích 5% LNST 2015 vào quỹ này.

**\* KQKD 9 tháng đầu năm 2015 cho thấy biên LN gộp vượt nhẹ so với dự báo nhờ chi phí đầu vào thấp, dựa theo diễn biến giá dầu thô đã giúp bù đắp cho việc doanh thu từ dầu nhờn chững lại do cạnh tranh gia tăng từ các thương hiệu nước ngoài. Doanh thu từ nhựa đường không thay đổi đáng kể trong cùng giai đoạn.**

**\* Tuy nhiên, giả định biên LN gộp cao hơn cho cả mảng dầu nhờn và nhựa đường đã nâng dự báo LNST 2015 và 2016 lên tương ứng 5% và 11%. Tăng trưởng EPS điều chỉnh cho năm 2015 và 2016 lần lượt là 39,6% và 13,6%.**

**\* Giá mục tiêu được điều chỉnh tăng 8% đạt 42.000 đồng (tương ứng tổng mức sinh lời 20% bao gồm lợi suất cổ tức 8%). Với mức giá hiện tại 37.500 đồng, PLC đang giao dịch với PER 8,8 lần năm 2015 và 7,7 lần năm 2016. Giữ khuyến nghị MUA.**

**Doanh thu Quý 3/2015 bị ảnh hưởng do lĩnh vực dầu nhờn.** Tổng doanh thu của công ty giảm 5%, chủ yếu do doanh thu từ dầu nhờn giảm 15% do sản lượng giảm vì giá bán vẫn được giữ ổn định. Chúng tôi cho rằng sản lượng giảm do cạnh tranh gay gắt hơn, cụ thể là từ các nhãn hiệu riêng của OEM (nhà sản xuất phụ tùng gốc) như Honda và Yamaha. Các thương hiệu này dần dần tăng được thị phần dầu nhờn song song với tăng trưởng sản lượng xe máy và ô-tô bán ra. Người tiêu dùng đang dần có xu hướng chuyển sang sử dụng dầu nhờn của những hãng này, gây áp lực lên các bên thứ ba như BP, Castrol, Shell, Chevron, Total, và tất nhiên cả PLC.

**Doanh thu từ nhựa đường ổn định dù Quý 3 là mùa thấp điểm.** Doanh thu từ nhựa đường không thay đổi đáng kể và đây tiếp tục là lĩnh vực trụ cột, đóng góp 52% tổng doanh thu Quý 3 và 59% tổng lợi nhuận gộp. Do mùa mưa nên nhu cầu nhựa đường trong Quý 3 thường thấp. Thêm vào đó, giá bán trung bình của nhựa đường trong Quý 3/2015 giảm 6% so với Quý 2 và 7% so với cùng kỳ năm ngoái vì PLC chuyển dẫn lợi ích từ chi phí giảm sang khách hàng.

**Biên lợi nhuận gộp tăng vì giá dầu giảm sâu.** Như đã dự báo, giá dầu ở mức thấp nên biên lợi nhuận của nhựa đường và dầu nhờn cùng tăng 700 điểm cơ bản lên lần lượt 22% và 30%, qua đó biên lợi nhuận gộp hỗn hợp đạt 19% (tăng 500 điểm cơ bản so với Quý 3/2014). Lợi nhuận gộp tăng 26% trong Quý 3/2015 so với cùng kỳ năm ngoái.

**Đồng nội tệ trượt giá tác động đến lợi nhuận.** PLC ghi nhận 39 tỷ đồng lỗ từ chênh lệch tỷ giá, tương đương 34% lợi nhuận trước thuế Quý 3/2015. Nếu không tính khoản lỗ này, LNST đã tăng 38% trong Quý 3/2015 so với cùng kỳ năm ngoái. Tăng trưởng LNST trên thực tế trong Quý 3 chỉ đạt 3% so với cùng kỳ năm ngoái.

**KQLN 9 tháng đầu năm hoàn toàn phù hợp với dự báo của chúng tôi.** Tổng doanh thu 9 tháng đầu năm 2015 tăng 5%, trong đó doanh thu từ nhựa đường tăng 22% so với cùng kỳ năm ngoái, trong khi từ dầu nhờn giảm 10% và hóa chất giảm 12%. Tuy nhiên, LNST tăng mạnh 44% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ biên lợi nhuận gộp tăng. LNST 9 tháng đầu năm 2015 đạt 80% dự báo của chúng tôi nhưng đã vượt mục tiêu cả năm do ban lãnh đạo đề ra.

**Hình 1: Tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận gộp từng lĩnh vực trong 9 tháng đầu năm 2015 so với cùng kỳ năm ngoái**

Lĩnh vực	Tỷ trọng doanh thu		Tỷ trọng LN gộp		GPM	
	9T đầu 2015	9T đầu 2014	9T đầu 2015	9T đầu 2014	9T đầu 2015	9T đầu 2014
Dầu nhờn	27,1%	31,4%	38,2%	49,0%	26,3%	22,1%
Nhựa đường	55,6%	47,6%	56,9%	44,7%	19,0%	13,3%
Hóa chất	17,2%	20,6%	4,6%	5,9%	5,0%	4,1%
<b>Biên LN hỗn hợp</b>					<b>18,6%</b>	<b>14,1%</b>

Nguồn: Báo cáo tài chính của PLC

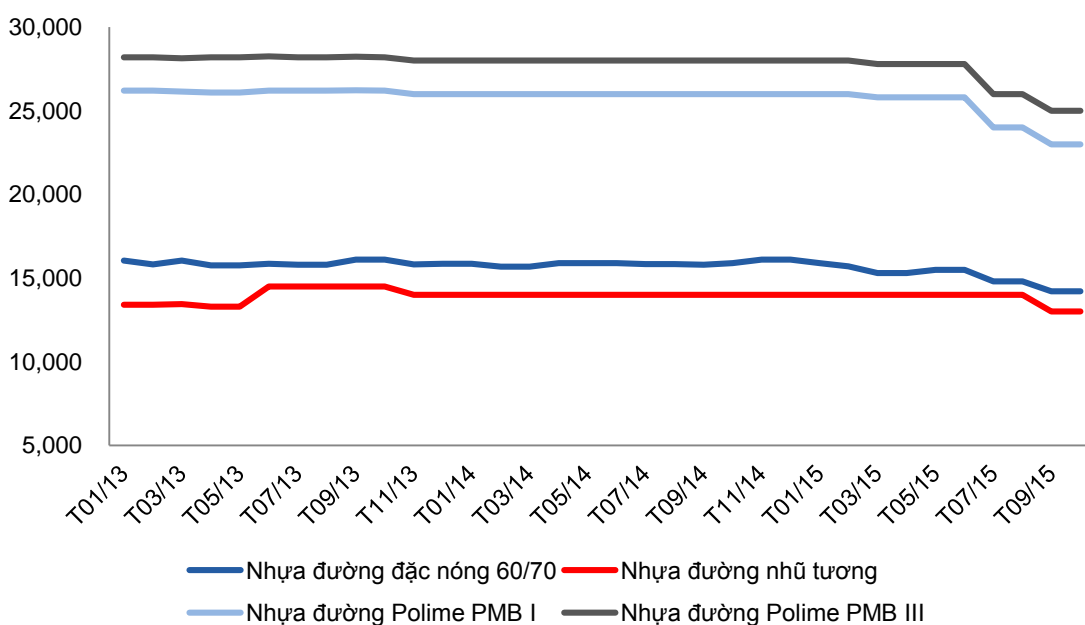
**Điều chỉnh dự báo Quý 4/2015:** (1) Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu từ dầu nhờn vì kết quả 9 tháng đầu năm 2015 thấp hơn so với dự báo của chúng tôi. Trong khi đó, doanh thu từ nhựa đường giảm chủ yếu do giá giảm; (2) Lỗ từ chênh lệch tỷ giá 23 tỷ đồng trong Quý 4/2015 (cả năm 87 tỷ đồng); (3) Biên lợi nhuận gộp từ nhựa đường đạt 23%, cao hơn 800 điểm cơ bản so với cùng kỳ năm ngoái, giả định giá dầu tại mức 50 USD trong Quý 4/2015. Như vậy, LNST 2015 dự báo đạt 363 tỷ đồng (tăng 36% so với năm 2014).

Hình 2: Biên lợi nhuận gộp Quý 4/2015 với giả định giá dầu điều chỉnh về 50USD/thùng

	KQ Q3/2015	Dự báo Q4/2015 (hiện nay)	Dự báo Q4/2015 (trước đây)	Ghi chú
Giá dầu (USD/thùng)	51	50	52	
Doanh thu (tỷ đồng)	1.690	1.949	2.079	
<i>Dầu nhòn</i>	411	653	733	Doanh thu 9 tháng đầu năm 2015 thấp hơn so với dự báo của chúng tôi
<i>Nhựa đường</i>	882	956	1.219	Một số dự án cần sử dụng nhựa đường polime đến cuối Quý 3/2015 đã gần như hoàn tất. Trong khi đó, giá bán trung bình của nhựa đường giảm nhẹ.
<i>Hóa chất</i>	394	339	126	
Biên lợi nhuận gộp chung (%)	19,4%	20,6%	16,5%	Biên lợi nhuận gộp điều chỉnh cao hơn vì chúng tôi giả định giá dầu trung bình ở mức 50USD/thùng trong giai đoạn này.
<i>Biên LN gộp từ dầu nhòn</i>	29,7%	25,4%	21,0%	
<i>Biên LN gộp từ nhựa đường</i>	21,8%	23,0%	13,8%	
<i>Biên LN gộp từ hóa chất</i>	3,0%	5,0%	17,4%	
Lỗ ròng từ chênh lệch tỷ giá (tỷ đồng)	-36	-23	-2	Đồng Việt Nam trượt giá 3% so với USD trong Quý 3/2015.
LNST trừ lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	88	88	72	

Nguồn: Báo cáo tài chính của PLC và ước tính của VCSC

Hình 3: Giá nhựa đường giảm nhẹ trong Quý 3/2015 do giá dầu giảm nhưng với tốc độ chậm hơn



Nguồn: PLC

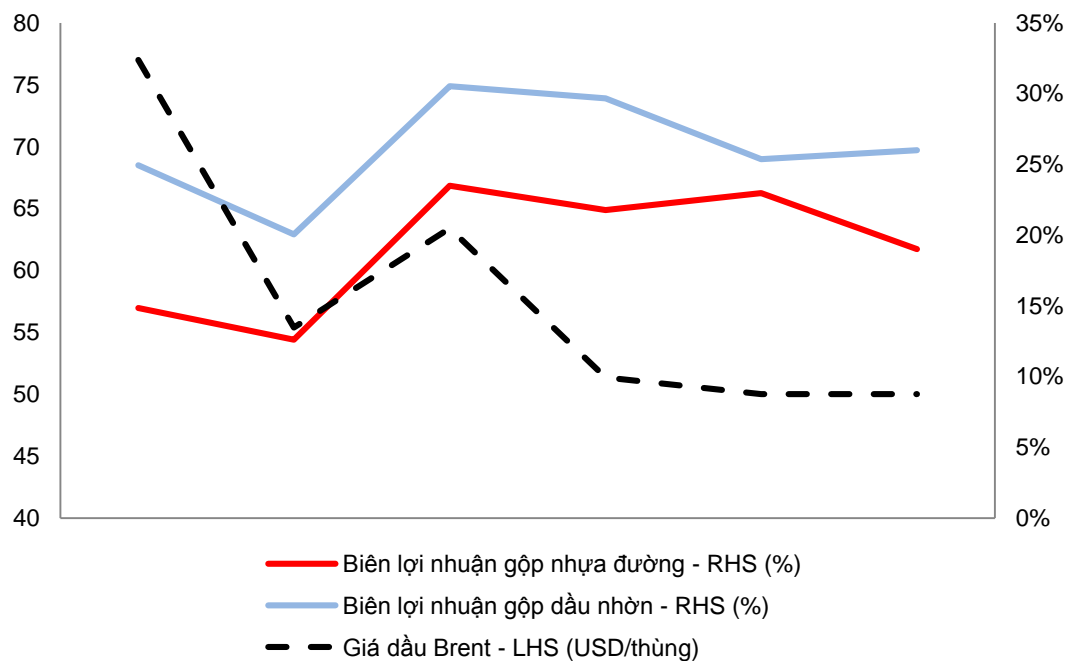
**Điều chỉnh tăng dự báo 2016:** (1) Giá dầu ở mức 50USD/thùng trong hai năm tới, nên biên lợi nhuận gộp của PLC tiếp tục cao như năm 2015; (2) Nhu cầu nhựa đường polime, vốn có biên lợi nhuận cao, sẽ lớn nhờ việc gia tăng các dự án cơ sở hạ tầng của Chính phủ. Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo tỷ trọng của sản phẩm này trong tổng doanh thu mảng nhựa đường từ 26% lên 32%; và (3) lỗ từ chênh lệch tỷ giá 31 tỷ đồng, giả định tiền đồng Việt Nam trượt giá 2% trong năm 2016.

**Hình 4: Tổng kết dự báo 2016**

	2016	2015	Tăng trưởng	Ghi chú
Giá định giá dầu (USD/thùng)	50	55	-9,1%	
Doanh thu (tỷ đồng)	7.767	7.239	7,3%	
<i>Dầu nhờn</i>	2.172	2.085	4,2%	Thị trường dầu nhờn trong nước vẫn có sự cạnh tranh gay gắt nên chúng tôi cho rằng ngành này sẽ không bắt kịp tăng trưởng GDP năm tới.
<i>Nhựa đường</i>	4.401	3.897	12,9%	Tăng trưởng về sản lượng dựa trên kỳ vọng gia tăng dự án cơ sở hạ tầng của Chính phủ bù đắp cho giá nhựa đường giảm nhẹ do giá năng lượng giảm.
<i>Hóa chất</i>	1.189	1.252	-5,0%	
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	1.461	1.387	5,3%	
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	18,8%	19,2%	-2,0%	
Lỗ từ chênh lệch tỷ giá (tỷ đồng)	-31	-87	-64,2%	Giá định tiền đồng Việt Nam trượt giá 2% năm 2016
LNST và sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	412	363	13,6%	

Nguồn: Ước tính của VCSC

**Hình 4: Ảnh hưởng của giá dầu thấp với thời gian dự trữ 3 tháng đối với dầu nhờn và 1 tháng đối với nhựa đường**



Nguồn: Bloomberg, báo cáo tài chính của PLC và ước tính của VCSC

## Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
Doanh thu thuần	6.808	7.239	7.767
Giá vốn hàng bán	-5.812	-5.852	-6.306
Lợi nhuận gộp	996	1.387	1.461
Chi phí bán hàng	-477	-565	-676
Chi phí quản lí DN	-153	-261	-233
LN thuần HĐKD	366	562	552
Doanh thu tài chính	19	27	29
Chi phí tài chính	-49	-121	-66
trong đó chi phí lãi vay	-27	-35	-35
Lợi nhuận từ công ty LDLC	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	8	0	0
LNTT	343	467	515
Thuế TNDN	-77	-104	-103
LNST trước CĐTS	267	363	412
Lợi ích CĐ thiếu số	0	0	0
<b>LN ròng trừ CĐTS, báo cáo</b>	<b>267</b>	<b>363</b>	<b>412</b>
<b>LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh</b>	<b>260</b>	<b>363</b>	<b>412</b>
EBITDA	419	627	627
EPS cơ bản báo cáo, VND			
EPS cơ bản điều chỉnh <sup>(1)</sup> , VND	3.303	4.493	5.102
EPS pha loãng hoàn toàn <sup>(2)</sup> , VND	3.057	4.268	4.847
	3.057	4.268	4.847

TỶ LỆ	2014A	2015F	2016F
<b>Tăng trưởng</b>			
Tăng trưởng doanh thu	9,8%	6,3%	7,3%
Tăng trưởng LN HĐKD	17,0%	53,7%	-1,7%
Tăng trưởng LNTT	35,6%	36,0%	10,3%
Tăng trưởng EPS	44,7%	39,6%	13,6%
<b>Khả năng sinh lời</b>			
Biên LN gộp %	14,6%	19,2%	18,8%
Biên LN từ HĐ %	5,4%	7,8%	7,1%
Biên EBITDA	6,1%	8,7%	8,1%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	3,9%	5,0%	5,3%
ROE	23,9%	29,8%	29,1%
ROA	8,1%	10,0%	10,7%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>			
Số ngày tồn kho	59,5	57,5	56,0
Số ngày phải thu	49,4	49,2	50,0
Số ngày phải trả	53,1	56,0	53,0
TG luân chuyển tiền	55,8	50,7	53,0
<b>Thanh khoản</b>			
CS thanh toán hiện hành	1,2	1,3	1,3
CS thanh toán nhanh	0,8	0,9	0,9
CS thanh toán tiền mặt	0,4	0,4	0,4
Nợ/Tài sản	0,3	0,3	0,3
Nợ/Vốn sử dụng	0,5	0,5	0,4
Nợ/Vốn CSH	0,2	0,1	0,1
Khả năng thanh toán lãi vay	13,4	16,3	16,0

BẢNG CĐKT	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
Tiền và tương đương	887	956	1.012
Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu	905	976	1.064
Hàng tồn kho	1.019	922	968
TS ngắn hạn	130	130	130
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>2.941</b>	<b>2.984</b>	<b>3.173</b>
TS dài hạn (gộp)	755	905	1.054
- Khấu hao lũy kế	-292	-357	-432
TS dài hạn (ròng)	462	547	622
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0
TS dài hạn khác	175	175	175
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>637</b>	<b>722</b>	<b>797</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>3.578</b>	<b>3.706</b>	<b>3.970</b>
Phải trả ngắn hạn	1.022	898	916
Nợ ngắn hạn	1.150	1.150	1.191
Nợ ngắn hạn khác	305	324	347
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2.477</b>	<b>2.372</b>	<b>2.454</b>
Vay và nợ dài hạn	0	0	17
Phải trả dài hạn khác	0	0	0
Tổng nợ	2.477	2.372	2.471
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Vốn cổ phần	703	808	808
Thặng dư vốn CP	4	4	4
Lợi nhuận giữ lại	395	522	687
Vốn khác	0	0	0
Lợi ích CĐTS	0	0	0
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.102</b>	<b>1.334</b>	<b>1.499</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>3.578</b>	<b>3.706</b>	<b>3.970</b>

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>568</b>	<b>887</b>	<b>956</b>
Lợi nhuận sau thuế	267	363	412
Khấu hao	54	65	75
Thay đổi vốn lưu động	227	-79	-92
Điều chỉnh khác	51	0	0
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>599</b>	<b>350</b>	<b>395</b>
Chi mua sắm TSCĐ	-181	-150	-150
Đầu tư	0	0	0
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-181</b>	<b>-150</b>	<b>-150</b>
Cổ tức đã trả	-97	-236	-247
Tăng (giảm) vốn	0	105	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-18	0	17
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	17	0	41
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-99</b>	<b>-131</b>	<b>-189</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>319</b>	<b>69</b>	<b>56</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>887</b>	<b>956</b>	<b>1.012</b>

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC. (1) EPS cơ bản điều chỉnh có khấu trừ lợi nhuận bất thường và khoản trích vào quỹ khen thưởng, phúc lợi theo Thông tư 200. Chúng tôi giả định PLC sẽ trích 5% LNST sau lợi ích CĐTS trong các năm 2015 và 2016.

## KQLN hàng quý

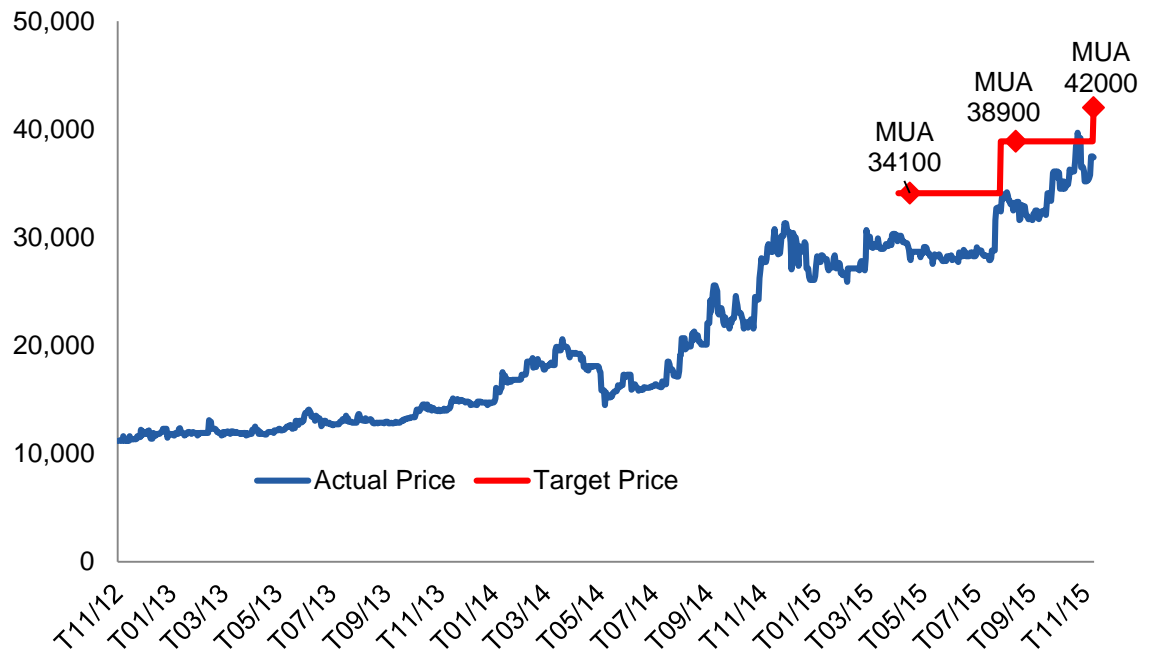
2015	KQ Q1	KQ Q2	KQ Q3	Dự báo Q4	KQ từ đầu năm đến nay	Kế hoạch của PLC	Dự báo của VCSC
Doanh thu, tỷ đồng	1.818	1.781	1.690	NA	5.290	6.053	7.239
LNST kế hoạch, chưa điều chỉnh	59	128	88	NA	275	273	363
LNST kế hoạch, đã điều chỉnh	NA	NA	NA	NA	NA		363
Biên lợi nhuận gộp	13,9%	22,7%	19,4%	NA	18,6%		19,2%
Biên lợi nhuận từ hoạt động	5,6%	11,1%	9,0%	NA	8,5%		7,8%
Biên LNST trừ CĐTS (điều chỉnh)	3,3%	7,2%	5,2%	NA	5,2%		5,0%
Tăng trưởng doanh thu	9,8%	9,8%	-5,3%	NA	4,5%		6,3%
Tăng trưởng LN từ hoạt động (EBIT)	58,3%	135,4%	37,7%	NA	74,6%		53,7%
<b>2014</b>	<b>Q1</b>	<b>Q2</b>	<b>Q3</b>	<b>Q4</b>	<b>KQ cả năm</b>		
Doanh thu, tỷ đồng	1.656	1.622	1.784	1.759	6.808		
LNST kế hoạch, chưa điều chỉnh	45	60	86	76	267		
LNST kế hoạch, đã điều chỉnh	NA	NA	NA	NA	NA		
Biên lợi nhuận gộp	12,7%	15,7%	14,6%	15,4%	14,6%		
Biên lợi nhuận từ hoạt động	3,9%	5,2%	6,2%	6,2%	5,4%		
Biên LNST trừ CĐTS (điều chỉnh)	2,7%	3,7%	4,8%	4,3%	3,9%		
Tăng trưởng doanh thu	18,7%	0,8%	31,7%	-4,4%	9,8%		
Tăng trưởng LN từ hoạt động (EBIT)	-17,0%	-11,8%	57,3%	54,6%	17,0%		
<b>2013</b>	<b>Q1</b>	<b>Q2</b>	<b>Q3</b>	<b>Q4</b>	<b>KQ cả năm</b>		
Doanh thu, tỷ đồng	1.395	1.609	1.354	1.840	6.198		
LNST kế hoạch, chưa điều chỉnh	46	62	43	38	189		
LNST kế hoạch, đã điều chỉnh	NA	NA	NA	NA	NA		
Biên lợi nhuận gộp	13,4%	13,5%	11,5%	10,9%	12,3%		
Biên lợi nhuận từ hoạt động	5,5%	5,9%	5,2%	3,8%	5,0%		
Biên LNST trừ CĐTS (điều chỉnh)	3,3%	3,9%	3,1%	2,1%	3,1%		
Tăng trưởng doanh thu	-6,5%	6,6%	-5,1%	12,7%	2,2%		
Tăng trưởng LN từ hoạt động (EBIT)	0,9%	11,2%	40,2%	17,4%	5,0%		

Ghi chú: LNST điều chỉnh = LNST sau lợi ích CĐTS, không tính thu nhập bất thường

## Dự báo KQLN

	KQ 2014	Dự báo 2015 (trước đây)	Dự báo 2015 (hiện nay)	Dự báo hiện nay so với KQ 2014	Ghi chú
tỷ đồng					
<b>Doanh thu</b>	<b>6.808</b>	<b>7.368</b>	<b>7.239</b>	<b>6,3%</b>	
<i>Dầu nhờn</i>	2.048	2.165	2.085	1,8%	
<i>Nhựa đường</i>	3.330	4.160	3.897	17,0%	
<i>Hóa chất và dung môi</i>	1.422	1.038	1.252	-12,0%	
<i>Khác</i>	8	5	5	-34,5%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>995</b>	<b>1.328</b>	<b>1.387</b>	<b>39,4%</b>	
<i>Dầu nhờn</i>	465	531	542	16,5%	
<i>Nhựa đường</i>	457	728	779	70,6%	
<i>Hóa chất và dung môi</i>	69	68	63	-9,6%	
<i>Khác</i>	4	2	3	-22,8%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị	-477	-594	-565	18,3%	
Chi phí quản lý	-153	-243	-261	70,5%	
Lợi nhuận từ hoạt động	366	491	562	53,7%	
Chi phí lãi vay	-27	-43	-35	26,2%	
Lợi nhuận ngoài HĐKD	5	-40	-60	N/M	
<b>LN trước thuế</b>	<b>343</b>	<b>408</b>	<b>467</b>	<b>36,0%</b>	
<b>LN sau thuế</b>	<b>267</b>	<b>317</b>	<b>363</b>	<b>36,0%</b>	
<b>LNST (sau lợi ích CĐTS)</b>	<b>267</b>	<b>317</b>	<b>363</b>	<b>36,0%</b>	
EBITDA	419	556	627	49,8%	
Biên LN gộp %	14,6%	18,0%	19,2%		
<i>Dầu nhờn %</i>	22,7%	24,5%	26,0%		
<i>Nhựa đường %</i>	13,7%	17,5%	20,0%		
<i>Hóa chất và dung môi %</i>	4,9%	6,5%	5,0%		
<i>Khác %</i>	50,9%	30,0%	30,0%		
Chi phí bán hàng và tiếp thị / doanh thu	7,0%	8,4%	8,7%		
Chi phí quản lý / doanh thu	2,2%	3,0%	3,0%		
Biên lợi nhuận từ hoạt động	5,4%	6,7%	7,8%		
Biên EBITDA %	6,1%	7,5%	8,7%		
Biên LNST %	3,9%	4,3%	5,0%		
Thuế suất %	22,3%	22,3%	22,3%		

## 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
<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. 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](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

#### 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](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.