

## MCK: PPC (HOSE)

## CÔNG TY CỔ PHẦN NHIỆT ĐIỆN PHẢ LẠI

## NẮM GIỮ

ĐỊNH GIÁ 21.000

Chuyên viên: Lương Thị MinhTrâm

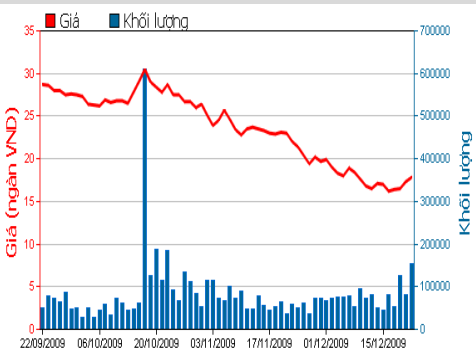
Email: tram.ltm@vdsc.com.vn

ĐT: 08 6299 2006 – Ext 307

## Chỉ tiêu cơ bản

Giá (29/12/2009)	18.300
Giá cao nhất (52 tuần)	35.500
Giá thấp nhất (52 tuần)	16.200
Số CP đang lưu hành	326.325.000
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	5.972
P/BV (BV 30/09/09)	1,4

## Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: www.hsx.vn

## CTCP NHIỆT ĐIỆN PHẢ LẠI

Thôn Phao Sơn, Thị trấn Phả Lại, Chí Linh,  
Tỉnh Hải DươngWebsite: [www.vshpc.evn.com.vn](http://www.vshpc.evn.com.vn)

## Tiện ích công cộng – Ngành nhiệt điện

Chúng tôi ước tính giá trị PPC trên nguyên tắc thận trọng vào khoảng 21.000 đồng/CP, tương đương giá trị vốn hóa 5.809 tỷ đồng cao hơn 15% so với giá tham chiếu ngày 30/12/09. PPC là một trong những cổ phiếu thanh khoản cao trên sàn HOSE, đặc biệt được các nhà đầu tư nước ngoài quan tâm. Nhà đầu tư có thể nắm giữ cổ phiếu PPC đối với khẩu vị đầu tư giá trị với mức độ chấp nhận rủi ro thấp. Trong ngắn hạn, PPC không phải là cổ phiếu hấp dẫn do những biến động khó lường trước của tỷ giá ngoại tệ. Trong dài hạn, khi thị trường ngoại hối đi vào ổn định hơn, PPC sẽ là cổ phiếu tốt trong danh mục với độ an toàn cao và mức sinh lời ổn định.

PPC là nhà máy nhiệt điện chạy than có quy mô lớn nhất trong cả nước và là nhà máy điện lớn thứ ba sau Thủy điện Hòa Bình và Thủy điện Phú Mỹ. Sản lượng điện trung bình khoảng 7 tỷ kWh/năm, chiếm khoảng 10% sản lượng điện quốc gia và 30% sản lượng điện toàn miền Bắc.

Hoạt động kinh doanh của công ty trong những năm gần đây phát triển tốt, mang lại doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng bền vững qua các năm. Lợi thế của công ty là sản phẩm điện được sản xuất từ nhiên liệu than nên ổn định, không phụ thuộc vào thời tiết như các công ty thủy điện. Thay vào đó công ty phải đối mặt với việc giá cả nguyên, nhiên liệu đầu vào cao trong thời gian vừa qua. Tuy nhiên do toàn bộ điện thương phẩm công ty sản xuất ra đều được bán hết cho EVN với giá bán điện sẽ được điều chỉnh phù hợp với giá nguyên nhiên liệu trong khung hợp đồng ký kết. Vì vậy, PPC không gặp quá nhiều rủi ro khi giá cả nguyên vật liệu biến động. Khó khăn đáng kể nhất mà PPC gặp phải là khoản vay nợ hơn 34 tỷ yên dưới sự biến động của tỷ giá đã tác động nghiêm trọng tới kết quả kinh doanh của PPC.

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế cho 11 tháng đầu năm lần lượt đạt 4.106 tỷ đồng và 1.193 tỷ đồng. Như vậy sau 11 tháng kinh doanh PPC đã đạt 107% chỉ tiêu kế hoạch về doanh thu (3.848 tỷ đồng) và 400% kế hoạch về chỉ tiêu lợi nhuận trước thuế cả năm (297 tỷ đồng). Dự kiến doanh thu và lợi nhuận năm 2009 lần lượt đạt 4.425 tỷ và 425 tỷ đồng, tương đương vượt 15% và 43% so với kế hoạch năm.

## Thông tin giao dịch

Ngày	Giá đóng cửa	KLGD	Dư mua	Dư bán	NN mua	NN bán
28/12/2009	18,500	804,180	358,910	702,220	320,470	122,190
25/12/2009	19,000	1,187,960	897,220	88,390	33,200	387,110
24/12/2009	18,100	1,179,300	798,730	198,870	216,480	754,200
23/12/2009	17,800	945,630	470,200	490,060	334,820	597,820
22/12/2009	17,800	1,528,880	331,730	386,010	349,270	239,290

## Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: tỷ đồng	2008	2009 KH	9T/2009	2009 dự báo
Doanh thu	3.882	3.848	3.364	4.348
Lợi nhuận trước thuế	(468)	297	996	412
Lợi nhuận sau thuế	(213)	297	996	412
Vốn điều lệ	3.262		3.262	3.262
Tổng tài sản	10.797		11.495	11.133
Vốn chủ sở hữu	3.432		4.390	3.857
ROA	-2%		9%	3,7%
ROE	-6%		23%	10,7%
EPS (VNĐ)	(645)			1.262
Giá trị sổ sách (VNĐ)	10.520		13.458	11.823
Tỷ lệ cổ tức	0%	5%		0,0%

Nguồn: PPC, VDSC ước tính

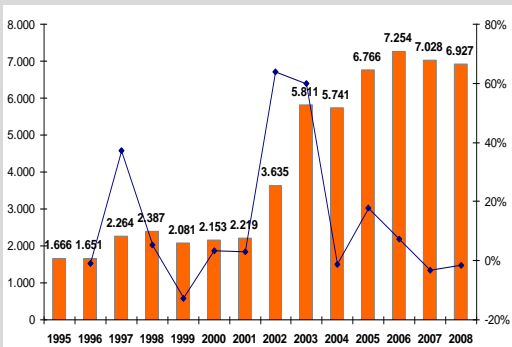
**Thành lập** Năm 2004

**Cổ phần hóa** Năm 2007

**Quản trị - Điều hành**

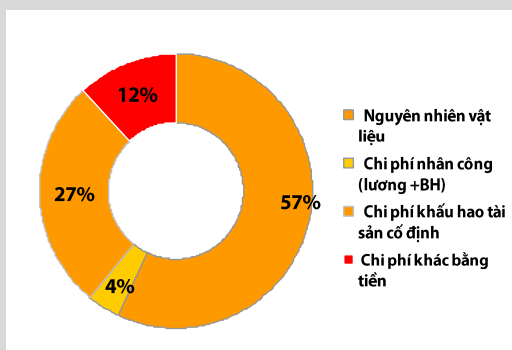
- Phạm Kim Lân, CT.HĐQT
- Nguyễn Khắc Sơn, TV.HĐQT, TGD
- Nguyễn Trường Tấn, TV.HĐQT
- Phạm Linh, TV.HĐQT
- Đàm Minh Đức, TV.HĐQT
- Phạm Quang Vinh, TV.HĐQT
- Hoàng Thị Viện, TV.HĐQT
- Nguyễn Văn Thanh, P.TGD
- Vũ Xuân Cường, P.TGD

**Sản lượng điện sản xuất từ năm 1995-2008**



Nguồn: PPC, VDSC

**Cơ cấu chi phí năm 9T/2009**



Nguồn: Báo cáo tài chính Q3/ 2009

**CÔNG TY**

Công ty cổ phần Nhiệt Điện Phả Lại tiền thân là nhà máy điện Phả Lại, trực thuộc Công ty Điện Lực I thành lập năm 1982. Năm 2005, PPC chuyển sang hình thức công ty cổ phần và chính thức niêm yết trên TTGDCK Hà Nội ngày 15/05/2005. Sau đó, PPC chuyển qua sàn TP.HCM ngày 26/01/2007.

Hoạt động chủ yếu của PPC là sản xuất điện năng, với hai nhà máy sản xuất điện là Phả Lại 1 và Phả Lại 2 gồm 6 tổ máy có công suất 1.040 MW, Trong 6 tổ máy có 4 tổ máy đã vận hành khai thác hơn 20 năm, nhưng vẫn có thể phát điện đạt 85-90% công suất thiết kế.

**Hoạt động sản xuất kinh doanh**

**Sản phẩm – năng lực sản xuất**

Công ty sản xuất điện trung bình hàng năm khoảng 7 tỷ kWh, chiếm khoảng 10% sản lượng điện quốc gia và 40% sản lượng điện toàn miền Bắc. Sản lượng điện hàng năm biến động do các tổ máy phải dừng lại sửa chữa, chu kỳ 4 năm/lần cho việc đại tu. Thời gian cho 1 lần đại tu khoảng 90-104 ngày.

Toàn bộ nguồn thu của PPC là từ việc bán điện cho EVN. Với giá bán bình quân khoảng 580 đồng/kWh. Doanh thu từ các dịch vụ còn lại như quản lý, vận hành, bảo dưỡng, sửa chữa, công trình kiến trúc của nhà máy điện chiếm tỷ trọng rất thấp trong tổng doanh thu.

Doanh thu năm 2008 đạt 3.882 tỷ đồng, tăng 74 tỷ đồng tương đương tăng 2% so với năm 2007. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế cho 11 tháng đầu năm 2009 lần lượt đạt 4.106 tỷ đồng và 1.193 tỷ đồng. PPC đạt được kết quả khả quan do sản lượng điện sản xuất từ 6 tổ máy luôn phát với công suất cao và việc ngừng hoạt động tổ máy 5 để bảo dưỡng được hoãn tới năm 2010. Dự kiến năm 2009 công ty sẽ sản xuất được 7,3 tỷ kWh/năm với doanh thu năm 2009 ước tính đạt 4.348 tỷ đồng vượt 13% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận khoảng 412 tỷ đồng, vượt 39% so với kế hoạch.

**Chi phí**

Chi phí nhiên liệu (than, dầu) và khấu hao tài sản cố định là yếu tố cấu thành chủ yếu của tổng chi phí sản xuất của công ty từ 86% -89% tổng chi phí. Các chi phí khác như chi phí lãi vay, chi phí bảo dưỡng và vận hành, vật liệu phụ, lương công nhân, các dịch vụ mua ngoài chiếm tỷ lệ không đáng kể.

Tỷ trọng chi phí nguyên nhiên liệu bình quân chiếm khoảng 53% giá thành sản phẩm, trong đó, 94% là chi phí nhiên liệu than và khoảng 6% là chi phí dầu FO (Diesel) chiếm 6%. Mặc dù giá cả các nguyên nhiên liệu này có xu hướng tăng lên nhưng nhờ giá bán điện đầu ra cho EVN được điều chỉnh phù hợp trong mức đã ký kết trong các hợp đồng bán nên không gánh chịu rủi ro.

**Vị thế công ty**

PPC là nhà máy nhiệt điện chạy than lớn nhất cả nước và là nhà máy điện lớn thứ 3 sau nhà máy thủy điện Hòa Bình và nhà máy thủy điện Phú Mỹ. Mỗi năm bình quân sản xuất được 7 tỷ Kwh và bán cho EVN khoảng 6 tỷ Kwh.

Hiện nay PPC đang chiếm khoảng 10% sản lượng điện quốc gia và 40% sản lượng điện toàn miền Bắc. Toàn bộ điện thương phẩm công ty sản xuất đều bán cho EVN theo giá bán linh hoạt và khả năng cung cấp điện hiện nay của ngành điện Việt Nam vẫn chưa đáp ứng nhu cầu sử dụng điện của nền kinh tế nên công ty không có đối thủ cạnh tranh.

Công ty được hưởng lợi về địa lý do nằm gần mỏ than Vàng Danh và Mạo Khê nên PPC nên tiết kiệm được chi phí vận chuyển.

PPC được vay ưu đãi với lãi suất rất thấp (lãi suất cố định là 2.34%/năm cộng

0.2% phí quản lý) trong dài hạn. Đây là lợi thế đặc biệt của PPC so với các doanh nghiệp khác cùng ngành.

### Tiềm năng tăng trưởng

Trong thời gian tới, công ty chưa có kế hoạch tăng công suất sản xuất điện mà chỉ chủ yếu tiến hành cải tiến quy trình sản xuất nhằm giảm chi phí sản xuất. Tuy vậy, trong năm 2009 công ty đã tiến hành đầu tư vào các Dự án nhiệt điện. Cụ thể, PPC đã ký hợp đồng góp vốn vào Công ty cổ phần Nhiệt điện Hải Phòng với tỷ lệ vốn góp là 16% và Công ty cổ phần Nhiệt điện Quảng Ninh với tỷ lệ vốn góp là 15%. Tổng số vốn góp của PPC vào 2 công ty trên ước tính khoảng 1.600 tỷ đồng.

Tính đến thời điểm đầu tháng 12/2009, PPC đã thực hiện góp vốn khoảng 1.400 tỷ đồng và phần còn lại sẽ góp hết trong năm 2009. Dự kiến 2 nhà máy nhiệt điện này sẽ đi vào hoạt động vào đầu Q2/2010 (khả năng trong thời gian đầu năng suất chỉ đạt 60%-70%).

### Đầu tư tài chính

PPC có nguồn tiền dồi dào từ khấu hao, bình quân mỗi năm khoảng 900 tỷ. Trong thời gian chưa triển khai những dự án mới, Công ty sử dụng vào đầu tư tài chính. Tính đến thời điểm cuối tháng 9/2009, giá trị đầu tư tài chính của PPC là 3.500 tỷ đồng, bao gồm:

- 2.465 tỷ đồng tiền gửi có kỳ hạn 3 tháng với lãi suất từ 7,5% đến 7,8%.
- 1.064 tỷ đồng đầu tư dài hạn khác, trong đó chủ yếu là vốn góp vào CTCP Nhiệt điện Hải Phòng và CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh khoảng 1.000 tỷ đồng.

Các khoản tiền cho vay, tiền gửi và đầu tư cổ phiếu tạo doanh thu tài chính ổn định nhưng hiệu quả là không cao.

Trong thời gian tới, khi Công ty sử dụng các nguồn vốn (cho vay và tiền gửi) trên đầu tư vào các dự án nhiệt điện sẽ làm giảm khoản thu từ hoạt động tài chính. Trong khi đó, các dự án đầu tư nhiệt điện chưa thể đem lại lợi nhuận ngay.

### Rủi ro kinh doanh

So với thủy điện thì hoạt động sản xuất điện của PPC ổn định hơn do không chịu rủi ro từ điều kiện thời tiết nhưng PPC chịu rủi ro tăng giá nguyên vật liệu. Tuy nhiên, do PPC đã ký hợp đồng bán điện với EVN trong đó quy định mức giá bán linh động nhằm bù đắp cho khả năng tăng giá than và dầu. Như vậy ảnh hưởng từ yếu tố này tới lợi nhuận là không đáng kể.

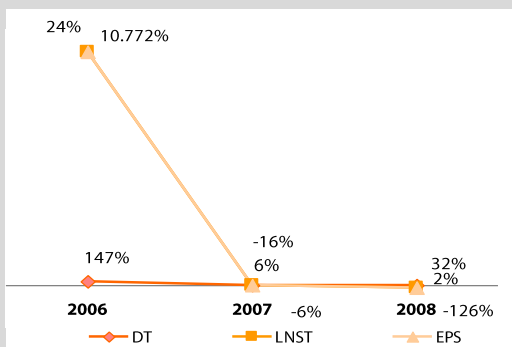
Rủi ro lớn nhất mà PPC chịu đó là biến động tỷ giá JPY/VND phát sinh từ khoản vay nợ hơn 34,349 tỷ JPY, với tỷ giá JPY/VND tại ngày 22/12/2009 là 200 tăng 15 đồng so với tỷ giá 184,96 tại ngày 31/12/2008, như vậy nếu vẫn duy trì ở mức này đến cuối năm 2009 thì công ty phải trích lập dự phòng chênh lệch tỷ giá khoảng 520 tỷ đồng. Hiện nay, PPC đang đẩy mạnh việc ký kết các hợp đồng để phòng tránh rủi ro tỷ giá, tuy nhiên đến nay vẫn chưa có phương án cụ thể về việc phòng ngừa rủi ro cho khoản nợ này do chi phí về các công cụ quá cao khoảng 10 triệu USD/năm.

### Tình hình tài chính

#### Khả năng sinh lợi

Theo kết quả hoạt động kinh doanh trong những năm gần đây cho thấy tỷ suất lãi gộp trên doanh thu thuần của công ty đang có xu hướng giảm, 9 tháng đầu năm 2009 tỷ lệ này chỉ đạt 27,6% giảm mạnh so với 29,3% năm 2007. Tính theo bình quân 4 quý gần nhất khi so với 3 công ty thủy điện tại sàn HOSE như: TBC,

### Phân tích tăng trưởng



Nguồn: PPC, VDSC

Ngày 29/12/2009

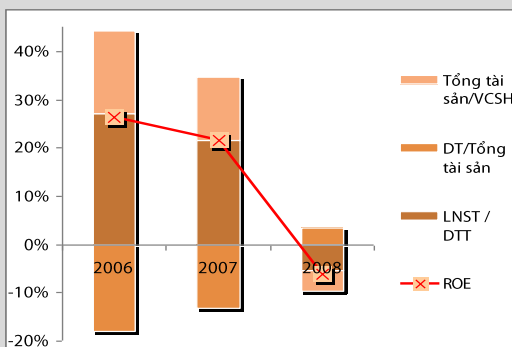
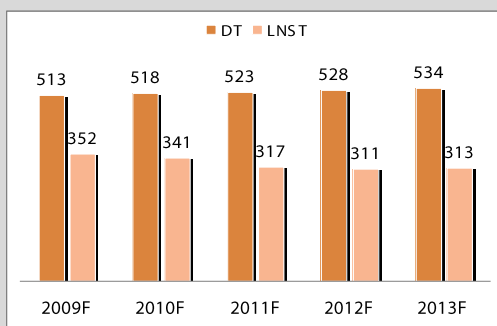
**Khả năng sinh lợi**

	2007	2008	9T/2009
LN Gộp/DT	29,3%	27,9%	27,6%
LN HĐKD/DT	27,7%	26,3%	26,0%
LNST/DT	21,7%	-5,5%	29,6%
ROA	8,5%	-2,0%	
ROE	21,6%	-6,2%	

**Cấu trúc tài chính**

	2007	2008	9T/09
<b>Cấu trúc tài sản</b>			
Hàng tồn kho/TTS	4,8%	5,2%	5,1%
TSCĐ/TTS	62,0%	47,4%	41,8%
ĐTTC dài hạn/TTS	11,3%	2,2%	9,9%
<b>Cấu trúc vốn</b>			
Tổng nợ/TTS	60,5%	68,2%	61,8%
Nợ vay/TTS	55,96%	62,02%	55,27%

Nguồn: PPC, VDSC

**Phân tích ROE****Dự phóng Doanh thu – Lợi nhuận**

Nguồn: VDSC ước tính

VSH và SJD thì tỷ suất lãi gộp trên doanh thu của PPC thấp nhất, sau TBC (72,7%), sau VSH (61,1%) và SJD (57,9%).

Lợi nhuận biên của công ty ngày càng giảm chủ yếu do giá vốn hàng bán tăng chủ yếu từ khoản đại tu lớn và chi phí nhân công tăng mà không được đảm bảo trong giá. Dự kiến tỷ suất lãi gộp trên doanh thu thuần cả năm 2009 đạt 26% tiếp tục giảm so với năm 2008. Tuy nhiên tỷ lệ này trong năm 2010 sẽ tăng trở lại khi dây chuyền 1 sẽ hết khấu hao dẫn tới giá vốn hàng bán sẽ giảm đi đáng kể.

Trong ba năm gần nhất, tỷ suất sinh lợi (ROE) của PPC biến động theo xu hướng giảm chủ yếu do chịu ảnh hưởng bởi chi phí trích lập dự phòng chênh lệch tỷ giá.

**Cấu trúc tài chính và hiệu quả hoạt động**

Tính tới T9/2009 tổng nợ/TTS đạt 61,8%. Hiện PPC đang có một khoản nợ dài hạn lên tới 34 tỷ yên. Trong 2 năm gần đây, PPC phải trích lập dự phòng rất lớn do đồng JPY tăng giá so với VND. Cụ thể, năm 2008 đồng JPY mất giá 29,94% so với năm 2007. Năm 2009 đồng JPY có thể mất giá 8% so với năm 2008 (tỷ giá đồng JPY/VND tại ngày 29/12/2009 là 200,7 so với tại ngày 31/12/2007 là 184,96). Tuy nhiên cho đến nay công ty chưa có bất kỳ biện pháp hữu hiệu nào để hạn chế rủi ro tỷ giá của khoản vay nợ.

Nếu so sánh với việc PPC vay bằng đồng JPY với lãi suất rất thấp (lãi suất cố định là 2,34%/năm cộng 0,2% phí quản lý) và tỷ lệ trượt giá 8% của VND so với JPY thì lãi suất tương ứng lên tới khoảng 10,6%/năm thì lúc này hiệu quả sử dụng khoản vay ưu đãi không còn cao so với vay dài hạn bằng VND.

Tuy nhiên, căn cứ trên những diễn biến tỷ giá trong những năm gần đây và với định hướng giữ giá đồng Yên thấp để có lợi cho xuất khẩu của Chính phủ Nhật, tỷ giá JPY/VND có thể ổn định hoặc giảm trở lại trong những năm tới.

**DỰ PHÓNG – ĐỊNH GIÁ****Doanh thu**

Doanh thu cả năm của Công ty năm 2009 dự kiến tăng 12% so với năm 2008 tuy nhiên sẽ giảm 15% trong năm 2010 do tổ máy 5 sẽ ngừng hoạt động để đại tu trong khoảng 104 ngày. Từ năm 2011-2013 dự phóng doanh thu tăng trưởng 1%. Lợi nhuận gộp dự kiến ở quanh mức 25% trong các năm tiếp theo. PPC không có chi phí bán hàng. Chi phí quản lý doanh nghiệp biến động quanh mức 3%/năm.

Công ty được miễn thuế thu nhập doanh nghiệp trong 5 năm kể từ năm 2005 và giảm 50% trong 6 năm tiếp theo.

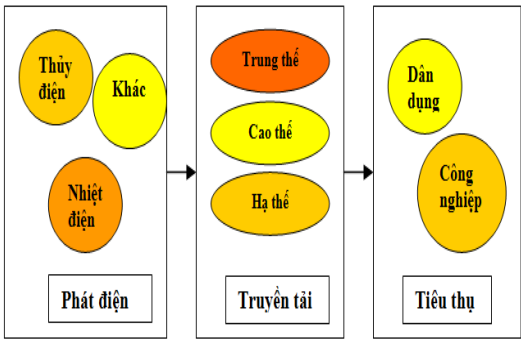
**Các tham số trong mô hình định giá**

Chúng tôi đưa ra mức tăng trưởng thận trọng 1% cho những năm tiếp theo. Chi phí sử dụng vốn tương ứng với  $Re = 15\%$  và  $WACC = 12,4\%$ .

**Kết quả định giá**

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFF	24.544	25%	6.136
FCFE	26.363	25%	6.591
Po/Eo	13.879	25%	3.470
P/BV	23.645	25%	5.911
<b>Giá bình quân</b>		<b>100%</b>	<b>22.108</b>

Chuỗi giá trị ngành điện Việt Nam



SƠ LƯỢC NGÀNH ĐIỆN

Ngành điện có thể nói là ngành chịu ảnh hưởng ít nhất từ những biến động của nền kinh tế trong thời gian qua so với các ngành khác, vì khả năng cung ứng điện hiện vẫn chưa thể đáp ứng đủ nhu cầu. Các công ty trong ngành luôn hoạt động với công suất cao nhất nhưng hệ thống vẫn phải mua thêm điện từ bên ngoài. Giá bán điện của các công ty trong ngành được cố định theo hợp đồng với EVN nên sự cạnh tranh giữa các công ty sản xuất điện là không có. Tuy nhiên, các công ty vẫn chịu ảnh hưởng lớn về biến động giá của các yếu tố đầu vào. Nhìn chung, đầu tư vào ngành điện luôn mang tính dài hạn và tương đối an toàn trong giai đoạn hiện nay vì ngành có bản chất sản xuất ổn định và Việt Nam sẽ tiếp tục đối mặt với tình trạng thiếu điện trong tương lai.

Tuy nhiên, nhà đầu tư cũng cần lưu ý một số rủi ro của ngành. Đối với các nhà máy nhiệt điện, khi sản lượng khí và than cung cấp bị suy giảm sản xuất điện sẽ gặp nhiều khó khăn. Đối với các dự án thủy điện, nhân tố rủi ro lớn nhất ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất kinh doanh của các dự án thủy điện là rủi ro về điều kiện thiên nhiên. Bên cạnh đó, trong quá trình vận hành máy móc thiết bị của nhà máy điện có thể bị hỏng dẫn đến việc sản xuất bị gián đoạn làm cho sản lượng điện và doanh thu giảm sút.

Tình hình ngành điện trong 10 tháng đầu năm

Trong 10 tháng đầu năm 2009, sản lượng điện do EVN sản xuất và mua từ các nhà máy ngoài EVN là 69,795 tỷ kWh, đạt 85,85% kế hoạch năm, tăng 12,39% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, điện thương phẩm ước thực hiện 61,472 tỷ kWh, tăng 11,66% so với cùng kỳ 2008; trong đó, điện cấp cho sản xuất tăng 9,9%; cấp cho quản lý và tiêu dùng dân cư tăng 13,66% so với cùng kỳ.

Về tình hình thực hiện các dự án nguồn điện, EVN đã hòa lưới lần đầu 7 tổ máy với tổng công suất 1.063MW và đưa vào vận hành ổn định 5 tổ máy với tổng công suất 994MW trong 10 tháng năm 2009.

Theo đánh giá của EVN lưu lượng nước về các hồ chứa miền Bắc thấp hơn giá trị trung bình nhiều năm từ 45% đến 81% nên các nhà máy thủy điện Thác Bà, Tuyên Quang, Hoà Bình khai thác hạn chế; các hồ thủy điện miền Trung và miền Nam đều vượt giá trị trung bình nhiều năm nên được khai thác cao. Các nhà máy thủy điện miền Trung, miền Nam và nhiệt điện than - tuabin khí được khai thác tối đa. Riêng nhiệt điện dầu và tuabin khí dầu huy động chạy phủ đỉnh, cơ bản đảm bảo cung ứng điện cho toàn hệ thống.

Dự báo ngành điện 2 tháng cuối năm 2009

Dự báo trong 2 tháng cuối năm, do thời tiết, nhất là bão, lũ có thể còn diễn biến phức tạp và cùng với sự tăng tốc của các ngành công nghiệp vào cuối năm, tăng trưởng phụ tải sẽ ở mức cao nên EVN dự kiến sản lượng điện trung bình/ngày toàn hệ thống sẽ ở mức 245 - 247 triệu kWh, công suất lớn nhất khoảng 13.100-13.400 MW.

Với yêu cầu tăng trưởng kinh tế năm 2009 trên 6,5%, ngành điện đặt mục tiêu sản xuất khoảng gần 83,3 tỷ kWh, tăng 12,5% so với năm 2008. Tuy nhiên, do suy giảm kinh tế, nếu GDP chỉ tăng 5% theo phương án của Chính phủ trình Quốc hội, nhu cầu phụ tải điện cả nước năm nay sẽ chỉ còn 83,994 tỷ kWh, tăng 9,66% so với năm 2008. Tốc độ tăng này là rất thấp so với 2-3 năm trước.

Bảng thống kê tóm tắt số liệu kinh doanh các doanh nghiệp tiêu biểu

Mã CK	Vốn điều lệ	Năm 2008					9T2009		
		Doanh thu	LNST	ROA	ROE	Cổ tức	Doanh thu	LN gộp	LNST
SJD	299	240	35	3%	9,6%	14%	233	146	82
TBC	635	245	155	18,4%	19,8%	10%	178	129	124
PPC	3.262	3.882	-208	-1,9%	-6%		3.364	929	965
VSH	1.375	481	371	14,9%	17,3%	14%	340	203	242





## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VDSC tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VDSC thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. Bản quyền thuộc VDSC, 2009.