

**Ngô Thùy Trâm**  
Chuyên viên

## Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS), Dịch vụ kỹ thuật dầu khí

**Giá: 14.700 VND**      **Giá mục tiêu: 17.200 VND**      **Tổng mức sinh lời: 25,5%**  
**GT vốn hóa: 291,8 tr USD**    **GTGD/ngày (30 ngày): 0,8 tr USD**    **Room NN 24% / Trần sở hữu tối đa 49%**

**07/01/2016**

### Các chỉ số chính

Sở hữu của khối ngoại	24,4%
Room tối đa cho khối ngoại	49,0%
SL cổ phiếu lưu hành	446,7 triệu
Số CP pha loãng hoàn toàn	446,7 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VND	30.200
Mức thấp nhất 12 tháng VND	14.400

### Cơ cấu cổ đông

PVN	51,3%
PV Finance	5,8%
Ocean Bank	4,90%
VN Investment Property	3,88%
Vietnam ETF	3,87%
PVComBank	3,14%

Các chỉ số chính	2013A	2014A	2015F	2016F
Doanh thu, tỷ đồng	25.419	31.516	24.742	19.387
Tăng trưởng %	3,3%	24,0%	-21,5%	-21,6%
LNST sau lợi ích CĐTS, tỷ đồng	1.576	1.813	1.501	1.041
Tăng trưởng EPS % theo báo cáo (*)	36,4%	16,3%	-17,7%	-30,7%
Tăng trưởng EPS % bình thường hóa (*)	36,4%	16,3%	-21,0%	-27,8%
PER theo giá thị trường theo báo cáo	4,6	3,9	4,8	6,9
PER theo giá thị trường bình thường hóa	4,6	3,9	5,0	6,9
PBR theo giá thị trường	0,8	0,7	0,6	0,6
ROE %	17,8%	17,7%	13,3%	8,6%
Cổ tức / cổ phiếu, đồng	1.200	1.200	1.200	1.200
Lợi suất cổ tức theo giá thị trường	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
Nợ ròng/ vốn CSH	-24,1%	-52,1%	-44,1%	-20,4%

Ghi chú: (\*) Việc tính EPS có phản ánh đóng góp vào quỹ khen thưởng, phúc lợi cho nhân viên trích từ LNST theo Thông tư 200; EPS bình thường hóa được tiếp tục điều chỉnh bằng cách loại trừ tác động của các khoản mục bất thường,

**Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu của PVS xấp xỉ 50% còn 17.200 đồng, nhưng vẫn tiếp tục duy trì khuyến nghị MUA:**

**Giá mục tiêu có độ nhạy cao với giá dầu thô:** Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên giả định giá dầu thô 40 USD/thùng trong suốt kỳ dự báo. Nếu giả định giá dầu thô ở mức 30 USD/thùng, tổng mức sinh lời giảm mạnh và thay đổi khuyến nghị thành PHỦ HỢP THỊ TRƯỜNG.

**KQKD 9 tháng 2015 giảm nhưng phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi:** Quý 3 có mức doanh thu của mảng Tàu kỹ thuật dầu khí (OSV) & Dịch vụ căn cứ cảng thấp hơn dự kiến, do mức sụt giảm mạnh trong hoạt động thăm dò và khai thác. Dù vậy, KQKD 9 tháng 2015 vẫn phù hợp với dự báo của chúng tôi khi mảng Dịch vụ cơ khí dầu khí (M&C) diễn biến tích cực, cũng như lãi tỷ giá trở thành vị “cứu tinh”.

**Giá dầu thô thấp sẽ ảnh hưởng lợi nhuận trong tương lai và tác động đến giá trị định giá:** Lợi nhuận năm 2016 sẽ chịu ảnh hưởng của việc giá dầu thô lao dốc. Nhìn chung, chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu dựa trên giả định giá dầu thô 40 USD/thùng so với mức 50 USD trước đây, cùng với việc gia tăng chi phí vốn.

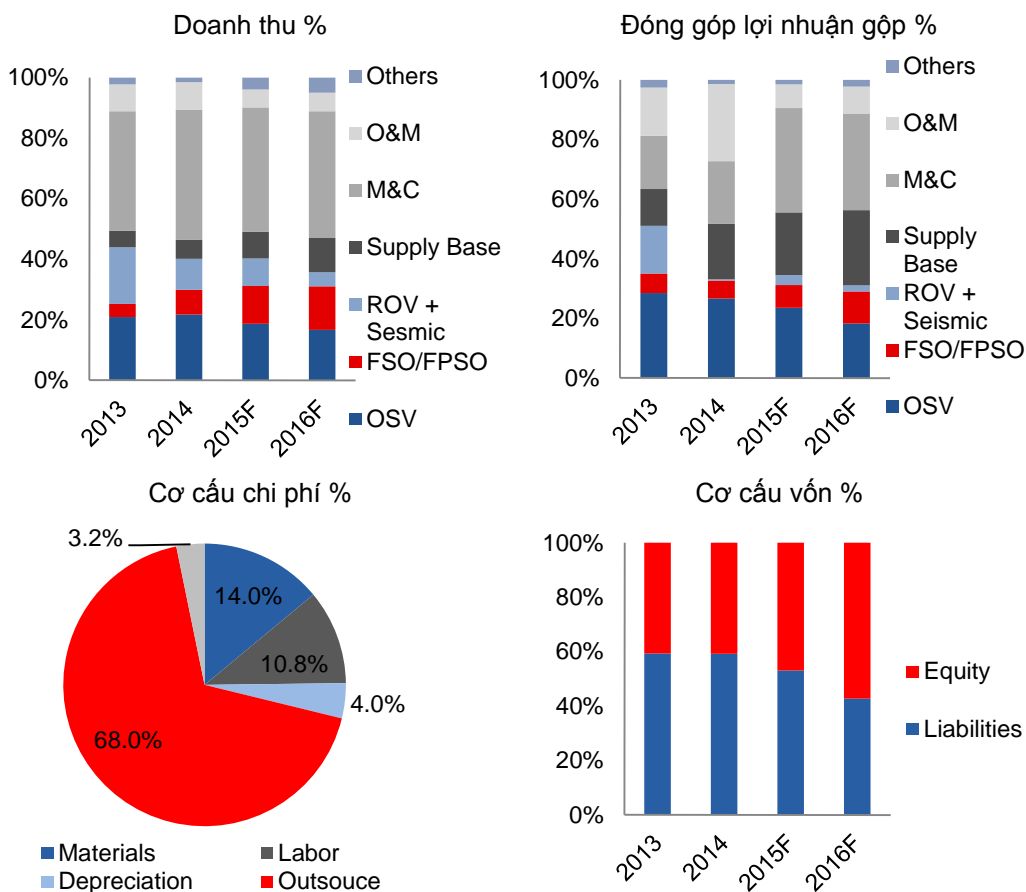
**Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tiêu cực đã được phản ánh trong giá và lợi suất cổ tức hấp dẫn:** Cổ phiếu PVS đang giao dịch với PER dự phóng 6,9 lần, so với mức PER dự phóng trung bình đã điều chỉnh là 12,7 lần. Với mức giá hiện tại, PVS đang có mức lợi suất cổ tức hấp dẫn 8,2%.

**Các nhà đầu tư có thể đang chờ đợi do xu hướng kỹ thuật tiêu cực trong trung hạn:** Mặc dù chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu sẽ duy trì giá trị trong dài hạn, xu hướng kỹ thuật trong trung hạn của cổ phiếu này vẫn tiêu cực, các NĐT có thể đang chờ đợi cổ phiếu này đạt ngưỡng hỗ trợ trung hạn 12.000, hoặc cho đến khi xu hướng cải thiện trước khi mua cổ phiếu.

## Sơ lược về Công ty

<b>Lĩnh vực kinh doanh</b>	Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí
<b>Yếu tố doanh thu chính</b>	Hoạt động thăm dò và khai thác (hoạt động E&P)
<b>Yếu tố chi phí chính</b>	Chi phí cố định (chi phí khấu hao) và chi phí khả biến (chi phí nhân công, sửa chữa và bảo dưỡng, bảo hiểm, ...)
<b>Yếu tố rủi ro chính</b>	Hoạt động E&P sụt giảm, giá dầu thô
<b>Các khách hàng chính</b>	PVN và các công ty trực thuộc
<b>Địa chỉ</b>	PetroVietnam Tower, 1-5 Lê Duẩn, Quận 1, TPHCM
<b>Website</b>	<a href="http://www.ptsc.com.vn">www.ptsc.com.vn</a>
<b>Email</b>	<a href="mailto:ptsc@ptsc.com.vn">ptsc@ptsc.com.vn</a>
<b>Điện thoại</b>	(+84) 3910 2929

### Các chỉ số chính

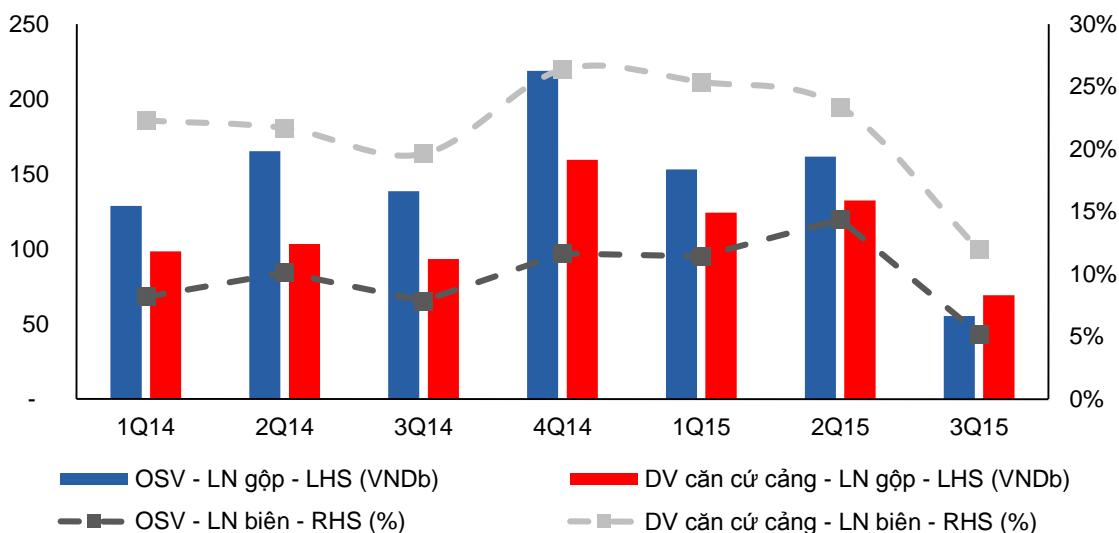


Nguồn: báo cáo tài chính của PVS

## KQKD 9 tháng đầu năm 2015

**LNTS 9 tháng đầu năm 2015 tăng trưởng 7% so với cùng kỳ năm ngoái dù biên LN của mảng Dịch vụ tàu kỹ thuật dầu khí (OSV) và Dịch vụ căn cứ cảng giảm mạnh.** Biên LN của mảng OSV và dịch vụ căn cứ cảng giảm mạnh lần lượt 7% và 12% trong quý 3/2015 so với trung bình nửa đầu năm 2015, chỉ đạt 5,2% và 12,9% dù PVS được biết đến là doanh nghiệp có vị thế độc quyền trong 2 mảng kinh doanh này. Mặc dù yếu tố mùa vụ là một lý do đằng sau việc sụt giảm biên LN này, chúng tôi cho rằng các công ty dầu khí thượng nguồn đang bắt đầu đặt áp lực lên các công ty cung cấp dịch vụ như PVS và PVS buộc phải giảm giá thuê ngày dịch vụ cho khách hàng, trong bối cảnh giá dầu thô tiếp tục suy yếu.

**Hình 1: Lợi nhuận sụt giảm của mảng OSV và Dịch vụ căn cứ cảng trong quý 3/2015**



Nguồn: PVS

**...nhưng lợi nhuận từ mảng M&C và liên doanh FPSO/FSO (Dịch vụ kho nổi) trở thành “vị cứu tinh”.** Doanh thu mảng Dịch vụ cơ khí dầu khí (M&C) chỉ đạt 63% dự báo cũ của chúng tôi cho cả năm, nhưng biên LN đã tăng gần gấp đôi so với cùng kỳ năm trước và đạt 8,5% (so với con số ước tính 5,9%) do một loạt các dự án Cơ khí dầu khí (M&C) bước vào giai đoạn cuối cùng hoặc gần hoàn thành bao gồm Tam Đảo 05, Nghi Sơn – B2 và MLS (phần lớn doanh thu ghi nhận vào giai đoạn cuối của dự án). Một yếu tố hỗ trợ khác là thu nhập tài chính từ liên doanh FPSO/FSO tăng mạnh 37,1% so với năm trước do 2 yếu tố chính:

- Lợi nhuận từ liên doanh FSO/FPSO vẫn chưa bị ảnh hưởng từ dầu thô giá thấp do việc cố định giá thuê trong 10 năm;
- Đóng góp đầy đủ của FPSO Lam Sơn trong kỳ (so với 3-4 tháng đóng góp cho lợi nhuận 9 tháng đầu năm 2014, khi FPSO này chỉ đi vào hoạt động tháng 6/2014);

Do đó, chỉ riêng phần lợi nhuận tài chính từ liên doanh FSO/FPSO đã đóng góp 44% LNST 9 tháng đầu năm 2015.

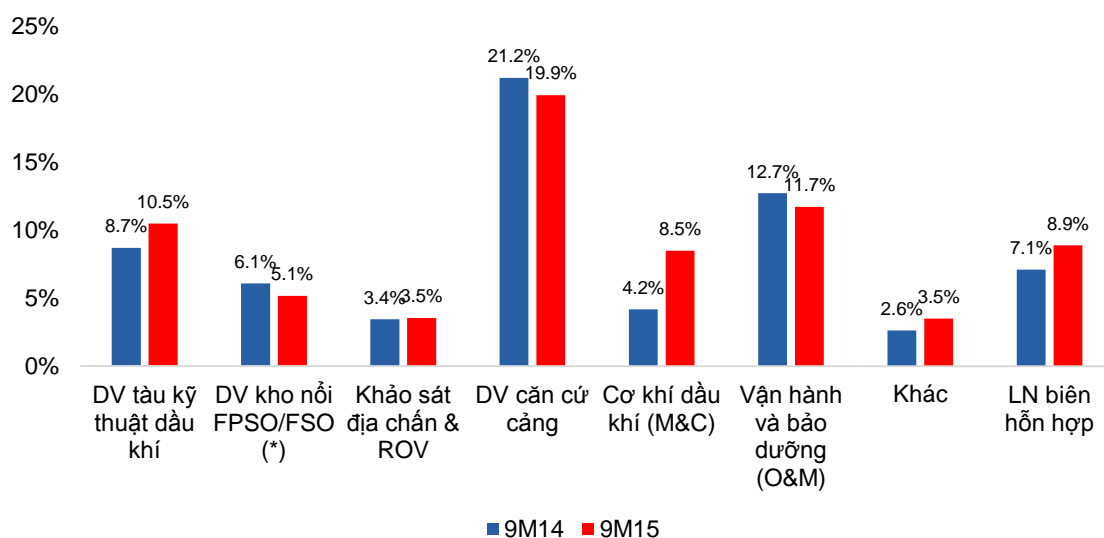
**...giúp KQKD 9 tháng đầu năm 2015 phù hợp với dự báo của chúng tôi.** Doanh thu giảm 15,7% so với 9 tháng đầu năm 2014 trong LNST trừ lợi ích CĐTTS tăng khiêm tốn 7%, hoàn thành 83,4% dự báo cả năm của chúng tôi, khi tăng trưởng biên LN ròng chủ yếu được dẫn dắt từ thu nhập tài chính từ liên doanh FSO/FPSO.

**Hình 2: LN gộp 9 tháng đầu năm 2015 theo từng mảng kinh doanh**

LN gộp (tỷ đồng)	9 tháng 2014	9 tháng 2015	9 tháng 2015 so với 9 tháng 2014	Ghi chú
Dịch vụ tàu kỹ thuật dầu khí (OSV)	433	369	-14,7%	Tổng số ngày hoạt động của các tàu thuộc PVS giảm 11% so với 9 tháng 2014, trong khi giá thuê ngày cũng giảm 5-10%, ảnh hưởng từ giá dầu thô ở mức thấp
Dịch vụ vận hành quản lý FPSO/FSO	107	122	+14,6%	Đóng góp đầy đủ trong 9 tháng của FPSO Lam Sơn khi bắt đầu hoạt động tháng 6/2014
Khảo sát Địa chấn và ROV	95	61	-35,3%	Phục hồi trong quý 3 nhờ các hợp đồng mới một phần bù đắp cho thua lỗ trong 6 tháng đầu năm 2015
Dịch vụ căn cứ cảng	295	322	9,1%	Gia tăng sản xuất dầu thô và xây dựng dự án lọc dầu ở Nghi Sơn và Vũng Rô, cùng với cảng Sơn Trà (Đà Nẵng) đi vào hoạt động kể từ tháng 7/2015. Tuy nhiên, 2 cảng thương mại đã hoạt động hết công suất
Cơ khí dầu khí (M&C)	395	640	61,8%	Hoàn thành một số dự án quan trọng như phần nổi TGT-H5-WHP cho Hoàng Long JOC và giàn MLS tại Brunei với doanh thu đã được ghi nhận
Vận hành & bảo dưỡng (O&M)	288	137	-52,5%	Không có hợp đồng mới
Khác	7	32	346,8%	
<b>Tổng LN gộp</b>	<b>1.619</b>	<b>1.683</b>	<b>+3,9%</b>	
<b>LN từ liên doanh FSO/FPSO</b>	<b>403</b>	<b>552</b>	<b>+40,0%</b>	Đóng góp đầy đủ trong 9 tháng của FPSO Lam Sơn khi bắt đầu hoạt động tháng 6/2014
<b>LNST - Lợi ích CĐTS</b>	<b>1.168</b>	<b>1.250</b>	<b>+7,0%</b>	

Nguồn: Báo cáo tài chính của PVS

**Hình 3: Biên LN gộp 9 tháng theo từng mảng kinh doanh**



Nguồn: Báo cáo tài chính của PVS. (\*) Chỉ thể hiện dịch vụ vận hành và quản lý FPSO/FSO được ghi nhận trong doanh thu và giá vốn hàng bán của PVS, nhưng không tính đến lợi nhuận FPSO/FSO từ liên doanh.

## Triển vọng 2016: Tiêu cực, dựa trên dự báo giá dầu thô ở mức thấp

Tuy nhiên, tác động đầy đủ của giá dầu thô thấp vẫn chưa ảnh hưởng hoàn toàn trong năm 2015. Trong bối cảnh thừa cung dầu thô ngày càng gia tăng, chúng tôi giả định mức giá dầu thô 40 USD/thùng trong năm 2016, giảm so với mức 50 USD/thùng trước đây. Chúng tôi cho rằng tác động của dầu thô giá thấp sẽ ảnh hưởng sâu hơn đến hoạt động thăm dò và khai thác (E&P) vào năm tới. Chúng tôi ước tính các mảng kinh doanh kinh chính của PVS bao gồm OSV, M&C, Dịch vụ căn cứ cảng và Khảo sát địa chấn/ROV đều có mức sụt giảm doanh thu 30%-60% trong năm 2016 do hoạt động E&P tiếp sụt giảm. Bên cạnh đó, biên LN gộp của cả 6 mảng kinh doanh đều sẽ giảm 1-4,5% do cạnh tranh gay gắt hơn khi lượng công việc đang giảm dần. Vị “cứu tinh” duy nhất sẽ là thu nhập từ liên doanh FSO/FPSO, lợi nhuận sẽ chỉ giảm nhẹ khi tất cả các liên doanh này đều chốt hợp đồng 10 năm với giá thuê ngày cố định (dù có khả năng áp lực làm giảm giá xuất hiện trong dài hạn khi hoạt động sản xuất chịu ảnh hưởng từ dầu thô giá thấp).

Doanh thu và LNST trừ lợi ích CĐT năm 2016 ước tính sẽ giảm lần lượt 22% và 30% so với 2015. Ngoài ra, dự báo lợi nhuận mới tương ứng với mức điều chỉnh giảm 30% so với dự báo của chúng tôi, chủ yếu dẫn dắt bởi việc giả định giá dầu thô thấp hơn trước.

**Hình 4: Dự báo doanh thu và biên LN 2016 cho từ mảng kinh doanh**

Tỷ đồng	Dự báo 2015	Dự báo 2016	Thay đổi (+/-)	Ghi chú
<b>Doanh thu</b>	<b>24.742</b>	<b>19.387</b>	<b>-22%</b>	
<i>Dịch vụ tàu kỹ thuật dầu khí (OSV)</i>	4.609	3.227	-30%	<i>Nhu cầu thăm dò thấp hơn và cạnh tranh gia tăng sẽ khiến lượng công việc và giá thuê ngày sụt giảm</i>
<i>Dịch vụ vận hành quản lý FPSO/FSO</i>	3.106	2.795	-10%	<i>Giá thuê ngày cố định nhờ hợp đồng cố định dài hạn nhưng chi phí quản lý và vận hành sẽ bị cắt giảm do áp lực từ phía khách hàng</i>
<i>Khảo sát Địa chấn và ROV</i>	2.228	891	-60%	<i>Hợp đồng ngắn hạn và không ổn định. Nhu cầu thấp khi các hoạt động E&amp;P mới đang bị trì hoãn trong khi việc tìm kiếm cơ hội kinh doanh tại nước ngoài đang rất khó khăn</i>
<i>Căn cứ cảng</i>	2.198	2.198	0%	
<i>M&amp;C</i>	10.151	8.121	-20%	<i>Các hợp đồng đang thực hiện năm 2016 ước tính trong hình 5</i>
<i>O&amp;M</i>	1.473	1.178	-20%	<i>Nhu cầu thấp hơn từ mảng M&amp;C</i>
<b>Biên LN gộp</b>	<b>8,2%</b>	<b>6,7%</b>	<b>-1,5 điểm%</b>	
<i>OSV</i>	10,4%	7,4%	-3,0 điểm %	<i>Giảm giá do áp lực từ phía khách hàng</i>
<i>Dịch vụ vận hành quản lý FPSO/FSO</i>	5,0%	5,0%	Không đổi	
<i>Khảo sát Địa chấn và ROV</i>	3,0%	3,0%	Không đổi	
<i>Supply base</i>	19,5%	15,0%	-4,5 điểm %	<i>Giảm giá do áp lực từ phía khách hàng</i>
<i>M&amp;C</i>	7,0%	5,2%	-1,8 điểm %	
<i>O&amp;M</i>	11,0%	10,0%	-1,0 điểm %	
<b>Biên LN</b>	<b>2.032</b>	<b>1.304</b>	<b>-36%</b>	
<b>CP điều hành và quản lý</b>	<b>-693</b>	<b>-543</b>	<b>-22%</b>	
<b>LNST - Lợi ích CĐT</b>	<b>1.501</b>	<b>1.041</b>	<b>-30%</b>	

Nguồn: VCSC ước tính

Hình 5: Các dự án Dịch vụ cơ khí dầu khí (M&C) đang thực hiện của PVS

Chi tiết đơn hàng M&C (Doanh thu - triệu USD)	Thời gian hợp đồng	Doanh thu ghi nhận cho đến 9 tháng đầu năm 2015	Doanh thu Q4/2015	Doanh thu 2016
<b>Maharaja Lela South Project</b>	1/2014 - 6/2015	124	7	
% hoàn thành		95%	5%	
<b>Nghi Sơn - B2</b>	2015 - 2017	100	6	
% hoàn thành		94%	6%	
<b>Ghana OTCP Dev - FPSO</b>	3/2015 - 4/2016	42	34	34
% hoàn thành		39%	31%	31%
<b>Phát triển toàn bộ Mỏ Sư tử Trắng – giai đoạn 1</b>	1/2015 - 9/2016	37	38	75
% hoàn thành		25%	25%	50%
<b>Nhà máy xử lý khí Cà Mau</b>	8/2015 - 2/2016	0	25	125
% hoàn thành		0%	10%	50%
<b>Tam Đảo 05</b>	12/2013 - 08/2016	225	5	
% hoàn thành		98%	2%	
<b>Nhà máy NPK/NH3 của DPM</b>	Q3/2015 – Q2/2017	0	38	100
% hoàn thành		0%	15%	40%
<b>Nhà máy nhiệt điện Long Phú</b>		0	0	25
% hoàn thành		0%	0%	10%
<b>Tổng cộng (triệu USD)</b>			<b>151</b>	<b>359</b>
<b>Tổng cộng (tỷ đồng)</b>			<b>3.404</b>	<b>8.074</b>

Nguồn: thông tin từ PVS & ước tính của VCSC

## Định giá & phân tích độ nhạy

### Mô hình định giá DCF

Giá mục tiêu theo DCF của chúng tôi tương ứng mức giá hợp lý 17.019 đồng, giảm 50% so với giá mục tiêu trước đây chủ yếu do chi phí vốn cao hơn, giá dầu thô giả định giảm còn 40 USD/thùng so với mức 50 USD trước đây, tác động lên cả giá cả và lượng công việc, dẫn đến mức cắt giảm 30% lợi nhuận năm 2016 so với dự báo trước đây.

Chi phí vốn bình quân gia quyền của chúng tôi gia tăng từ 14% lên 16% do lợi suất trái phiếu Chính phủ tăng đạt 6,5%, rủi ro chênh lệch thị trường cao hơn cũng như tăng tỷ lệ beta của cổ phiếu lên 1,3 do những rủi ro liên quan đến giá dầu thô. Bảng phân tích độ nhạy của chúng tôi cho thấy khi giá dầu thô giảm xuống mức 30 USD/thùng sẽ khiến giá trị hợp lý cổ phiếu giảm còn 14.000 đồng (giả định giá dầu thô duy trì ở mức này trong suốt giai đoạn dự báo). Chúng tôi nhận định trong khi sự sụt giảm giá dầu thô xuống còn 30 USD/thùng hay thấp hơn trong ngắn hạn là có khả năng xảy ra, tuy nhiên có khả năng lớn giá dầu thô sẽ không duy trì ở mức thấp tương tự trong suốt giai đoạn dự báo.

Để tính toán được giá mục tiêu, chúng tôi kết hợp phân tích DCF ở trên cùng với định giá theo phương pháp bội số với tỷ lệ 80:20, ưu tiên cho phương thức DCF (do các công ty cùng ngành khá hạn chế). Với định giá theo phương pháp bội số, chúng tôi sử dụng P/E dự phóng 1 năm 8,5 lần, tương ứng với mức P/E trung vị điều chỉnh của các công ty cùng ngành trong khu vực. Điều này giúp chúng tôi tính toán được giá mục tiêu cuối cùng 17.200 đồng.

Hình 6: Tổng hợp mô hình định giá DCFDCF

Tỷ đồng	2016	2017	2018	2019	2020
Lợi nhuận từ hoạt động	1.377	1.376	1.376	1.376	1.376
trừ Thuế	(275)	(275)	(275)	(275)	(275)
cộng: khấu hao	2.226	2.254	2.115	2.157	1.730
trừ vốn đầu tư XDCB	(936)	(935)	(935)	(935)	(935)
(cộng) / trừ vốn lưu động	(3.554)	(704)	(518)	-	-
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>-1.163</b>	<b>1.715</b>	<b>1.763</b>	<b>2.322</b>	<b>1.895</b>
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	-998	1.261	1.110	1.252	862
<b>Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do</b>	<b>189</b>	<b>1.450</b>	<b>2.560</b>	<b>3.812</b>	<b>4.674</b>

\*Ghi chú: dự báo lợi nhuận từ hoạt động dựa theo giả định giá dầu thô duy trì ổn định ở mức 40 USD/thùng trong suốt kỳ dự báo

<b>Giá trị hiện tại của FCFF + PV năm cuối cùng</b>	<b>9.133</b>
cộng: tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	8.963
Trừ: nợ ngắn và dài hạn	6.835
<b>Giá trị vốn</b>	<b>9.503</b>
Số CP lưu hành (triệu)	447
Chiết khấu cho tính minh bạch	20%
<b>Giá trị hợp của cổ phiếu (đồng)</b>	<b>17.019</b>

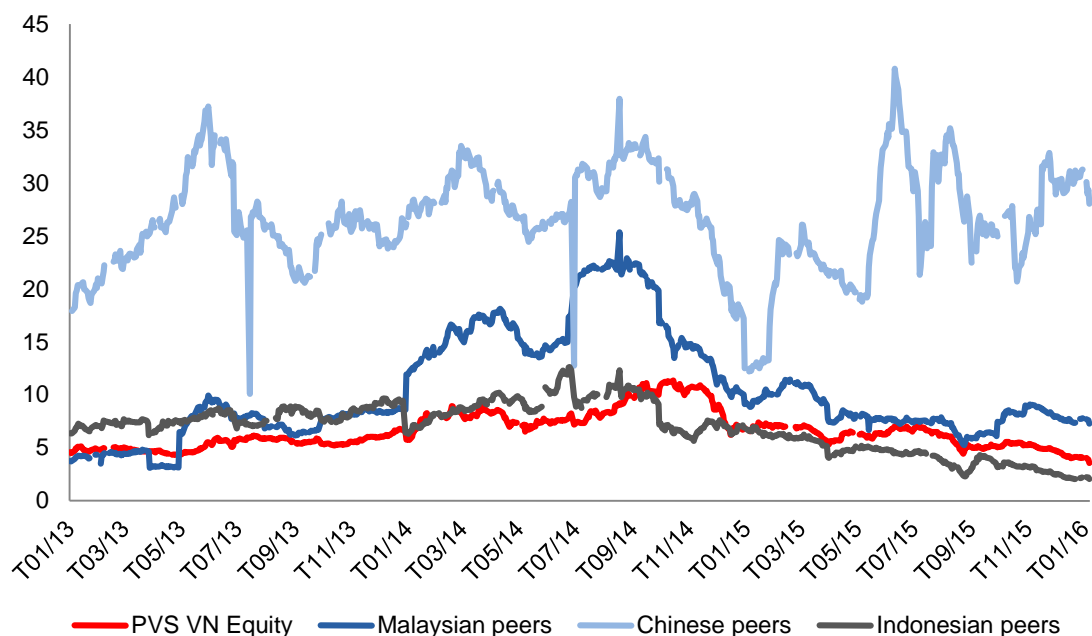
## Định giá theo phương pháp bội số

Hình 7: Phân tích so sánh với các công ty cùng ngành

Index thị trường	P/E dự phóng 1 năm thị trường	Cổ phiếu cụ thể	GT vốn hóa (tr USD)	P/E dự phóng 1 năm cổ phiếu	P/E dự phóng 1 năm tương đối (*)	P/E dự phóng 1 năm điều chỉnh (**)
<b>Trung Quốc</b>	<b>12,3</b>					
		603698 CH Equity	1.782	NA	NA	NA
		002554 CH Equity	860	25,2	2,0	25,6
		002469 CH Equity	656	NA	NA	NA
		002755 CH Equity	546	NA	NA	NA
<b>Malaysia</b>	<b>15,5</b>					
		SAKP MK Equity	2.525	9,6	0,6	7,8
		DEHB MK Equity	268	11,4	0,7	9,2
		KNMG MK Equity	242	12,4	0,8	10,0
		BARAKAH MK Equity	157	46,7	3,0	37,6
		SES MK Equity	127	8,1	0,5	6,5
		ICON MK Equity	107	22,9	1,5	18,5
		DLUM MK Equity	96	9,6	0,6	7,8
<b>Indonesia</b>	<b>15,3</b>					
		ELSA IJ Equity	121	5,6	0,4	4,6
		<b>Trung vị (***)</b>	<b>142</b>			<b>8,5</b>
		<b>Trung bình (***)</b>	<b>455</b>			<b>12,7</b>
<b>Việt Nam</b>	<b>12,5</b>	<b>PVS VN Equity</b>	<b>292</b>	<b>6,9</b>		<b>6,9</b>

Nguồn: Bloomberg & ước tính của VCSC. (\*) Tỷ lệ P/E tương đối = tỷ lệ P/E của công ty chia cho P/E tại thị trường của công ty đó. (\*\*) P/E điều chỉnh = P/E tương đối nhân với tỷ lệ P/E của VN-Index. (\*\*\*) Số trung bình và trung vị loại bỏ các công ty cùng ngành từ Trung Quốc

Hình 8: Diễn biến P/E điều chỉnh của PVS so với các công ty cùng ngành



Nguồn: Bloomberg

Hình 9: Định giá từ phương pháp trung bình DCF và PE

Phương pháp	Giá trị hợp lý (đồng/CP)	Trong số (%)	Đóng góp (đồng/CP)	Ghi chú
DCF	17.019	80%	13.615	
P/E	18.141	20%	3.628	P/E dự phóng mục tiêu 1 năm 8,5 lần (Định giá theo phương pháp bội số Hình 7)
<b>Giá mục tiêu (đồng/CP)</b>			<b>17.243</b>	

### Phân tích độ nhạy

Hình 10: Độ nhạy chỉ số tài chính của PVS so với giá dầu thô, sử dụng giả định cơ sở giá dầu thô 40 USD/thùng

Giả định chính	20	30	40	50	60
Dầu Brent, USD/thùng	20	30	40	50	60
Tăng trưởng DT so với 2015 (%)	-41,6%	-31,6%	-21,6%	-11,6%	-1,6%
Biên LN hỗn hợp (%)	2,7%	4,7%	6,7%	8,7%	10,7%
<b>Tỷ lệ tài chính</b>					
ROE %	3,9%	6,0%	8,6%	11,9%	15,6%
LNST 2016 (tỷ đồng)	462	713	1.041	1.444	1.924
Tăng trưởng EPS tiêu chuẩn hóa %	-67,9%	-50,5%	-27,8%	0,2%	33,5%
<b>Định giá</b>					
<b>Giá mục tiêu từ DCF (đồng/CP)</b>	<b>11.206</b>	<b>14.062</b>	<b>17.243</b>	<b>20.763</b>	<b>24.617</b>
TL tăng %	-23,8%	-4,3%	17,3%	41,2%	67,5%
Lợi suất cổ tức %	4,8%	6,8%	8,2%	8,2%	8,2%
Tổng mức sinh lời %	-19,0%	2,5%	25,5%	49,4%	75,6%

Nguồn: ước tính của VCSC



## Phân tích kỹ thuật

Đồ thị giá giảm về mức hỗ trợ ngắn hạn 16.400 và vùng hỗ trợ trung hạn là mức 12.000

Đồ thị giá rơi vào trạng thái bị quá bán và các tín hiệu đảo chiều tăng giá vẫn chưa hình thành cho nên đồ thị giá có thể chỉ xuất hiện nhịp hồi phục kỹ thuật trong ngắn hạn. Tuy nhiên, rủi ro đầu tư đang giảm dần trong ngắn hạn, đặc biệt là giá dầu Brent vẫn đang giữ mức hỗ trợ dài hạn 36 USD/thùng

Chúng tôi đánh giá xu hướng trung hạn ở mức GIẢM và các nhà đầu tư trung hạn có thể mua vào khi giá giảm về vùng hỗ trợ 12,000

Tính đến ngày 05/01/2016	(đồng/CP)
Chu kỳ phân tích	1-3 tháng
Ngưỡng kháng cự ngắn hạn	17.500
Ngưỡng hỗ trợ ngắn hạn	16.400
Xu hướng ngắn hạn	TRUNG TÍNH
Chu kỳ phân tích trung hạn	3-6 THÁNG
Ngưỡng kháng cự trung hạn	23.300
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	12.000
Xu hướng trung hạn	GIẢM



Nguồn: VCSC

## Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
Doanh thu thuần	31.516	24.742	19.387
Già vốn hàng bán	-29.070	-24.911	-24.226
Lợi nhuận gộp	2.446	2.032	1.304
Chi phí bán hàng	-116	-91	-71
Chi phí quản lí DN	-711	-693	-543
LN thuần HĐKD	1.619	1.248	690
Doanh thu tài chính	218	345	144
Chi phí tài chính	-193	-346	-166
Trong đó, chi phí lãi vay	-95	-82	-66
Lợi nhuận từ công ty LDLC	586	757	687
Lợi nhuận/(chi phí) khác	140	0	0
LNTT	2.327	2.005	1.355
Thuế TNDN	-301	-441	-271
LNST trước CĐTS	2.026	1.564	1.084
Lợi ích CĐ thiếu số	-10	-63	-43
<b>LN ròng trừ CĐTS, báo cáo</b>	<b>1.813</b>	<b>1.501</b>	<b>1.041</b>
<b>LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh</b>	<b>1.672</b>	<b>1.375</b>	<b>953</b>
EBITDA	3.400	983	1.005
EPS cơ bản báo cáo, VND	4.060	3.361	2.330
EPS cơ bản điều chỉnh <sup>(1)</sup> , VND	3.742	3.078	2.134
EPS pha loãng hoàn toàn <sup>(2)</sup> , VND	3.742	3.078	2.134

TỶ LỆ	2014A	2015F	2016F
<b>Tăng trưởng</b>			
Tăng trưởng doanh thu	24,0%	-21,5%	-21,6%
Tăng trưởng LN HĐKD	-15,7%	-22,9%	-44,7%
Tăng trưởng LNTT	2,6%	-13,8%	-32,4%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	16,3%	-21,0%	-27,8%
<b>Khả năng sinh lời</b>			
Biên LN gộp %	7,8%	8,2%	6,7%
Biên LN từ HD %	5,1%	5,0%	3,6%
Biên EBITDA	10,8%	4,0%	5,2%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	5,8%	5,5%	5,4%
ROE	17,7%	13,3%	8,6%
ROA	6,9%	6,0%	4,8%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>			
Số ngày tồn kho	10,1	10,1	10,1
Số ngày phải thu	65,3	66,0	86,0
Số ngày phải trả	54,4	54,4	30,0
TG luân chuyển tiền	21,0	16,7	45,6
<b>Thanh khoản</b>			
CS thanh toán hiện hành	1,4	1,5	2,0
CS thanh toán nhanh	1,3	1,5	2,0
CS thanh toán tiền mặt	0,7	0,7	0,8
Nợ/Tài sản	0,1	0,1	0,1
Nợ/Vốn sử dụng	0,2	0,2	0,2
Nợ/Vốn CSH	0,2	0,2	0,2
Khả năng thanh toán lãi vay	25,4	20,1	23,1

BẢNG CĐKT	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
Tiền và tương đương	8.199	7.485	4.798
Đầu tư TC ngắn hạn	4	4	4
Các khoản phải thu	5.606	5.369	4.568
Hàng tồn kho	899	630	502
TS ngắn hạn khác	2.312	2.312	2.775
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>17.020</b>	<b>15.800</b>	<b>12.647</b>
TS dài hạn (gộp)	10.766	11.539	12.275
- Khấu hao lũy kế	-6.073	-7.056	-8.060
TS dài hạn (ròng)	4.693	4.483	4.214
Đầu tư TC dài hạn	159	159	159
TS dài hạn khác	4.567	4.567	4.567
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>9.419</b>	<b>9.209</b>	<b>8.940</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>26.438</b>	<b>25.010</b>	<b>21.587</b>
Phải trả ngắn hạn	5.118	4.400	1.486
Nợ ngắn hạn	752	752	711
Nợ ngắn hạn khác	6.517	5.116	4.009
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>12.387</b>	<b>10.268</b>	<b>6.207</b>
Nợ dài hạn	1.828	1.553	1.568
Nợ dài hạn khác	1.436	1.436	1.436
Tổng nợ dài hạn	15.651	13.257	9.211
<b>Tổng nợ</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Vốn cổ phần	40	40	40
Thặng dư vốn CP	4.467	4.467	4.467
Lợi nhuận giữ lại	4.845	5.810	6.434
Vốn khác	-	-	-
Lợi ích CĐTS	1.436	1.436	1.436
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>10.787</b>	<b>11.752</b>	<b>12.377</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>26.438</b>	<b>25.010</b>	<b>21.587</b>

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>5.857</b>	<b>8.199</b>	<b>7.485</b>
Lợi nhuận sau thuế	1.813	1.501	1.041
Khấu hao	983	983	1.005
Thay đổi vốn lưu động	1.253	-1.614	-3.554
Điều chỉnh khác	-143	0	0
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>3.906</b>	<b>870</b>	<b>-1.509</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-269	-773	-736
Đầu tư	-4	0	0
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-264</b>	<b>-1.700</b>	<b>-1.700</b>
Cổ tức đã trả	-573	-536	-416
Tăng (giảm) vốn	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-644	-275	15
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-300	0	-41
Tiền từ các hoạt động TC khác	20	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-1.299</b>	<b>-811</b>	<b>-442</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2.343</b>	<b>-714</b>	<b>-2.687</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>8.199</b>	<b>7.485</b>	<b>4.798</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), và (2) bao gồm các đợt chia cổ tức sắp tới, nếu có.

## KQLN theo quý

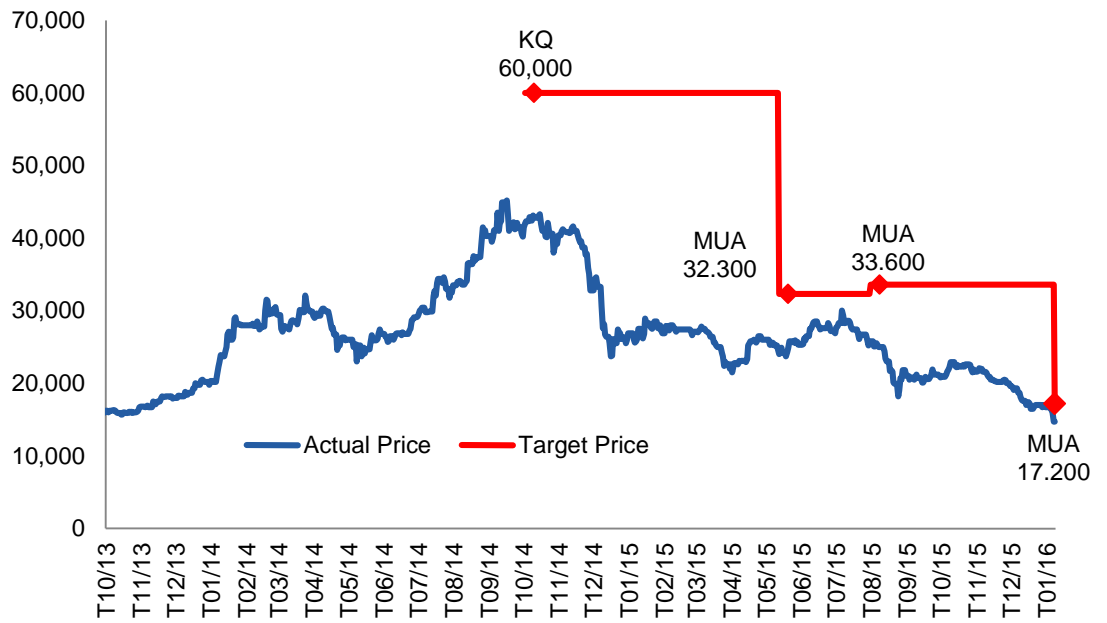
2015	Q1	Q2	Q3	Q4	KQ tính từ đầu năm	Mục tiêu của công ty	Dự báo của VCSC
Doanh thu, tỷ đồng	4.955	7.510	6.819	5.458	19.284	27.000	24.742
Mục tiêu LNST, chưa điều chỉnh	328	554	368	251	1.251	965	1.501
Mục tiêu LNST, điều chỉnh	N/A	N/A	N/A	N/A	NA	869	1.375
Biên lợi nhuận gộp	7,1%	10,7%	8,1%	N/A	8,9%		
Biên lợi nhuận từ hoạt động	3,9%	7,7%	4,3%	N/A	5,5%		
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS	6,6%	7,4%	5,4%	N/A	6,5%		
Tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ năm trước	-13,3%	0,3%	-28,4%	N/A	-15,2%		
Tăng trưởng LN từ hoạt động so với cùng kỳ năm trước	-13,3%	-2,1%	24,7%	N/A	1,5%		
<b>2014</b>							
Doanh thu, tỷ đồng	5.713	7.684	9.526	8.451	31.156		
Mục tiêu LNST, chưa điều chỉnh	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
Mục tiêu LNST, điều chỉnh	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
Biên lợi nhuận gộp	6,6%	10,5%	4,5%	9,3%	7,8%		
Biên lợi nhuận từ hoạt động	3,9%	8,0%	2,5%	6,2%	5,1%		
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS	4,7%	6,9%	3,9%	7,0%	5,8%		
Tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ năm trước	-6,3%	34,5%	24,0%	-11,3%	24,0%		
Tăng trưởng LN từ hoạt động so với cùng kỳ năm trước	-40,1%	118,5%	-56,5%	-24,5%	-15,7%		
<b>2013</b>							
Doanh thu, tỷ đồng	4.795	6.830	7.665	6.096	25.419		
Mục tiêu LNST, chưa điều chỉnh	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
Mục tiêu LNST, điều chỉnh	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
Biên lợi nhuận gộp	10,9%	7,2%	9,3%	15,1%	10,5%		
Biên lợi nhuận từ hoạt động	7,7%	4,1%	7,0%	11,3%	7,6%		
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS	5,5%	4,1%	6,3%	8,1%	6,2%		
Tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ năm trước	-25,0%	42,5%	12,2%	-20,5%	3,3%		
Tăng trưởng LN từ hoạt động so với cùng kỳ năm trước	82,2%	-30,3%	24,7%	-1153,7%	63,3%		

Lưu ý: LNST điều chỉnh = LNST trừ lợi ích cổ đông thiểu số, có khấu trừ quỹ khen thưởng, phúc lợi.

## Dự báo KQLN

	KQ 2014	Dự báo 2015 (trước đây)	Dự báo 2015 (hiện nay)	Dự báo mới so với KQ 2014	Ghi chú
tỷ đồng					
<b>Doanh thu</b>	<b>31.516</b>	<b>27.155</b>	<b>24.742</b>	<b>-21,5%</b>	
OSV	6.859	4.984	4.609	-32,8%	
Dịch vụ quản lý FPSO/FSO	2.550	3.106	3.106	21,8%	
Khảo sát địa chấn và ROV	3.229	2.228	2.228	-31,0%	
Căn cứ cảng	1.999	2.198	2.198	10,0%	
M&C	13.535	12.182	10.151	-25,0%	
O&M	2.860	1.940	1.473	-48,5%	
Khác	483	517	975	102,0%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.445</b>	<b>2.244</b>	<b>2.032</b>	<b>-16,9%</b>	
OSV	651	641	479	-26,4%	
Dịch vụ quản lý FPSO/FSO	149	129	155	4,2%	
Khảo sát địa chấn và ROV	11	7	67	507,6%	
Căn cứ cảng	454	508	429	-5,6%	
M&C	516	714	711	37,7%	
O&M	632	196	162	-74,4%	
Khác	32	49	29	-8,5%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị	-116	-81	-91	-21,4%	
Chi phí điều hành	-711	-706	-693	-2,6%	
LN từ HĐKD	1.619	1.457	1.248	-22,9%	
LN ngoài HĐKD	804	689	839	4,3%	
Chi phí lãi vay	-95	-102	-82	-13,3%	
LN trước thuế	2.328	2.044	2.005	-13,9%	
LN sau thuế	1.824	1.594	1.564	-14,3%	
LNST và sau lợi ích CĐTS	1.813	1.499	1.501	-17,2%	
<b>Biên lợi nhuận gộp %</b>	<b>7,8%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,2%</b>		
OSV	9,5%	12,9%	10,4%		
Dịch vụ quản lý FPSO/FSO	5,8%	4,2%	5,0%		
Khảo sát địa chấn và ROV	0,3%	0,3%	3,0%		
Căn cứ cảng	22,7%	23,1%	19,5%		
M&C	3,8%	5,9%	7,0%		
O&M	22,1%	10,1%	11,0%		
Khác	6,6%	9,5%	3,0%		
Chi phí bán hàng và tiếp thị/Doanh thu %	-0,4%	-0,3%	-0,4%		
Chi phí điều hành/Doanh thu %	-2,3%	-2,6%	-2,8%		
Biên LN từ hoạt động %	7,7%	5,4%	5,0%		
Biên LNST %	5,8%	5,5%	6,1%		
Thuế suất %	21,7%	22,0%	22,0%		

## 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

Barry Weisblatt, +848 3914 3588 ext 105  
[barry.weisblatt@vcsc.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vcsc.com.vn)

#### Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp, ext 145

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

Trịnh Ngọc Hoa, CV cao cấp ext 124  
Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116

#### BDS, Xây dựng và Vật liệu

Hoàng Văn Thọ, Chuyên viên ext 174  
Vương Khắc Huy, Chuyên viên ext 139  
Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149

#### Hàng tiêu dùng, Ôtô và Sắm lốp

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng ext 143  
Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147

#### 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)

#### Anirban Lahiri, Trưởng phòng cao cấp ext 130

##### Logistics và Nông nghiệp

Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138  
Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

#### Dầu khí, Điện và Phân bón

Đinh Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140  
Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

#### 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

#### 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.