

25/07/2012



**Đinh Thị Như Hoa**  
Chuyên viên cao cấp  
[Hoa.dinh@vcsc.com.vn](mailto:Hoa.dinh@vcsc.com.vn)  
+84 8 3 914 3588 ext. 140

## Cập nhật

## Giá mục tiêu Tăng

**44.100**  
**22%**

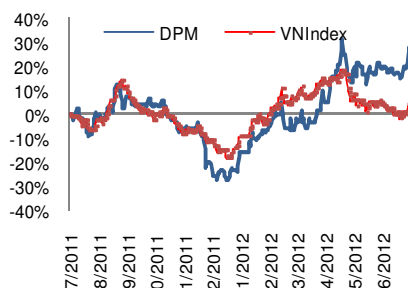
## Hóa chất

### Các chỉ số chính

|                              |         |
|------------------------------|---------|
| Giá ngày 25/07/2012          | 36.200  |
| Mức thấp nhất 52 tuần        | 20.942  |
| Mức cao nhất 52 tuần         | 37.975  |
| GTGD bình quân 30 ngày       | 345.579 |
| SL cổ phiếu lưu hành (triệu) | 378     |
| Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)    | 13.667  |
| Giá trị vốn hóa (triệu USD)  | 651     |
| TL sở hữu nước ngoài         | 26      |

| Định giá        | 2011  | 2012F | 2013F |
|-----------------|-------|-------|-------|
| EPS (cơ bản)    | 8.169 | 8.339 | 5.923 |
| Tăng trưởng EPS | 82,3  | 2,1   | -29,0 |
| P/E (thị giá)   | 4,4   | 4,3   | 6,1   |
| P/B (thị giá)   | 1,7   | 1,3   | 1,2   |
| EV / EBITDA     | 3,8   | 5,3   | 6,3   |
| ROE             | 42,9  | 29,8  | 18,1  |
| ROA             | 37,6  | 18,7  | 10,0  |
| ROIC            | 41,9  | 19,7  | 10,3  |
| Nợ/Vốn CSH      | 0,1   | 83,0  | 69,7  |
| Lợi suất cổ tức | 9,7   | 6,9   | 6,9   |

| Diễn biến giá     | 3T  | 6T   | 12T  |
|-------------------|-----|------|------|
| Giá trị tuyệt đối | 4,7 | 59,2 | 24,4 |
| Giá trị tương đối | 6,2 | 41,0 | 21,6 |



### Cơ cấu cổ đông

|                         |      |
|-------------------------|------|
| PVN                     | 61.4 |
| Deutsche Bank           | 9.4  |
| Các NĐT nước ngoài khác | 16.1 |
| Khác                    | 13.1 |

## Cập nhật KQ 6 tháng đầu năm 2012

DPM đạt kết quả tốt bất ngờ nhờ cả sản lượng và giá đều tăng và thu nhập bất ngờ từ lãi tiền gửi ngân hàng. Chúng tôi nâng dự báo cả năm: doanh thu đạt 11.075 tỷ đồng (+20% so với cùng kỳ năm ngoái) và lợi nhuận ròng đạt 3.169 tỷ đồng (+2,1% so với cùng kỳ năm ngoái). Chúng tôi điều chỉnh dự báo EPS cả năm tăng thêm 14%, đạt ngưỡng 8.339 đồng/cổ phiếu tương ứng với tỷ lệ P/E dự phóng hấp dẫn là 4,3 lần. Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 44.100 đồng/cổ phiếu (TL tăng giá 22%).

**Lợi nhuận tốt hơn dự kiến (đạt 109% mục tiêu của công ty).** 6 tháng đầu năm 2012, lợi nhuận ròng của DPM đặc biệt tốt khi tăng 33% so với cùng kỳ năm ngoái đạt 1.960 tỷ đồng (EPS là 5.200 đồng) trên doanh thu 7.397 tỷ đồng (+63% so với cùng kỳ năm ngoái). DPM đạt được kết quả tốt hơn dự kiến này nhờ giá bán ure trung bình tăng 30% (475 USD/tấn) và sản lượng tăng 14% so với 6 tháng đầu năm 2011 giúp bù đắp lại giá nhiên liệu đầu vào tăng 40% hồi đầu năm.

**Điều chỉnh dự báo lợi nhuận lên 14% do sản lượng tăng.** Chúng tôi nâng dự báo sản lượng từ 800 lên 850 nghìn tấn (+6,3%). 6 tháng đầu năm 2012, DPM đã bán được 462 nghìn tấn ure nhờ lực cầu lớn suốt vụ đông xuân và hè thu ở Việt Nam. Chúng tôi dự báo DPM sẽ bán 388 nghìn tấn ure trong 6 tháng cuối năm 2012.

**Thu nhập bất ngờ từ lãi từ tiền gửi.** Trong mô hình dự phóng lợi nhuận trước đây, chúng tôi không tính đến thu nhập từ lãi do giả định rằng DPM sẽ hoàn thành thương vụ sáp nhập với Đạm Cà Mau trong 6 tháng đầu năm. Tuy nhiên, do thương vụ này sẽ chưa hoàn thành cho tới năm sau, chúng tôi dự báo công ty sẽ tăng thu nhập lãi từ tiền mặt chưa được giải ngân. Vào thời điểm cuối tháng 6, số dư tiền và tương đương tiền của Công ty là 5.125 tỷ đồng. Công ty đạt 300 tỷ đồng thu nhập từ lãi trong 6 tháng đầu năm.

Hình 1: Kết quả hoạt động 6 tháng đầu năm của DPM

|                             | Đơn vị         | 6 tháng đầu 2011 | 6 tháng đầu 2012 | % Tăng trưởng |
|-----------------------------|----------------|------------------|------------------|---------------|
| <b>Doanh thu NMD Phú Mỹ</b> | <b>Tỷ đồng</b> | <b>3.060</b>     | <b>4.608</b>     | <b>50,6</b>   |
| Sản lượng                   | tấn            | 404.473          | 462.000          | 14,2          |
| Giá bán trung bình          | USD/tấn        | 365              | 475              | 30,1          |
| Chi phí đơn vị              | USD/tấn        | 142              | 194              | 23,3          |
| <b>Doanh thu NMD Cà Mau</b> | <b>Tỷ đồng</b> | <b>-</b>         | <b>1.836</b>     | <b>N/A</b>    |
| Sản lượng                   | tấn            | -                | 190.900          | N/A           |
| Giá bán trung bình          | USD/tấn        | -                | 458              | N/A           |
| <b>Doanh thu từ NPK</b>     | <b>Tỷ đồng</b> | <b>-</b>         | <b>136</b>       | <b>N/A</b>    |
| Sản lượng                   | tấn            | -                | 12.200           | N/A           |
| Giá bán trung bình          | USD/tấn        | -                | 531              | N/A           |
| <b>Khác</b>                 | <b>Tỷ đồng</b> | <b>1.476</b>     | <b>817</b>       | <b>-44,6</b>  |
| <b>Doanh thu</b>            | <b>Tỷ đồng</b> | <b>4.536</b>     | <b>7.397</b>     | <b>63,1</b>   |
| <b>Lợi nhuận ròng</b>       | <b>Tỷ đồng</b> | <b>1.473</b>     | <b>1.960</b>     | <b>33,1</b>   |

Nguồn: DPM

## Tổng CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM) MUA

**DCM chưa đóng góp vào lợi nhuận ròng của DPM trong 6 tháng đầu năm 2012.** Nhà máy Đạm Cà Mau vừa chính thức bắt đầu sản xuất các sản phẩm thương mại trong tháng 7 năm 2012. 6 tháng đầu năm 2012, nhà máy DCM đã sản xuất 191.000 tấn sản phẩm chạy thử.

DPM đã hỗ trợ DCM tổ chức vài lần đấu giá để tiêu thụ lượng sản phẩm trên với giá trung bình 458 USD/tấn. Từ tháng 7/2012, DPM chính thức phân phối sản phẩm urê của DCM. Theo hợp đồng giữa hai bên, giá bán của DPM sẽ là giá FOB theo khu vực Đông Nam Á và được giao tại cổng nhà máy DCM. Theo ban lãnh đạo DPM, việc phân phối các sản phẩm của DCM dự kiến sẽ đóng góp 50 tỷ đồng vào lợi nhuận trước thuế của DPM trong 6 tháng cuối năm 2012.

**Diễn biến thương vụ sáp nhập với Đạm Cà Mau.** Các bên liên quan gồm DCM, DPM và PVN vẫn đang thương lượng với Chính phủ. Cuối tháng 7 hoặc đầu tháng 8 sẽ có một cuộc họp giữa Văn phòng Chính phủ và PVN. Sau khi Chính phủ thông qua chủ trương thì PVN mới đứng ra đàm phán với DPM về các điều khoản mua bán liên quan đến DCM. Theo ban lãnh đạo DPM, thương vụ nhiều khả năng sẽ được duyệt do thực tế là DCM đã chính thức đi vào hoạt động và không thể hoạt động hiệu quả nếu DPM không hỗ trợ. Hơn nữa, DPM cho biết PVN đang cần vốn để giải ngân cho một số dự án. Tuy nhiên, thương vụ này dự kiến sẽ kết thúc trong năm 2013.

**Ban lãnh đạo DPM đặt mục tiêu thận trọng hơn cho 6 tháng cuối năm 2012.** Mục tiêu doanh thu của DPM cho 6 tháng cuối năm là 6.716 tỷ đồng và lợi nhuận ròng là 680 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng mục tiêu này quá thận trọng. Hiện nay, urê trong nước đang giao dịch tại mức 457 USD/tấn, cao hơn 15% so với giá dự báo của DPM cho 6 tháng cuối năm (397 USD/tấn). Một lần nữa chúng tôi nhắc lại dự báo cả năm cho DPM: doanh thu đạt 11.075 tỷ đồng (không tính doanh thu thương mại) và lợi nhuận ròng đạt 3.169 tỷ đồng.

Hình 2: Kết quả hoạt động thực tế và mục tiêu của DPM

| Tỷ đồng                    | KQ 6 tháng đầu năm | Mục tiêu 6 tháng cuối năm | FY2012 (1H + 2H) | Kết quả 2011 | % Tăng trưởng |
|----------------------------|--------------------|---------------------------|------------------|--------------|---------------|
| Doanh thu                  | 7.397              | 6.716                     | 14.113           | 9.227        | 52,9          |
| Lợi nhuận ròng             | 1.960              | 680                       | 2.640            | 3.104        | 14,9          |
| Sản lượng (DPM+DCM)        | 652.900            | 530.000                   | 1.182.900        | 752.000      | 57,3          |
| Giá bán trung bình USD/tấn | 470                | 397                       | 437              | 411          | 6,3           |

Nguồn: DPM và tổng kết của VCSC

Hình 3: Tổng kết các điều chỉnh dự báo của VCSC dành cho năm 2012

|                    | Đơn vị  | 2011      | Dự báo trước đây cho 2012 | Dự báo hiện nay cho 2012 | Điều chỉnh % |
|--------------------|---------|-----------|---------------------------|--------------------------|--------------|
| Doanh thu          | Tỷ đồng | 9.227     | 10.962                    | 11.075                   | 1,0          |
| Sản lượng          | Tấn     | 1.082.000 | 1.160.000                 | 1.172.000                | 1,0          |
| Giá bán trung bình | USD/tấn | 412       | 450                       | 450                      | 0,0          |
| Giá vốn hàng bán   | Tỷ đồng | (5.191)   | (6.130)                   | (5.992)                  | -2,2         |

## Tổng CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM) MUA

|                      |         |       |       |         |      |
|----------------------|---------|-------|-------|---------|------|
| Lợi nhuận gộp        | Tỷ đồng | 4.035 | 4.832 | 5.083   | 5,2  |
| Chi phí hoạt động    | Tỷ đồng | (995) | (990) | (1.092) | 10,3 |
| Thu nhập tài chính   | Tỷ đồng | 498   | 6     | 270     | N/M  |
| Chi phí lãi vay      | Tỷ đồng | (28)  | (470) | (470)   | 0,0  |
| Lợi nhuận trước thuế | Tỷ đồng | 3.510 | 3.378 | 3.792   | 12,3 |
| Thu nhập ròng        | Tỷ đồng | 3.104 | 2.769 | 3.169   | 14,4 |
| EPS                  | VND     | 8.169 | 7.288 | 8.339   | 14,4 |
| P/E                  |         | 4,4   | 4,9   | 4,3     |      |

*Nguồn: Dự báo của VCSC, N/M = không áp dụng*

## Báo cáo tài chính

Đơn vị: tỷ đồng

| KQLN                            | 2010        | 2011        | 2012        | 2013        |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Doanh thu thuần                 | 6.619       | 9.227       | 11.075      | 11.77       |
| - Giá vốn hàng bán              | -4.236      | -5.191      | -5.992      | -7.273      |
| Lợi nhuận gộp                   | 2.383       | 4.035       | 5.083       | 4.497       |
| - Chi phí bán hàng              | -332        | -493        | -543        | -514        |
| - Chi phí quản lý DN            | -410        | -503        | -549        | -541        |
| Lợi nhuận thuần HKĐK            | 1.641       | 3.04        | 3.992       | 3.442       |
| - (Lỗ) / lợi tỷ giá             | -62         | -39         | -130        | -111        |
| - Lợi nhuận khác                | 351         | 537         | 400         | 0           |
| Lợi nhuận khác                  | 1.93        | 3.538       | 4.262       | 3.331       |
| - Chi phí lãi vay               | -8          | -28         | -470        | -434        |
| Lợi nhuận trước thuế            | 1.922       | 3.51        | 3.792       | 2.897       |
| - Thuế TNDN                     | -215        | -370        | -559        | -350        |
| LNST                            | 1.707       | 3.141       | 3.233       | 2.547       |
| - Lợi ích cổ đông thiểu số      | -4          | -36         | -65         | -296        |
| LNST của cổ đông CT Mẹ          | 1.703       | 3.104       | 3.169       | 2.251       |
| EPS (đ)                         | 4.482       | 8.169       | 8.339       | 5.923       |
| EBITDA                          | 1.93        | 3.708       | 5.249       | 4.318       |
| Khấu hao                        | 0           | -170        | -987        | -987        |
| Tăng trưởng doanh thu           | -0,2%       | 39,4%       | 20,0%       | 6,3%        |
| Tăng trưởng LN HKĐK             | 16,7%       | 85,2%       | 31,3%       | -13,8%      |
| Tăng trưởng EBIT                | 27,0%       | 83,3%       | 20,5%       | -21,9%      |
| Tăng trưởng EPS                 | 26,3%       | 82,3%       | 2,1%        | -29,0%      |
| <b>Chỉ số khả năng sinh lợi</b> | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp           | 36,0%       | 43,7%       | 45,9%       | 38,2%       |
| Tỷ suất LNST                    | 25,8%       | 34,0%       | 29,2%       | 21,6%       |
| ROE DuPont                      | 29,0%       | 42,9%       | 29,8%       | 18,1%       |
| ROA DuPont                      | 24,8%       | 37,6%       | 18,7%       | 10,0%       |
| Tỷ suất EBIT                    | 29,2%       | 38,3%       | 38,5%       | 28,3%       |
| LNST / LNST                     | 88,8%       | 89,5%       | 85,3%       | 87,9%       |
| LNST / EBIT                     | 99,6%       | 99,2%       | 89,0%       | 87,0%       |
| Vòng quay tổng tài sản          | 1,0         | 1,1         | 0,6         | 0,5         |
| Đòn bẩy tài chính               | 1,2         | 1,1         | 1,6         | 1,8         |
| ROIC                            | 27,6%       | 41,9%       | 19,7%       | 10,3%       |
| <b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b> | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> |
| Số ngày phải thu                | 53,5        | 64,4        | 60,3        | 44,6        |
| Số ngày tồn kho                 | 3,4         | 4,5         | 11,4        | 21,7        |
| Số ngày phải trả                | 27,1        | 26,0        | 20,8        | 18,8        |
| Thời gian luân chuyển tiền      | 29,8        | 42,9        | 50,9        | 47,5        |
| COGS / Hàng tồn kho             | 6,8         | 5,7         | 6,1         | 8,2         |
| <b>Chỉ số TK/đòn bẩy TC</b>     | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> |
| CS thanh toán hiện hành         | 5,22        | 6,99        | 7,80        | 10,09       |
| CS thanh toán nhanh             | 4,49        | 5,65        | 6,82        | 8,89        |
| CS thanh toán tiền mặt          | 4,06        | 4,71        | 5,36        | 6,99        |
| Nợ / Tài sản                    | 0,04        | 0,00        | 0,44        | 0,40        |
| Nợ / Vốn sử dụng                | 0,05        | 0,00        | 0,45        | 0,41        |
| Nợ / Vốn CSH                    | 0,05        | 0,00        | 0,83        | 0,70        |
| Nợ ngắn hạn / Vốn CSH           | 0,01        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Nợ dài hạn / Vốn CSH            | 0,03        | 0,00        | 0,44        | 0,40        |
| Khả năng TT lãi vay             | 231,14      | 126,81      | 9,07        | 7,68        |
| <b>Định giá</b>                 | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> |
| P/E                             | 8,1         | 4,4         | 4,3         | 6,1         |
| P/B                             | 2,2         | 1,7         | 1,3         | 1,2         |
| EV / EBITDA                     | 7,3         | 3,8         | 5,3         | 6,3         |
| Giá trị sổ sách/cổ phiếu        | 16.299      | 21.65       | 27.471      | 30.743      |

| CDKT                            | 2010          | 2011          | 2012          | 2013          |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Tài sản</b>                  |               |               |               |               |
| + Tiền và tương đương           | 3.748         | 4.07          | 4.457         | 5.6           |
| + Đầu tư TC ngắn hạn            | 59            | 202           | 202           | 202           |
| + Các khoản phải thu            | 81            | 146           | 547           | 851           |
| + Hàng tồn kho                  | 672           | 1.16          | 818           | 961           |
| + Tài sản ngắn hạn khác         | 265           | 462           | 462           | 462           |
| Tổng tài sản ngắn hạn           | 4.826         | 6.041         | 6.486         | 8.076         |
| + Tài sản dài hạn               | 7.283         | 7.988         | 24.012        | 24.082        |
| + Khấu hao lũy kế               | -5.405        | -5.574        | -6.561        | -7.548        |
| + Tài sản dài hạn               | 1.878         | 2.414         | 17.451        | 16.534        |
| + Đầu tư tài chính dài hạn      | 0             | 0             | 0             | 0             |
| + Tài sản dài hạn khác          | 715           | 840           | 1.282         | 1.282         |
| Tổng tài sản dài hạn            | 2.593         | 3.254         | 18.733        | 17.816        |
| <b>Tổng Tài sản</b>             | <b>7.419</b>  | <b>9.295</b>  | <b>25.219</b> | <b>25.892</b> |
| <b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>  |               |               |               |               |
| + Phải trả ngắn hạn             | 417           | 324           | 359           | 390           |
| + Vay và nợ ngắn hạn            | 86            | 9             | 9             | 9             |
| + Phải trả ngắn hạn khác        | 422           | 532           | 463           | 401           |
| <b>Nợ ngắn hạn</b>              | <b>924</b>    | <b>864</b>    | <b>831</b>    | <b>801</b>    |
| + Vay và nợ dài hạn             | 246           | 0             | 11.051        | 10.29         |
| + Phải trả dài hạn              | 18            | 19            | 19            | 19            |
| Nợ dài hạn                      | 264           | 19            | 11.07         | 10.308        |
| <b>Tổng nợ</b>                  | <b>1.188</b>  | <b>883</b>    | <b>11.901</b> | <b>11.109</b> |
| + Cổ phiếu ưu đãi               | 0             | 0             | 0             | 0             |
| + Thặng dư                      | 0             | 0             | 0             | 0             |
| + Vốn điều lệ                   | 3.8           | 3.8           | 3.8           | 3.8           |
| + LN chưa phân phối             | 2.394         | 4.427         | 6.639         | 7.882         |
| + Lợi ích cổ đông thiểu số      | 36            | 185           | 2.88          | 3.101         |
| Vốn chủ sở hữu                  | 6.23          | 8.412         | 13.319        | 14.783        |
| <b>Tổng cộng nguồn vốn</b>      | <b>7.419</b>  | <b>9.295</b>  | <b>25.219</b> | <b>25.892</b> |
| <b>Lưu chuyển tiền tệ</b>       | <b>2010</b>   | <b>2011</b>   | <b>2012</b>   | <b>2013</b>   |
| <b>Tiền đầu năm</b>             | <b>2.906</b>  | <b>3.748</b>  | <b>4.07</b>   | <b>4.457</b>  |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>       | <b>1.703</b>  | <b>3.104</b>  | <b>3.202</b>  | <b>2.527</b>  |
| + Khấu hao lũy kế               | 0             | 181           | 987           | 987           |
| + Điều chỉnh                    | 579           | -42           | -403          | 0             |
| + Thay đổi vốn lưu động         | 990           | -626          | -92           | -477          |
| <b>Tiền từ hoạt động KD</b>     | <b>3.272</b>  | <b>2.617</b>  | <b>3.694</b>  | <b>3.037</b>  |
| + Thanh lý tài sản cố định      | 12            | 0             | 0             | 0             |
| + Chi mua sắm TSCĐ              | -992          | -782          | -4.468        | -70           |
| + Tăng (giảm) đầu tư            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| + Các hoạt động đầu tư khác     | -616          | -423          | 0             | 0             |
| <b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b> | <b>-1.596</b> | <b>-1.204</b> | <b>-7.285</b> | <b>-70</b>    |
| + Cổ tức đã trả                 | -870          | -753          | -963          | -1.063        |
| + Tăng (giảm) vốn               | 0             | 0             | 0             | 0             |
| + Thay đổi nợ ngắn hạn          | 58            | -76           | 0             | -801          |
| + Thay đổi nợ dài hạn           | 29            | -246          | 0             | 0             |
| + Các hoạt động TC khác         | 0             | -1            | 0             | 0             |
| <b>Tiền từ hoạt động TC</b>     | <b>-833</b>   | <b>-1.091</b> | <b>3.977</b>  | <b>-1.824</b> |
| Tổng lưu chuyển tiền tệ         | 842           | 322           | 386           | 1.144         |
| <b>Tiền cuối năm</b>            | <b>3.748</b>  | <b>4.07</b>   | <b>4.457</b>  | <b>5.6</b>    |
| Đơn vị: tỷ đồng                 |               |               |               |               |

## Tổng CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM) MUA

### Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đinh Thị Như Hoa, 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 1/11/2010.

| Các khuyến nghị             | Định nghĩa   |
|-----------------------------|--|
| <b>MUA</b>                  | Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%  |
| <b>THÊM VÀO</b>             | Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%  |
| <b>NĂM GIỮ</b>              | Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%  |
| <b>GIẢM</b>                 | Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%   |
| <b>BÁN</b>                  | Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%   |
| <b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</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 chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó. |
| <b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b> | Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có 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 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. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa 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 giá 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

### Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam  
+84 8 3914 3588

### Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 4 6262 6999

### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

## Phòng Nghiên cứu và Phân tích

### Quyền Giám Đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105  
[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)

**Trưởng phòng**, Tôn Minh Phương, ext 146

**CV cao cấp**, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

**CV cao cấp**, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588

[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**Chuyên viên**, Vũ Hoàng Việt, ext 143

**Chuyên viên**, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

**Chuyên viên**, Phạm Thùy Dương, ext 130

**Chuyên viên**, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

**CV vĩ mô**, Nguyễn Duy Phong, ext 120

## Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.  
+84 8 3914 3588, ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 8 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

## Phòng môi giới khách hàng trong nước

### Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 8 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 4 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.

## Lịch sử khuyến nghị

| Ngày       | Khuyến nghị | Giá đóng cửa | Giá mục tiêu |
|------------|-------------|--------------|--------------|
| 09/07/2012 | MUA         | 34.000       | 44.100       |