



Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam

[Việt Nam / Dầu khí]

Bloomberg Code (PLX VN) | Reuters Code (PLX.HM)

MUA

Báo Cáo Lần Đầu

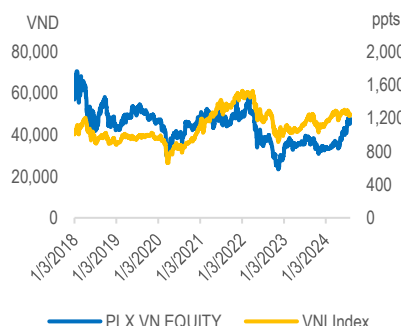
Giá mục tiêu (12 tháng) **64,500 VND**Giá hiện tại (29/08/2024) **48,800 VND****Suất sinh lời (%)** **32.1%**

VNINDEX	1,281
HININDEX	238
Vốn hóa (tỷ VND)	62,386
SLCP lưu hành (triệu CP)	1,271
Tự do giao dịch (triệu CP)	54
52-tuần cao/thấp (VND)	51,700/31,300
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	2.18
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	104

Cổ đông lớn (%)	Ủy ban quản lý vốn nhà nước	75.9
	Eneos Corporation	13.1

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	18.2	35.6	22.7
So với VN-Index (%)	18.3	33.6	23.0

Nguồn: Bloomberg



Thào Nguyễn

(84-28) 6299-8004

thao.np@shinhan.com

Lý Búi – Giám đốc Phân tích

(84-28) 6299-8029

ly.btt@shinhan.com



Please click or scan

Tương lai đầy hứa hẹn

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 64,500 đồng

Tập đoàn xăng dầu Việt Nam (PLX) là tập đoàn hàng đầu trong mảng phân phối xăng dầu Việt Nam. Trong năm 2024, động lực tăng trưởng của PLX đến từ nhu cầu nội địa ổn định và các chính sách thuận lợi hơn. Trong dài hạn, chúng tôi tin rằng việc kiểm soát chặt chẽ thị trường xăng dầu và tiềm năng tăng trưởng cao của thị trường nhiên liệu máy bay sẽ giúp PLX gia tăng thị phần. Quan trọng nhất, với dự thảo Nghị định mới có hiệu lực trong thời gian tới, PLX đang ở vị trí thuận lợi để tận dụng các quy định mới. Dựa trên phương pháp DCF, chúng tôi định giá lần đầu PLX ở mức giá 64,500 đồng tương ứng với mức sinh lời 32.1%.

Vị thế đầu ngành trong mảng phân phối xăng dầu nội địa với hơn 50% thị phần

PLX đứng đầu ngành về cả độ phủ cũng như hiệu quả hoạt động. Về số lượng cửa hàng, PLX có khoảng 5,500 cửa hàng (bao gồm 2,700 cửa hàng COCO và 2,800 cửa hàng DODO), gấp 1.5 lần so với đối thủ cạnh tranh thứ hai là PVOil. Về chỉ số tài chính, biên lợi nhuận của PLX gấp 2.5 lần OIL.

Nhu cầu nội địa ổn định và chi phí định mức được điều chỉnh tăng

Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu Việt Nam ổn định và dự báo đạt tốc độ tăng trưởng kép là 5.5% trong giai đoạn 2022-2030. Sự phục hồi mạnh mẽ của ngành du lịch trong năm 2024-2025 dự kiến cũng làm tăng nhu cầu về các sản phẩm dầu.

Bộ Tài chính và Bộ Công Thương đã điều chỉnh tăng chi phí định mức cho xăng RON95 và dầu diesel lần lượt là 5.6% và 13.6% so với mức điều chỉnh tháng 7/2023 (Công văn số 6808/BTC-QLG). Với việc tăng chi phí định mức, chúng tôi tin rằng PLX có tiềm năng tăng lợi nhuận gộp bình quân mỗi lít và mở rộng biên lợi nhuận gộp.

Nhiên liệu hàng không – “tiềm năng tăng trưởng cao”

Từ năm 2026 trở đi, chúng tôi kỳ vọng mảng nhiên liệu hàng không có thể tăng trưởng mạnh, qua đó tác động đáng kể đến lợi nhuận của PLX, nhờ vào: (1) Dự thảo Nghị định lần thứ 3 đề xuất phương pháp tính giá mua bán nhiên liệu hàng không theo cơ chế thị trường, trong đó các nhà phân phối xăng dầu thương lượng giá nhiên liệu máy bay với đối tác của họ. (2) Chúng tôi kỳ vọng PLX sẽ cung cấp nhiên liệu hàng không cho các hãng hàng không tại sân bay Long Thành.

Sự kiểm soát chặt chẽ thị trường xăng dầu tạo cơ hội cho PLX gia tăng thị phần

Sau khi chính phủ tăng cường kiểm tra, nhiều đại lý và nhà phân phối xăng dầu đã bị thu hồi giấy phép kinh doanh. Quản lý của Chính phủ đối với ngành phân phối xăng dầu trong những năm gần đây đã cho thấy dấu hiệu cải thiện về tính minh bạch và tiếp cận thị trường. Chúng tôi kỳ vọng PLX sẽ có cơ hội tăng thị phần, nhờ vào việc kiểm soát chặt chẽ hơn hoạt động của các nhà phân phối xăng dầu.

Rủi ro (1) Biến động giá dầu thô; (2) Rủi ro tỷ giá; (3) Rủi ro đứt gãy nguồn cung ứng

Năm	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ VND)	274,253	283,587	302,257	320,317	333,883
LN từ HĐKD (tỷ VND)	3,802	4,760	5,025	5,435	5,931
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	3,052	3,951	4,157	4,475	4,860
EPS (đồng)	2,173	2,813	2,960	3,186	3,461
BPS (đồng)	21,344	24,398	27,610	31,069	34,825
OPM (%)	1.4%	1.7%	1.7%	1.7%	1.8%
NPM (%)	1.1%	1.4%	1.4%	1.4%	1.5%
ROE (%)	9.8%	11.2%	10.4%	10.0%	9.7%
PER (x)	27.7	22.9	21.8	20.2	18.6
PBR(x)	2.8	2.6	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA (x)	14	10.4	9.8	9.2	8.6

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

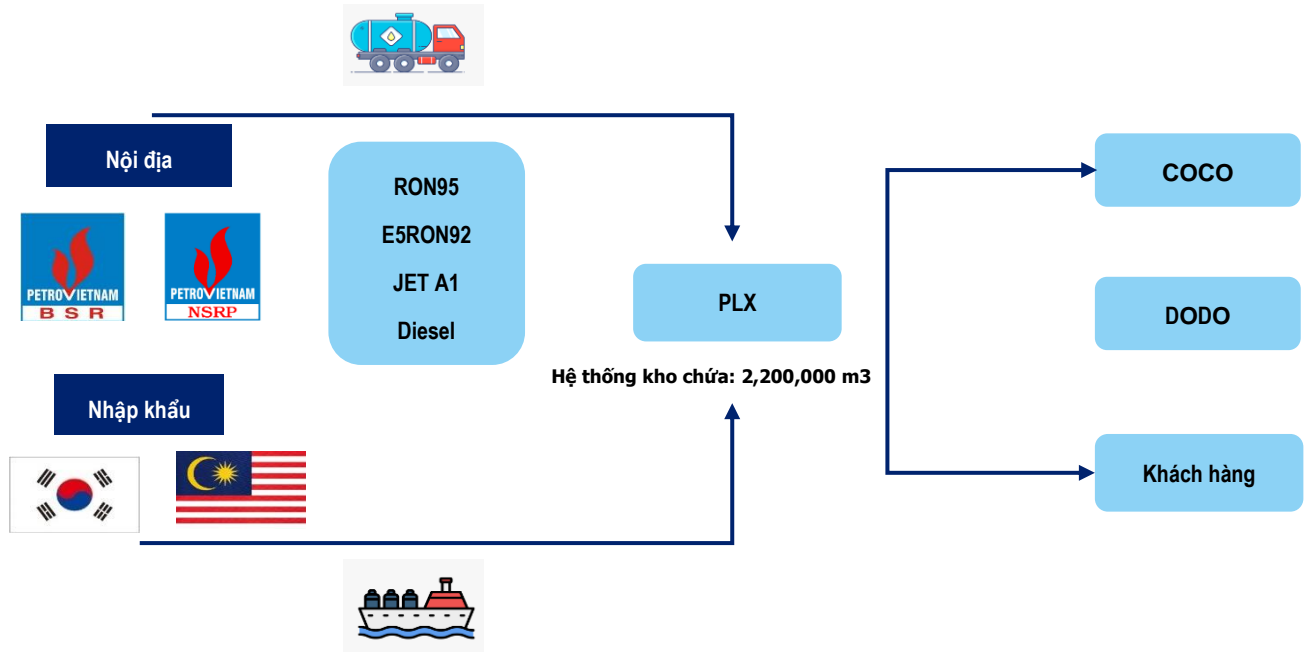
3	Tổng quan doanh nghiệp
6	Quan điểm đầu tư
10	Dự phóng kết quả kinh doanh
11	Định giá và khuyến nghị
15	Rủi ro
16	Phụ lục: Báo cáo tài chính

Tổng quan doanh nghiệp

Lịch sử doanh nghiệp

Năm 2017, PLX được niêm yết trên sàn HSX với mã chứng khoán PLX. PLX là tập đoàn đầu ngành xăng dầu với thị phần sản lượng chiếm khoảng 50% và số lượng cửa hàng bán lẻ xăng dầu lớn nhất Việt Nam khoảng 5,500 cửa hàng. PLX hoạt động trong nhiều lĩnh vực: xuất nhập khẩu và kinh doanh xăng dầu, các sản phẩm lọc hóa dầu và các dịch vụ liên quan khác. Trong đó, mảng cốt lõi là kinh doanh xăng dầu, chiếm 85% lợi nhuận gộp.

Chuỗi giá trị kinh doanh của PLX



PLX phân phối sản phẩm xăng dầu trong nước thông qua 2 kênh chính: COCO và DODO.

- COCO: Là hệ thống cửa hàng bán lẻ xăng dầu do chính công ty sở hữu và vận hành.
- DODO: Là hệ thống cửa hàng bán lẻ xăng dầu nhượng quyền, được sở hữu và vận hành bởi cá nhân hoặc tổ chức tư nhân. Tuy nhiên, giá bán lẻ cho người tiêu dùng được công ty xăng dầu quy định.

PLX sở hữu hệ thống kho chứa xăng dầu lớn nhất Việt Nam cũng như đa dạng hình thức vận chuyển xăng dầu. Điều này giúp công ty tiết kiệm chi phí vận chuyển và quản lý vòng quay hàng tồn kho trong trường hợp giá dầu có biến động lớn. PLX vận hành hệ thống kho cảng hiện đại, với sức chứa lên tới 2,200 nghìn m3, cùng với hơn 570 km đường ống vận chuyển xăng dầu. Hệ thống kho được phân bố dọc theo chiều dài đất nước để đảm bảo dự trữ và cung ứng xăng dầu theo nhu cầu thị trường, như: Kho dầu Đức Giang (Hà Nội); Kho dầu Thượng Lý (Hải Phòng); Kho dầu Nhà Bè (TP.HCM),...

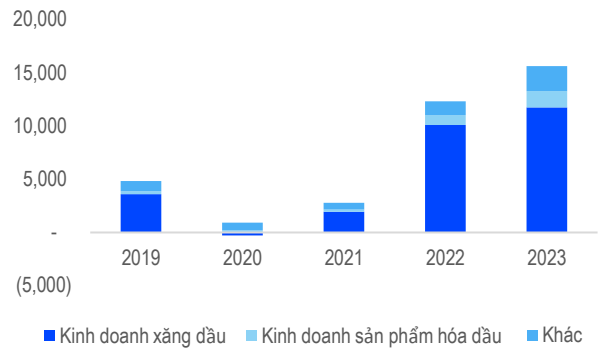
Hệ thống kho chứa (nghìn m³)



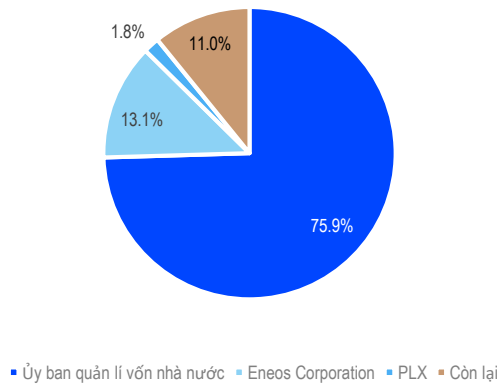
Cơ cấu doanh thu PLX (tỷ đồng)



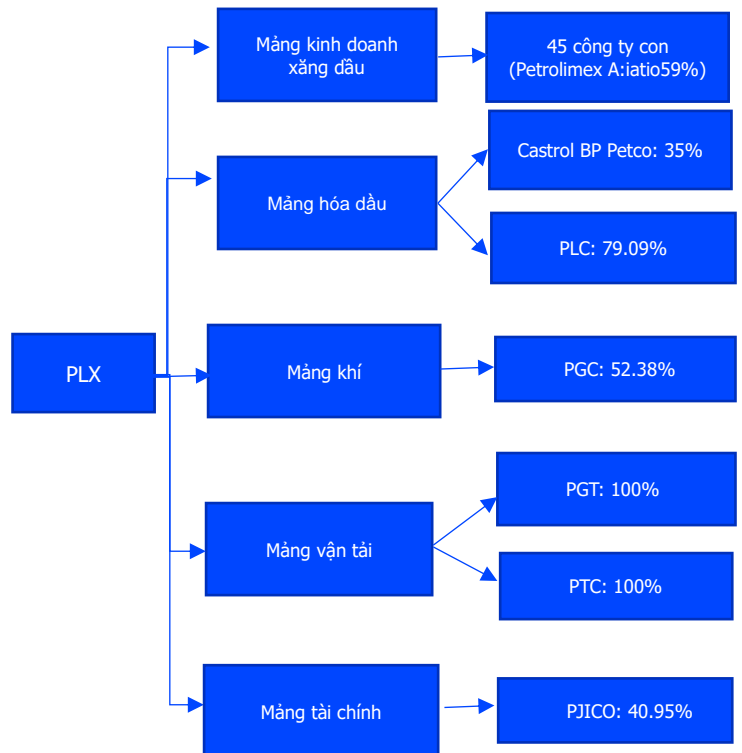
Cơ cấu lợi nhuận gộp PLX (tỷ đồng)



Cơ cấu cổ đông 01/08/2024



Mô hình kinh doanh



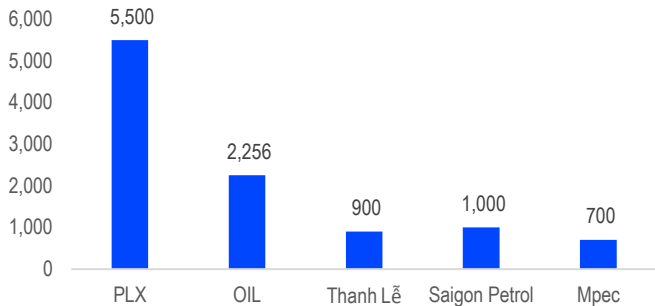
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Company

Quan điểm đầu tư

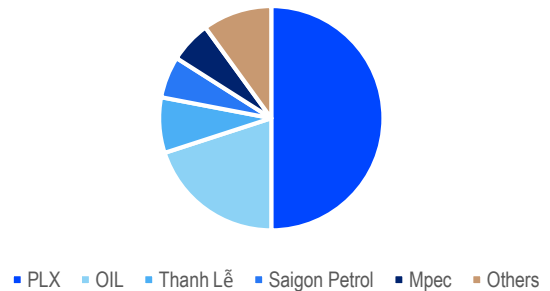
Vị thế đầu ngành trong mảng phân phối xăng dầu nội địa với hơn 50% thị phần

1. Đứng đầu về độ phủ

Số lượng trạm xăng dầu theo các doanh nghiệp 2023



5 nhà cung cấp chính nắm giữ 88% thị phần phân phối xăng dầu của cả nước



Nguồn: PLX, OIL, Shinhan Securities Vietnam

PLX sở hữu hệ thống phân phối lớn nhất Việt Nam: Tính đến 2024, PLX sở hữu khoảng 5,500 cửa hàng xăng dầu, bao gồm 2,700 cửa hàng COCO¹ và 2,800 cửa hàng DODO² trải dài khắp 64 tỉnh thành. Hiện nay, số cửa hàng xăng dầu của PLX gấp 1.5 lần so với đối thủ cạnh tranh thứ hai là PVOil.

PLX duy trì chiến lược phát triển các cửa hàng bán lẻ xăng dầu tại ngay trung tâm thành phố, trong khi đó OIL lại chọn xây dựng các trạm ở khu vực nông thôn. Chúng tôi đánh giá đây là lợi thế cạnh tranh rất lớn của PLX nhờ vào vị trí đặc địa cũng như quỹ đất trong trung tâm thành phố không còn nhiều để các doanh nghiệp khác có cơ hội mở rộng mô hình kinh doanh.

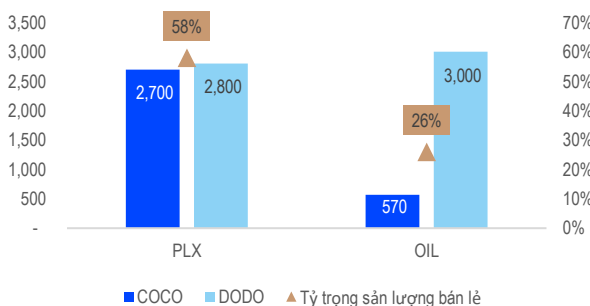
2. Hiệu quả hoạt động tốt nhất ngành

PLX luôn đạt được biên lợi nhuận gộp vượt trội so với ngành, nhờ chiến lược tập trung vào kênh COCO.

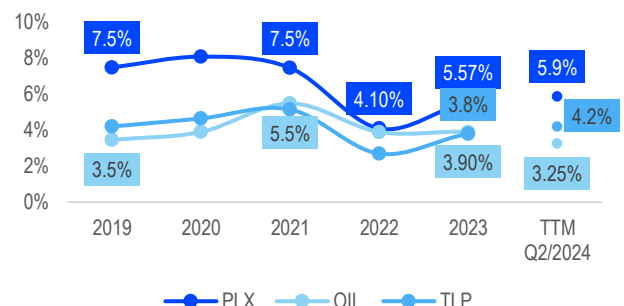
Với hình thức bán lẻ COCO: công ty sẽ nhận được toàn bộ chi phí kinh doanh và lợi nhuận định mức. Trong khi đó, với hình thức bán buôn DODO, chi phí kinh doanh và lợi nhuận định mức được phân chia giữa công ty phân phối và cửa hàng DODO. (Phụ lục 1: Cách tính giá bán lẻ xăng dầu)

Trong số các công ty niêm yết trong lĩnh vực phân phối xăng dầu, PLX có tỷ lệ xăng dầu phân phối thông qua kênh COCO cao nhất.

Số lượng trạm xăng dầu phân theo hình thức cửa hàng



Tỷ suất lợi nhuận gộp của các công ty phân phối xăng dầu



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

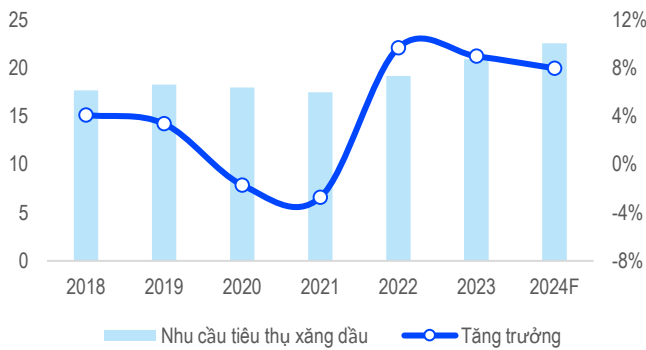
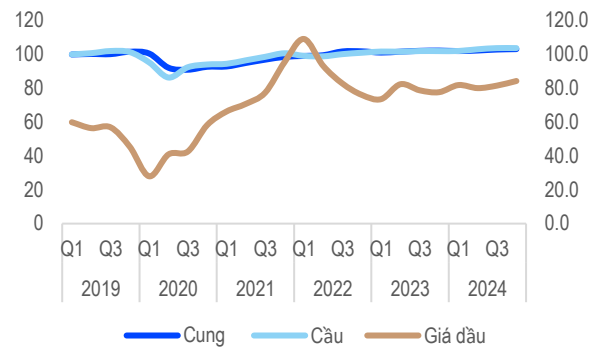
¹ Cửa hàng xăng dầu COCO (Company Owned Company Operated): Cửa hàng xăng dầu trực thuộc công ty, do công ty sở hữu và vận hành, bán lẻ xăng dầu trực tiếp đến người tiêu dùng

² Cửa hàng xăng dầu DODO (Dealer Owned Dealer Operated): Cửa hàng xăng dầu đại lý, nhượng quyền thương mại. Công ty phân phối bán buôn xăng dầu cho các cửa hàng DODO.

Nhu cầu nội địa ổn định và chi phí định mức được điều chỉnh tăng

Chúng tôi kỳ vọng hiệu suất kinh doanh của PLX sẽ cải thiện đáng kể trong năm 2024, nhờ vào:

- (1) Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu Việt Nam ổn định và dự báo đạt tốc độ tăng trưởng kép là 5.5% trong giai đoạn 2022-2030
- (2) Sự phục hồi mạnh mẽ của ngành du lịch trong năm 2024-2025 dự kiến cũng làm tăng nhu cầu về các sản phẩm dầu; và
- (3) Với việc tăng chi phí được điều chỉnh, chúng tôi kì vọng rằng PLX có tiềm năng tăng lợi nhuận gộp trên mỗi lít và mở rộng biên lợi nhuận gộp.

Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu ở Việt Nam (triệu tấn)**Nhu cầu và cung dầu của thế giới**

Bộ Tài chính và Bộ Công Thương đã điều chỉnh tăng chi phí định mức cho xăng RON95 và dầu diesel lần lượt là 5.6% và 13.6% so với mức điều chỉnh tháng 7/2023 (Công văn số 6808/BTC-QLG). Chúng tôi lưu ý rằng lợi nhuận gộp của các công ty phân phối xăng dầu bao gồm chi phí định mức và lợi nhuận định mức. Với việc tăng chi phí định mức, chúng tôi tin rằng PLX có tiềm năng tăng lợi nhuận gộp bình quân mỗi lít và mở rộng biên lợi nhuận gộp.

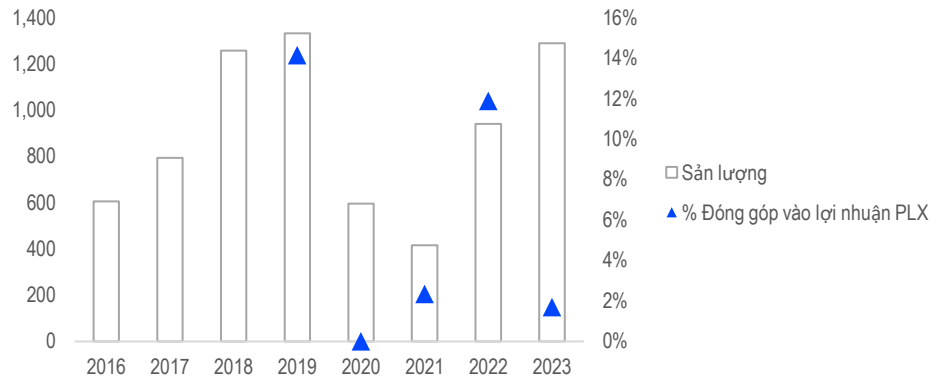
Nhiên liệu hàng không— "tiềm năng tăng trưởng cao"

Thị trường nhiên liệu hàng không Việt Nam có rào cản gia nhập ngành tương đối cao, với Skypéc và Petrolimex Aviation (PA) là hai nhà cung cấp chiếm ưu thế.

Nhiên liệu hàng không có những đặc tính riêng biệt so với nhiên liệu mặt đất, về giá cả và điều khoản thương mại, tuân thủ các tiêu chuẩn và thực tiễn quốc tế. Ngoài ra, khách hàng đặt trọng tâm vào chất lượng cơ sở hạ tầng kỹ thuật, thiết bị và công nghệ, cũng như quy trình quản lý và kiểm soát chất lượng đối với nhiên liệu. Nhân lực tham gia vào các hoạt động này cũng được yêu cầu đáp ứng các tiêu chuẩn quốc tế.

Hiện tại, PA nắm giữ khoảng 35% thị phần. PA cung cấp dịch vụ nhiên liệu và tiếp nhiên liệu cho hơn 50 hãng hàng không nội địa và quốc tế, bao gồm Vietjet Air, Bamboo Airways, Japan Airlines,...

Nhờ sự phục hồi mạnh mẽ của ngành hàng không sau đại dịch COVID-19, sản lượng phân phối nhiên liệu JetA1 đã tăng trưởng đáng kể. Tuy nhiên, một số hãng hàng không như VJC và Bamboo vẫn đang gặp nhiều khó khăn, dẫn đến việc chậm thanh toán cho PA, khiến lợi nhuận của PA năm 2023 chỉ đạt 25% so với năm 2022. Chúng tôi kỳ vọng PA sẽ tiếp tục đóng góp hơn 10% lợi nhuận cho PLX trong tương lai.

Sản lượng xăng Jet A1 phân phối hàng năm (nghìn m³)

Nguồn: Dữ liệu công ty PLX, Shinhan Securities Vietnam

Từ năm 2026 trở đi, chúng tôi kì vọng mảng nhiên liệu hàng không có thể tăng trưởng mạnh, qua đó tác động đáng kể đến lợi nhuận của PLX, nhờ vào:

- Dự thảo Nghị định lần thứ 4 đề xuất phương pháp tính giá mua bán nhiên liệu hàng không theo cơ chế thị trường, trong đó các nhà phân phối xăng dầu thương lượng giá nhiên liệu máy bay với đối tác của họ
- Chúng tôi kì vọng PLX sẽ cung cấp nhiên liệu hàng không cho các hãng hàng không tại sân bay Long Thành. Dự án sân bay Long Thành có tổng vốn đầu tư hơn 16 tỷ USD, chia thành 3 giai đoạn đầu tư. Trong đó, giai đoạn 1 dự kiến đưa vào hoạt động năm 2026. Giai đoạn 2, dự kiến triển khai từ năm 2028-2032. Giai đoạn 3 sau năm 2035 sẽ hoàn thiện các hạng mục còn lại của dự án để đạt công suất 100 triệu hành khách.

Sự kiểm soát chặt chẽ thị trường xăng dầu tạo cơ hội cho PLX gia tăng thị phần

Trước đây, có 36 thương nhân phân phối xăng dầu, trong đó 3 doanh nghiệp cung cấp nhiên liệu hàng không, còn lại 33 doanh nghiệp phân phối chịu trách nhiệm nhập khẩu và phân phối sản phẩm xăng dầu cho toàn bộ thị trường nội địa, từ sản xuất đến tiêu dùng. Sau khi chính phủ tăng cường kiểm tra và thu hồi giấy phép, trên thị trường chỉ còn lại 31 doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu. Chúng tôi kỳ vọng PLX sẽ có cơ hội gia tăng thị phần nhờ sự kiểm soát chặt chẽ hơn trong hoạt động phân phối xăng dầu.

Thị trường xăng dầu được điều chỉnh bởi ba nghị định, bao gồm Nghị định 83/2014/NĐ-CP (ban hành năm 2014), Nghị định 95/2021/NĐ-CP (ban hành năm 2021) sửa đổi một số điều của Nghị định 83/2014/NĐ-CP và Nghị định 80/2023/NĐ-CP (ban hành năm 2023) sửa đổi một số điều của Nghị định 83/2014/NĐ-CP và Nghị định 95/2021/NĐ-CP.

Nghị định số 80/2023/NĐ-CP yêu cầu nghiêm ngặt hơn đối với cơ sở vật chất và hoạt động báo cáo cho Bộ Công Thương, đồng thời sửa đổi, bổ sung quy định về trường hợp thu hồi giấy phép kinh doanh xăng dầu.

(Phụ lục 2: So sánh Nghị định)

Trong dự thảo Nghị định lần thứ 4 (nhằm thay thế hoàn toàn ba Nghị định kinh doanh xăng dầu hiện hành), Bộ Công Thương đã đưa ra yêu cầu bổ sung đối với thương nhân đầu mỗi kinh doanh xăng dầu:

- Dự thảo quy định bắt buộc các nhà bán buôn và phân phối xăng dầu phải báo cáo định kỳ về tình hình sử dụng kho chứa.
- Dự thảo quy định bổ sung doanh nghiệp phải tích hợp dữ liệu kinh doanh vào hệ thống quản lý nhà nước. Dữ liệu bắt buộc bao gồm tổng nguồn cung, tiêu thụ và tồn kho.
- Dự thảo bổ sung yêu cầu kinh nghiệm trên thị trường xăng dầu. Dự thảo yêu cầu: trước khi đề nghị cấp Giấy xác nhận đủ điều kiện làm thương nhân đầu mỗi kinh doanh xăng dầu thì phải là thương nhân phân phối xăng dầu tối thiểu trong 36 tháng liên tục

Ngoài ra, nội dung đột phá nhất của dự thảo Nghị định lần thứ 4 là cho phép các nhà phân phối xăng dầu tự quyết định giá bán, nhưng không vượt quá giá trần được tính theo công thức quy định tại Nghị định. Dự thảo cũng đơn giản hóa quy trình tính giá xăng dầu bán lẻ bằng cách loại bỏ quy định về Quỹ bình ổn giá xăng dầu và cho phép điều chỉnh linh hoạt hơn các chi phí định mức. (Phụ lục 3: So sánh Nghị định)

Chúng tôi tin rằng dự thảo Nghị định này sẽ có lợi cho PLX, nhờ khả năng kiểm soát tốt chi phí kinh doanh, giúp giá bán cạnh tranh hơn.

Cập nhật kết quả kinh doanh năm 2023 và 1H2024

2023

Doanh thu và lợi nhuận của PLX	2021	2022	YoY	2023	YoY
Doanh thu thuần (tỷ VND)	169,009	304,080	79.9%	274,253	-9.8%
LN từ HĐKD (tỷ VND)	3,517	1,927	-45.2%	3,802	97.3%
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	3,124	1,840	-41.0%	3,052	65.8%
EPS (đồng)	2,194	1,088	-50.4%	2,173	99.6%
BPS (đồng)	19,417	18,985	-2.2%	21,344	12.4%
OPM (%)	2.1%	0.6%		1.4%	
NPM (%)	1.8%	0.6%		1.1%	
ROE (%)	11.1%	6.6%		9.8%	
PER (x)	29.3	59.1		29.6	
PBR(x)	3.3	3.4		3.0	
EV/EBITDA (x)	24.2	11		14.6	

Lợi nhuận ròng năm 2023 đạt 3,052 tỷ đồng, tăng trưởng mạnh 94% so với cơ sở thấp năm 2022. Sự tăng trưởng này được cho là do sự ổn định của thị trường xăng dầu trong nước và lợi nhuận bất thường từ việc thoái vốn khỏi PGBank (ước tính khoảng 700 tỷ đồng).

1H2024

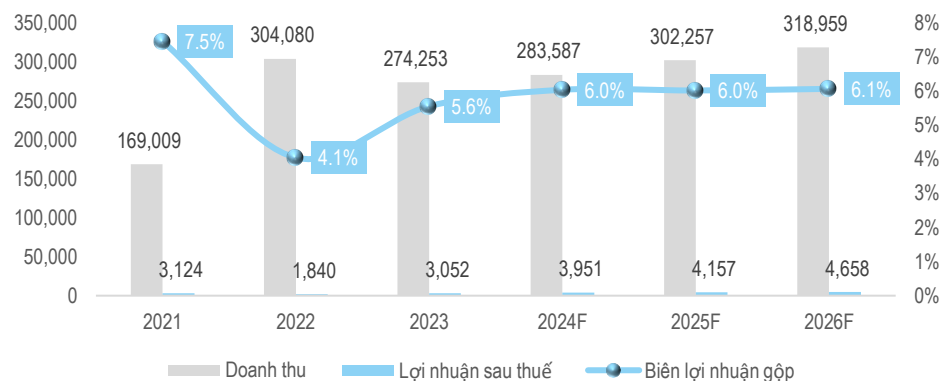
Doanh thu và lợi nhuận của PLX	Q2 2023	Q2 2024	YoY	1H 2023	1H2024	YoY
Doanh thu thuần (tỷ VND)	65,750	73,837	12%	133,182	148,943	12%
LN từ HĐKD (tỷ VND)	753	1,159	54%	1,298	2,392	84%
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	849	1,274	50%	1,562	2,407	54%
EPS (VND)	615	859		1,078	1,621	
GPM	6.0%	6.3%		5.6%	6.2%	
NPM	1.2%	1.6%		1.1%	1.5%	

Lợi nhuận ròng trong 6 tháng đầu năm 2024 đạt 2,407 tỷ đồng, tăng 54% YoY. Lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ nhờ vào hoạt động kinh doanh xăng dầu ổn định và tăng trưởng sản lượng so với năm 2023. Nguồn cung xăng dầu toàn cầu và giá dầu duy trì ổn định, không còn biến động mạnh như những năm trước. Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ chi phí định mức được điều chỉnh tăng.

Dự phóng kết quả kinh doanh

Trong năm 2024, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của PLX được dự phóng đạt 283,587 tỷ đồng (+2.6% YoY) và 3,909 tỷ đồng (+28.1% YoY). Kết quả dự phóng dựa trên giả định về sản lượng nội địa ổn định và chi phí định mức được điều chỉnh tăng.

Dự phóng doanh thu, lợi nhuận và biên lợi nhuận gộp của PLX



Nguồn: Dữ liệu công ty PLX, Shinhan Securities Vietnam

Giá định	2023	2024F	YoY	
Sản lượng (triệu tấn/năm)	10.3	10.7	4%	Nhu cầu xăng dầu của Việt Nam tăng trưởng ổn định.
Gasoline, diesel và nhiên liệu hàng không (giá trung bình)				Theo Công văn số 6808/BTC-QLG, Bộ Tài chính và Bộ Công Thương đã điều chỉnh tăng chi phí định mức, trong đó xăng RON95 tăng 5.6% và dầu diesel tăng 13.6% so với lần điều chỉnh tháng 7/2023.
Ron95 (lít/VND)	22,913	22,619	+3.2%	
Chi phí định mức Ron95 (lít/VND)	1,080	1,140	5.6%	
Diesel price (lít/VND)	18,155	18,858	+3.9%	
Chi phí định mức Diesel (lít/VND)	1,030	1,170	14.5%	
Biên lợi nhuận gộp	5.6%	6.0%		Biên lợi nhuận gộp đã được cải thiện nhờ chi phí định mức cải thiện

Dự phóng doanh thu và lợi nhuận PLX	2023	2024F	YoY	2025F	YoY
Doanh thu (tỷ VND)	274,253	283,587	3.4%	302,257	6.6%
LN từ HĐKD (tỷ VND)	3,802	4,760	25.2%	5,025	5.6%
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	3,052	3,951	29.5%	4,157	5.2%
EPS (đồng)	2,173	2,813		2,960	
BPS (đồng)	21,344	24,398		27,610	
OPM (%)	1.4%	1.7%		1.7%	
NPM (%)	1.1%	1.4%		1.4%	
ROE (%)	9.8%	11.2%		10.4%	
PER (x)	29.6	22.9		21.8	
PBR(x)	3.0	2.6		2.3	
EV/EBITDA (x)	12.6	10.4		9.8	

Định giá và Khuyến nghị

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 64,500 đồng

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu với Tập đoàn xăng dầu Việt Nam (PLX) với khuyến nghị mua và giá mục tiêu đạt 64,500 đồng tương ứng với mức tăng 32.1%. Đối với tầm nhìn đầu tư dài hạn, PLX có thể được cân nhắc với những ưu điểm sau:

- 1) Vị thế đầu ngành trong mảng phân phối xăng dầu nội địa với hơn 50% thị phần;
- 2) Nhu cầu nội địa ổn định và chi phí định mức được điều chỉnh tăng;
- 3) Nhiên liệu máy bay – "tiềm năng tăng trưởng cao"
- 4) Thị trường xăng dầu được kiểm soát chặt chẽ tạo cơ hội cho PLX tăng thị phần

Phương pháp định giá

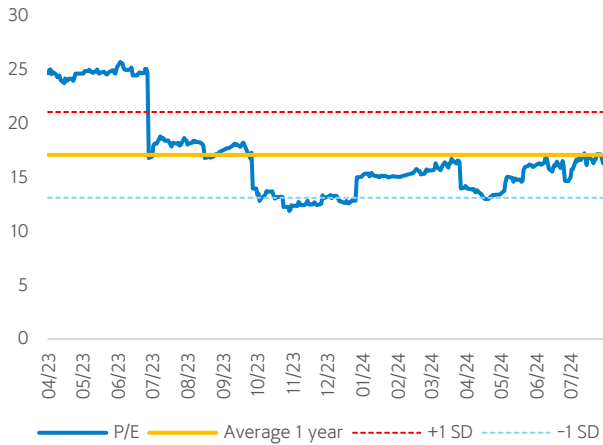
Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá Chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá PLX

Phương pháp định giá DCF					
(Đơn vị: tỉ VND)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
NPAT-Mi	3,640	3,830	4,291	4,486	4,389
Cộng: lãi vay sau thuế	877	907	955	997	1,022
Cộng: Khấu hao	2,347	2,499	2,660	2,828	3,005
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	26	-73	-56	-46	-43
Trừ: Vốn đầu tư	1,877	2,000	2,128	2,263	2,404
Dòng tiền tự do (FCFF)	4,961	5,309	5,834	6,094	6,055
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	22,523				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	50,404				
Giá trị doanh nghiệp	72,927				
Nợ	17,713				
Tiền và tương đương tiền	26,766				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	1,271				
Giá mục tiêu	64,500				

WACC	10%
Lãi suất phi rủi ro	2.9%
Phần bù rủi ro vốn cổ phần	9%
Beta	0.95
Chi phí nợ	8%
Chi phí sử dụng vốn	12%
Tỷ lệ nợ trên vốn	33%
Giá trị nợ vay (tỷ đồng)	17,713

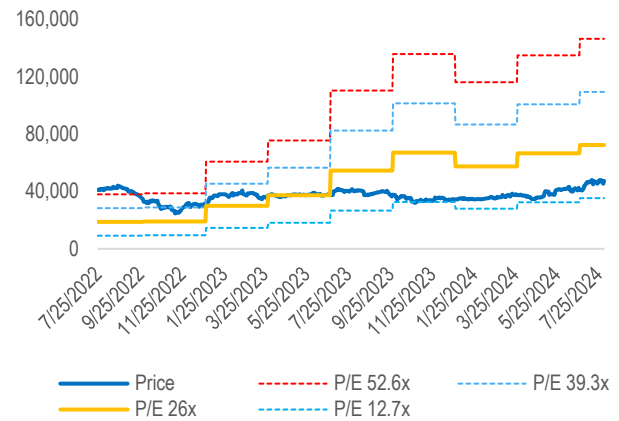
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PER của PLX



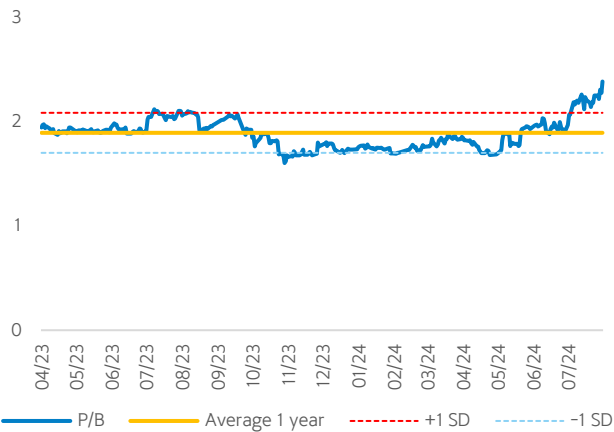
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của PLX



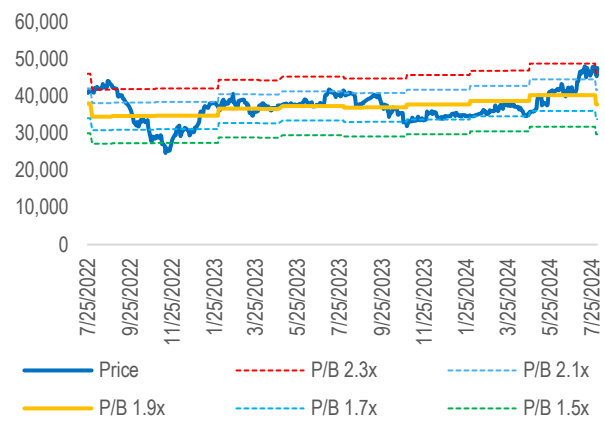
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của PLX



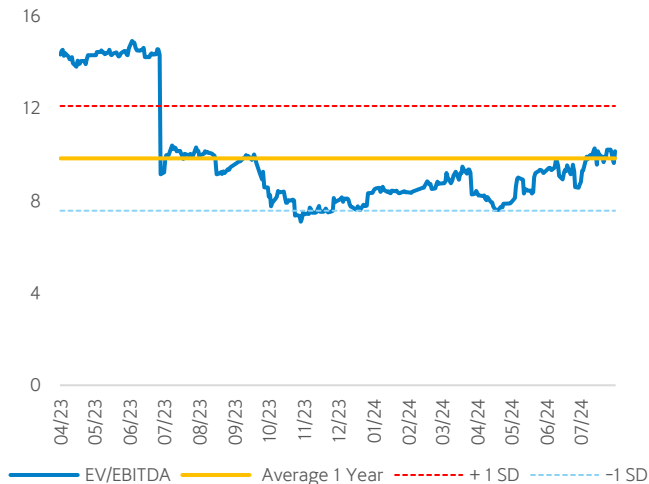
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của PLX



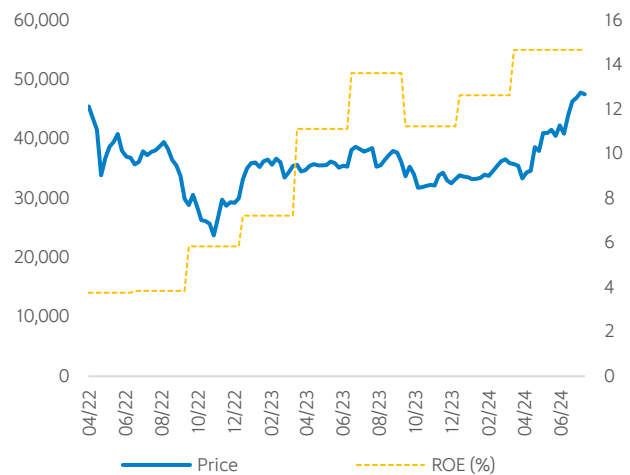
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của PLX



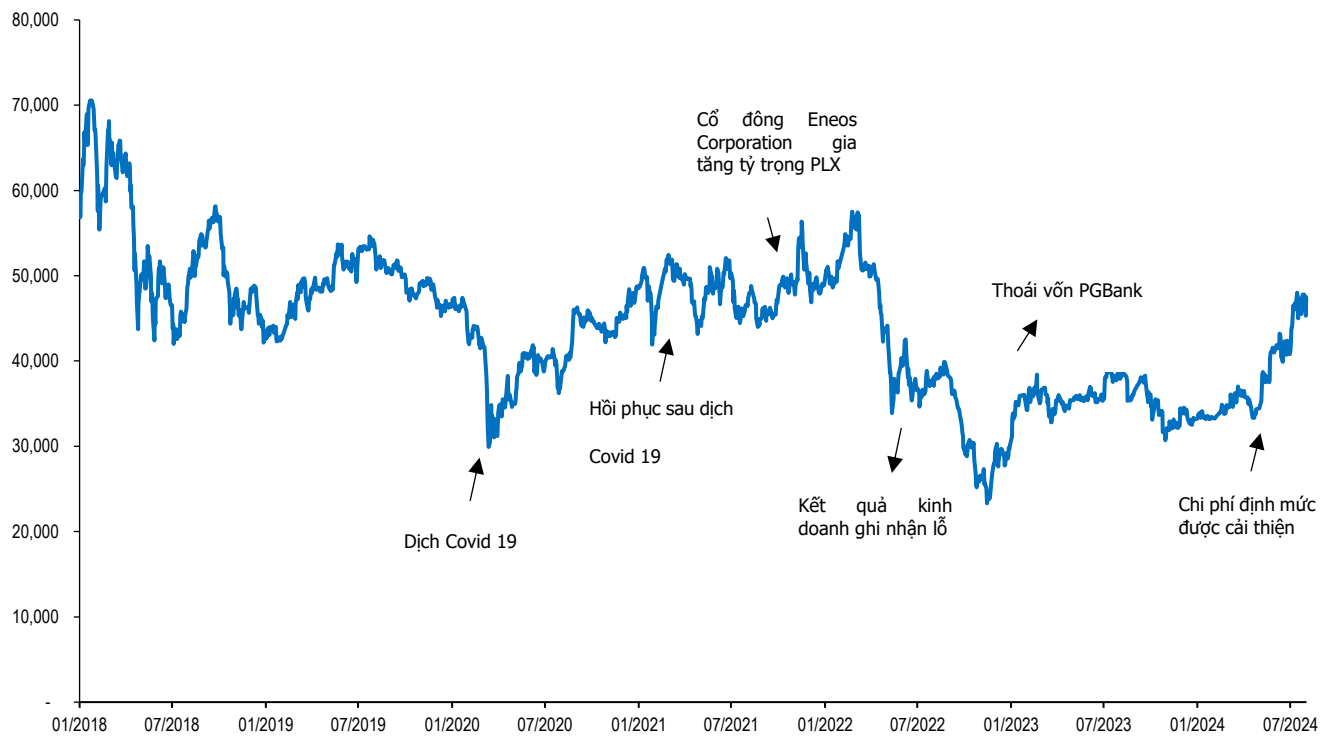
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá cổ phiếu PLX tương quan với ROE



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của PLX



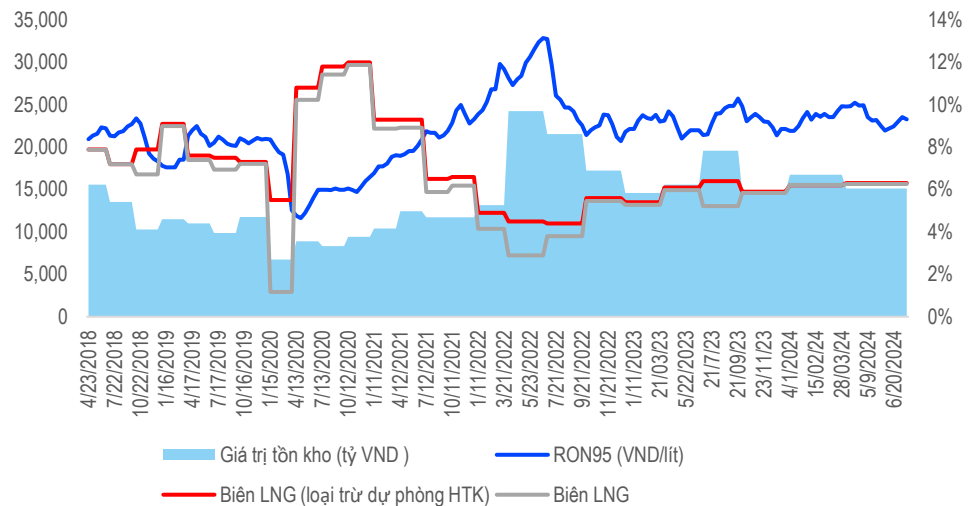
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro biến động giá đầu thô

Với đặc thù kinh doanh phải duy trì xăng dầu tồn kho cao, biến động giá đầu thô ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh của PLX.

Biến động giá xăng dầu tới lợi nhuận PLX



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Khi sản lượng tiêu thụ ổn định, biến động giá nhiên liệu ít ảnh hưởng đến lợi nhuận của PLX. Tuy nhiên, trong trường hợp sản lượng tiêu thụ giảm mạnh và tồn kho cao, lợi nhuận gộp sẽ tỷ lệ thuận với biến động giá xăng dầu.

Rủi ro tỷ giá

Do chi phí nhập khẩu nguyên liệu bằng USD, trong khi giá bán bằng VND nên PLX chịu rủi ro tỷ giá rất lớn.

Rủi ro đứt gãy nguồn cung ứng

Trong trường hợp nguồn cung trong nước không đáp ứng đủ khối lượng sản xuất xăng dầu, PLX sẽ buộc phải tìm kiếm nguồn cung thay thế, chẳng hạn như nhập khẩu dầu thô theo giá thị trường. Điều này sẽ dẫn đến tăng chi phí đầu vào của PLX.

Phụ lục 1: Cách tính giá bán lẻ xăng dầu

Theo nghị định 95/2921/NĐ-CP, công thức tính giá bán lẻ xăng dầu như sau:

Giá bán lẻ xăng dầu = Giá xăng dầu từ nguồn nhập khẩu (1) x tỷ trọng sản lượng xăng dầu từ nguồn nhập khẩu + giá xăng dầu từ nguồn sản xuất trong nước (2) x tỷ trọng sản lượng xăng dầu sản xuất trong nước.
Trong đó:

- (1) Giá xăng dầu từ nguồn nhập khẩu = Giá xăng dầu thế giới (+/- premium + phí vận chuyển đưa xăng dầu từ nước ngoài về cảng Việt Nam + phí bảo hiểm) + Chi phí kinh doanh định mức + Lợi nhuận định mức + Mức trích lập Quỹ Bình ổn + Thuế BVMT + Thuế/phí khác
 - (2) Giá xăng dầu từ nguồn trong nước = Giá xăng dầu thế giới +/- premium + phí vận chuyển đưa xăng dầu từ nhà máy lọc dầu trong nước về đến cảng Việt Nam + phí bảo hiểm + Chi phí kinh doanh định mức + Lợi nhuận định mức + Mức trích lập Quỹ Bình ổn + Thuế BVMT + Thuế/phí khác.
- Giá xăng dầu thế giới: sẽ do Bộ Công Thương Việt Nam quyết định và là giá trung bình trong khoảng thời gian giữa hai lần công bố giá cơ sở trên thị trường quốc tế.
 - Phí vận chuyển và bảo hiểm đưa xăng dầu từ nước ngoài về cảng Việt Nam/ phí vận chuyển đưa xăng dầu từ nhà máy lọc dầu trong nước về đến cảng: Bộ Tài chính xem xét và điều chỉnh giá 3 tháng một lần.
 - Chi phí kinh doanh định mức: Chi phí kinh doanh định mức được Chính phủ điều chỉnh thường xuyên phù hợp với chi phí thực tế của các đơn vị phân phối xăng dầu theo từng thời kỳ.
 - Quỹ Bình ổn giá xăng dầu: Đơn vị kinh doanh phải trích lập 300 đồng/lit xăng dầu tiêu thụ đưa vào quỹ bình ổn. Bộ Công Thương sẽ quản lý và quyết định thời điểm sử dụng quỹ nhằm hạn chế sự tăng giá đột ngột của giá bán lẻ xăng dầu;
 - Lợi nhuận định mức: Theo quy định, lợi nhuận của các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu được cố định 300 đồng trên mỗi lít sản phẩm phân phối. Hàng năm, Bộ Tài Chính sẽ điều chỉnh phù hợp và thông báo bằng văn bản trong từng thời kỳ.
 - Các loại thuế nhập khẩu, thuế tiêu thụ đặc biệt, thuế giá trị gia tăng (GTGT), thuế bảo vệ môi trường (BVMT) và thuế phí khác được tính theo quy định.

(Quay lại: Vị thế đầu ngành trong mạng phân phối xăng dầu nội địa với hơn 50% thị phần)

Phụ lục 2: So sánh Nghị định

	Nghị định 83/2014/NĐ-CP (Nghị định 83)	Nghị định 95/2021/NĐ-CP (Nghị định 95)	Nghị định 80/2023/NĐ-CP (Nghị định 80)
Giấy xác nhận đủ điều kiện làm thương nhân đầu mỗi kinh doanh xăng dầu	<p>Bộ Công Thương có thẩm quyền thu hồi Giấy phép kinh doanh xuất khẩu, nhập khẩu xăng dầu. Giấy phép kinh doanh xuất khẩu, nhập khẩu xăng dầu bị thu hồi trong các trường hợp:</p> <p>Thương nhân không tiếp tục hoạt động kinh doanh xuất khẩu, nhập khẩu xăng dầu</p> <p>Thương nhân không tiếp tục hoạt động kinh doanh xuất khẩu, nhập khẩu xăng dầu trong thời gian một (01) quý trở lên</p> <p>Thương nhân bị phá sản theo quy định của pháp luật;</p> <p>Thương nhân không đáp ứng đủ điều kiện kinh doanh xuất khẩu, nhập khẩu theo quy định tại Điều 13 Nghị định này</p> <p>Thương nhân vi phạm nhiều lần hoặc tái phạm quy định về bảo đảm chất lượng xăng dầu lưu thông trên thị trường tại Nghị định này và các trường hợp khác theo quy định của pháp luật.</p>	Không sửa đổi/bổ sung	<p>Bộ Công Thương có thẩm quyền thu hồi Giấy phép kinh doanh xuất khẩu, nhập khẩu xăng dầu. Giấy phép kinh doanh xuất khẩu, nhập khẩu xăng dầu bị thu hồi trong các trường hợp:</p> <p>Thương nhân không tiếp tục làm thương nhân đầu mỗi kinh doanh xăng dầu và có văn bản gửi Bộ Công Thương đề nghị thu hồi Giấy xác nhận đủ điều kiện làm thương nhân đầu mỗi kinh doanh xăng dầu đã được cấp cho thương nhân.</p> <p>Thương nhân ngừng thực hiện toàn bộ hoạt động kinh doanh xăng dầu trong thời gian từ chín mươi (90) ngày trở lên.</p> <p>Thương nhân bị giải thể, phá sản theo quy định của pháp luật.</p> <p>Thương nhân vi phạm quy định về điều kiện đối với thương nhân đầu mỗi kinh doanh xăng dầu và không khắc phục vi phạm trong thời gian chín mươi (90) ngày kể từ ngày ra quyết định xử phạt vi phạm hành chính.</p> <p>Thương nhân vi phạm quy định về dự trữ xăng dầu bắt buộc tối thiểu và không khắc phục vi phạm trong thời gian chín mươi (90) ngày kể từ ngày ra quyết định xử phạt vi phạm hành chính.</p> <p>Thương nhân đang bị xử lý vi phạm mà tái phạm quy định về bảo đảm chất lượng xăng dầu lưu thông trên thị trường tại Nghị định này và các quy định của pháp luật về chất lượng</p>
Thương nhân phân phối xăng dầu	Có phòng thử nghiệm thuộc sở hữu doanh nghiệp hoặc đồng sở hữu hoặc có hợp đồng dịch vụ thuê cơ quan nhà nước có phòng thử nghiệm đủ năng lực kiểm tra, thử nghiệm các chỉ tiêu chất lượng xăng dầu phù hợp quy chuẩn kỹ thuật quốc gia, tiêu chuẩn công bố áp dụng.	Không sửa đổi/bổ sung	Có phòng thử nghiệm thuộc sở hữu của thương nhân hoặc thuê của tổ chức có phòng thử nghiệm đủ năng lực kiểm tra, thử nghiệm theo quy định
Cửa hàng bán lẻ xăng dầu	Không quy định	Không quy định	Thực hiện quy định về hóa đơn điện tử và cung cấp dữ liệu hóa đơn điện tử theo quy định của Luật quản lý thuế, các văn bản hướng dẫn của Bộ Tài chính và cơ quan thuế

(Quay lại: Sự kiểm soát chặt chẽ thị trường xăng dầu tạo cơ hội cho PLX gia tăng thị phần)

Phụ lục 3: So sánh Nghị định

	Nghị định 80/2023/NĐ-CP (Nghị định 80)	Dự thảo lần 4
Price calculation	<p>Giá bán lẻ xăng dầu = Giá xăng dầu từ nguồn nhập khẩu (1) x tỷ trọng sản lượng xăng dầu từ nguồn nhập khẩu + giá xăng dầu từ nguồn sản xuất trong nước (2) x tỷ trọng sản lượng xăng dầu sản xuất trong nước. Trong đó:</p> <p>(1) Giá xăng dầu từ nguồn nhập khẩu = Giá xăng dầu thế giới (+/- premium + phí vận chuyển đưa xăng dầu từ nước ngoài về cảng Việt Nam + phí bảo hiểm) + Chi phí kinh doanh định mức + Lợi nhuận định mức + Mức trích lập Quỹ Bình ổn + Thuế BVMT + Thuế/phí khác</p> <p>(2) Giá xăng dầu từ nguồn trong nước = Giá xăng dầu thế giới +/- premium + phí vận chuyển đưa xăng dầu từ nhà máy lọc dầu trong nước về đến cảng Việt Nam + phí bảo hiểm + Chi phí kinh doanh định mức + Lợi nhuận định mức + Mức trích lập Quỹ Bình ổn + Thuế BVMT + Thuế/phí khác.</p>	<p>Giá bán xăng dầu = [giá sản phẩm xăng dầu thế giới cộng hoặc trừ (\pm) premium] nhân (\times) tỷ giá ngoại tệ cộng (+) chi phí vận tải, bảo hiểm, hao hụt, bốc dỡ cộng (+) chi phí thuế (thuế nhập khẩu, thuế tiêu thụ đặc biệt, thuế bảo vệ môi trường) (+) chi phí kinh doanh định mức cộng (+) lợi nhuận định mức cộng (+) thuế giá trị gia tăng.</p>
Lợi nhuận định mức	300 VND/lít	300 VND/lít
Chi phí định mức	<p>Chi phí kinh doanh định mức được Chính phủ điều chỉnh thường xuyên phù hợp với chi phí thực tế của các đơn vị phân phối xăng dầu theo từng thời kỳ.</p> <p>Trước ngày 1 tháng 7 hàng năm, Bộ Tài chính công bố chi phí kinh doanh được quy định để Bộ Công Thương sử dụng trong việc tính giá cơ sở của các sản phẩm xăng dầu.</p>	Chi phí kinh doanh định mức hàng năm được điều chỉnh tăng, giảm theo chỉ số giá tiêu dùng CPI thực tế bình quân.

(Quay lại: Sự kiểm soát chặt chẽ thị trường xăng dầu tạo cơ hội cho PLX gia tăng thị phần)

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Tổng tài sản	73,808	83,199	88,509	96,270	104,239
Tài sản ngắn hạn	49,474	57,271	60,799	67,439	74,294
Tiền và tương đương tiền	11,611	22,519	25,238	30,103	35,248
Đầu tư TC ngắn hạn	7,092	7,092	7,092	7,092	7,092
Các khoản phải thu	11,983	10,808	11,175	11,911	12,623
Hàng tồn kho	17,234	15,299	15,739	16,779	17,778
Tài sản dài hạn	24,334	24,297	24,380	24,433	24,453
Tài sản cố định	14,405	14,368	14,452	14,504	14,525
Chi phí xây dựng cơ bản	553	553	553	553	553
Tài sản dài hạn khác	9,376	9,376	9,376	9,376	9,376
Tổng nợ	46,003	52,099	53,147	56,424	59,567
Nợ ngắn hạn	45,010	51,095	52,298	55,730	59,028
Khoản phải trả	24,043	21,344	21,957	23,408	24,802
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	14,034	23,559	23,980	25,564	27,087
Khác	6,932	6,192	6,360	6,758	7,140
Nợ dài hạn	993	1,004	849	694	539
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	823	834	679	524	369
Khác	170	170	170	170	170
Vốn chủ sở hữu	27,807	31,100	35,362	39,845	44,672
Vốn góp chủ sở hữu	12,939	12,939	12,939	12,939	12,939
Thặng dư vốn	7,359	7,359	7,359	7,359	7,359
Vốn khác	1,296	1,296	1,296	1,296	1,296
Lợi nhuận giữ lại	2,970	6,022	9,973	14,130	18,605
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	3,243	3,483	3,794	4,121	4,473
*Nợ vay	14,858	24,394	24,660	26,089	27,456
*Nợ ròng (tiền)	(3,845)	(5,217)	(7,671)	(11,106)	(14,884)

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền từ HĐKD	4,422	4,689	6,116	6,321	6,489
Lợi nhuận ròng	1,408	2,812	3,815	3,753	3,627
Khấu hao TSCĐ	2,123	2,206	2,347	2,499	2,660
(Lãi) từ HĐ đầu tư					
Thay đổi vốn lưu động	792	-329	-46	69	202
Thay đổi khác	0	0	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	3,036	-1,616	-1,877	-2,000	-2,128
Thay đổi tài sản cố định	-1,373	-1,616	-1,877	-2,000	-2,128
Thay đổi tài sản đầu tư	4,409	0	0	0	0
Khác	-10	0	0	0	0
Tiền từ HĐ tài chính	-2,037	7,835	-1,538	216	2,571
Thay đổi vốn cổ phần	0	240	326	320	310
Tiền đi vay/(trả) nợ	-512	9,536	77	1,189	3,555
Cổ tức, lợi nhuận trả cho CSH	-1,525	-1,941	-1,941	-1,294	-1,294
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	5,422	10,908	2,701	4,537	6,932
Tổng tiền đầu năm	6,192	11,611	22,519	25,219	29,757
Tổng tiền cuối năm	11,611	22,519	25,219	29,757	36,689

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

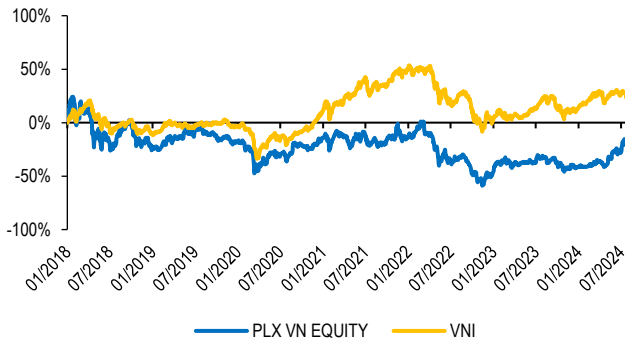
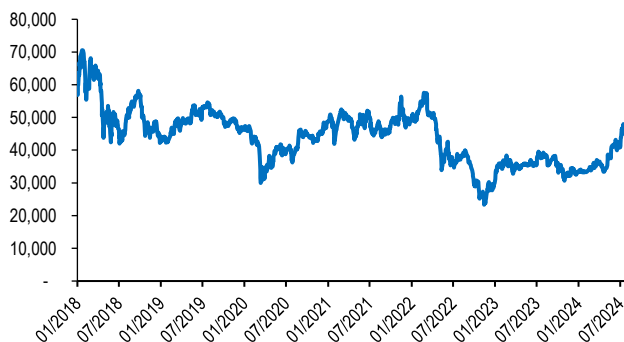
Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	304,080	274,253	283,587	302,257	320,317
Tăng trưởng (%)	79.9%	-9.8%	3.4%	6.6%	6.0%
Giá vốn hàng bán	291,758	259,001	266,447	284,050	300,961
Lợi nhuận gộp	12,322	15,252	17,140	18,208	19,356
Biên lợi nhuận gộp (%)	4.1%	5.6%	6.0%	6.0%	6.0%
Chi phí BH & QLDN	11,337	13,069	13,045	14,055	15,055
LN từ HĐKD	1,927	3,802	4,760	5,025	5,435
Tăng trưởng (%)	-45.2%	97.3%	25.2%	5.6%	8.2%
Biên LN từ HĐKD (%)	0.6%	1.4%	1.7%	1.7%	1.7%
LN khác	242	1,019	66	273	534
Thu nhập tài chính	1,932	2,741	2,013	2,260	2,585
Chi phí tài chính	1,690	1,722	1,948	1,987	2,051
Trong đó: Chi phí lãi vay	647	904	1,130	1,169	1,233
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	334	130	330	330	330
LNTT	2,260	3,932	5,090	5,355	5,765
Thuế TNDN	420	880	1,139	1,198	1,290
LNST	1,840	3,052	3,951	4,157	4,475
Tăng trưởng (%)	-41.1%	65.8%	29.5%	5.2%	7.6%
Biên lợi nhuận ròng (%)	0.6%	1.1%	1.4%	1.4%	1.4%
LNST cổ đông công ty mẹ	1,408	2,812	3,640	3,830	4,123
Lợi ích CDTs	432	240	311	327	352
LN trước thuế và lãi vay	2,907	4,836	6,220	6,524	6,997
Tăng trưởng (%)	-33.8%	66.4%	28.6%	4.9%	7.3%
Biên LN (%)	1.0%	1.8%	2.2%	2.2%	2.2%
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	5,030	7,041	8,566	9,023	9,657
Tăng trưởng (%)	-24.3%	40.0%	21.7%	5.3%	7.0%
Biên LN (%)	1.7%	2.6%	3.0%	3.0%	3.0%

Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (đồng)	1,088	2,173	2,948	2,900	2,804
BPS (đồng)	18,985	21,344	24,544	27,692	30,735
DPS (đồng)	700	1,500	1,500	1,000	1,000
PER (x)	54.1	27.1	20.3	20.7	21.4
PBR (x)	3.1	2.8	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA (x)	8.4	9.6	6.3	6.4	6.8
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	64%	69%	51%	34%	36%
Lãi cổ tức (%)	1.6%	3.3%	3.3%	2.2%	2.2%
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	1.7%	1.6%	2.4%	2.2%	1.8%
Biên LN từ HĐKD (%)	0.6%	1.4%	1.8%	1.7%	1.4%
Biên LNST (%)	0.6%	1.1%	1.5%	1.4%	1.2%
ROA (%)	2.5%	3.7%	4.7%	4.3%	3.7%
ROE (%)	6.6%	9.8%	11.6%	10.2%	8.9%
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	53.4%	78.4%	68.8%	64.2%	66.1%
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	25.8%	44.1%	48.6%	54.3%	58.4%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	1.5	2.4	3.9	3.5	2.8
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	6	4	6	6	6
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	19	22	22	22	22
Số ngày khoản phải thu (ngày)	11	14	14	14	14

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tổng Công ty Xăng Dầu Việt Nam (PLX VN)**Biến động giá cổ phiếu****Giá mục tiêu (VNĐ)**

Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VNĐ)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/Min
30/08/2024 (BC lần đầu)	MUA	64,500	57.7	27.7/106

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
<ul style="list-style-type: none"> ♦ MUA: Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ♦ GIỮ: Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ♦ BÁN: Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15% 	<ul style="list-style-type: none"> ♦ TÍCH CỰC: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ♦ TRUNG LẬP: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ♦ TIÊU CỰC: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ♦ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Thao Nguyen

Important Disclosures & Disclaimers

- ♦ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: PLX VN
- ♦ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ♦ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ♦ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ♦ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ♦ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ♦ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ♦ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599