

# TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM - CTCP(GAS)

Tháng 9, 2014

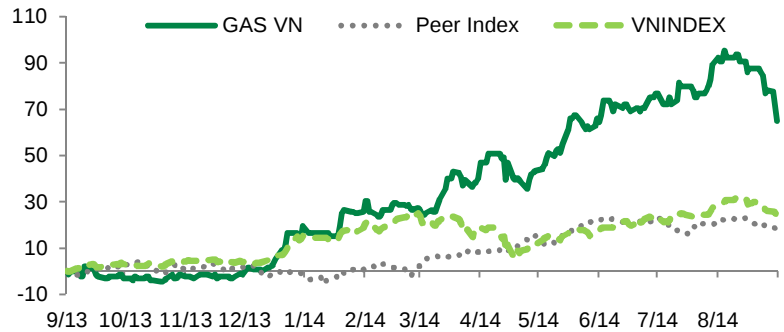
## BÁO CÁO CẬP NHẬT: MUA



|                                       |                       |                                               |
|---------------------------------------|-----------------------|-----------------------------------------------|
| Giá hiện tại (18/9/2014):             | đồng                  | 107.000                                       |
| Giá trị nội tại:                      | đồng                  | 121.000                                       |
| Phân tích kỹ thuật Khuyến nghị        |                       | BÁN                                           |
| Ngưỡng kháng cự                       | đồng                  | 115.000                                       |
| Ngưỡng hỗ trợ                         | đồng                  | 92.000                                        |
| Mã Bloomberg: <b>GAS VN</b>           | Sàn: HSX              |                                               |
| Ngành: Dầu khí                        |                       |                                               |
| Beta                                  | 1,06                  |                                               |
| Giá cao nhất/thấp nhất 52 tuần (đồng) | 60.000-124.000        |                                               |
| Số lượng cổ phiếu (triệu)             | 1.895                 |                                               |
| Vốn hóa (tỷ đồng)                     | 202.765               |                                               |
| Cổ phiếu lưu hành tự do (triệu)       | 233,08                |                                               |
| KLGDQ 12 tháng                        | 556.181               |                                               |
| Sở hữu nước ngoài                     | 2,81%                 |                                               |
| Năm                                   | Lợi suất cổ tức       | EPS (TTM)                                     |
| 2014 (VPBS forecast)                  | 4%                    | 9.158                                         |
| 2013                                  |                       | 6.530                                         |
| 2012                                  |                       | 6.530                                         |
| 2011                                  |                       | 5.167                                         |
|                                       | 2010 – 13 <u>CAGR</u> | <u>2014E (tỷ đồng)</u> 2014 - 18F <u>CAGR</u> |
| Doanh thu                             | 21%                   | 69.889 12%                                    |
| EBITDA                                | 34%                   | 20.532 13%                                    |
| LNST                                  | 39%                   | 17.354 7%                                     |
| Chỉ số tài chính                      | GAS                   | Cùng ngành VNI                                |
| PE                                    | 17,2                  | 11,7 15,0                                     |
| PEG                                   | (3,4)                 | 0,3 na                                        |
| P/B                                   | 5,63                  | 1,51 1,99                                     |
| EBIT/I                                | 40,70                 | 17,52 Na                                      |
| EV/EBITDA                             | 10,75                 | 5,52 10,74                                    |
| ROE                                   | 34,2%                 | 14,4% 13,5%                                   |

PV Gas được thành lập vào năm 1990, từ việc tái cơ cấu lại Ban Điều hành dự án Dầu khí Vũng Tàu, chủ yếu tham gia vào hoạt động mua bán khí và các sản phẩm khí, thu gom và phân phối khí và các dịch vụ kỹ thuật khác. Tổng công ty là công ty con của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam và được chính thức chuyển đổi thành Tổng công ty khí Việt Nam – Công ty cổ phần vào tháng 5.2011 với vốn điều lệ 18.950 tỷ đồng.

Tại ngày 31.12.2013, tổng tài sản của công ty đã lên đến 50,5 nghìn tỷ và doanh thu thuần đạt 65,4 nghìn tỷ.



**Chúng tôi cập nhật khuyến nghị cho Tổng Công ty Khí Việt Nam – CTCP với khuyến nghị MUA dài hạn vì các lý do sau:**

**Kết quả kinh doanh ổn định và tiềm năng tăng trưởng dài hạn**

- ◆ **Kỳ vọng tăng trưởng doanh thu mạnh sẽ tiếp diễn trong giai đoạn 2014-2015:** Doanh thu 1H2014 tăng 10% so với cùng kỳ. Chúng tôi tin rằng, mặc dù doanh thu sẽ chỉ tăng trung bình 6% trong giai đoạn 2014-2016, nhưng sẽ tăng trưởng hai con số trong năm tiếp theo.
- ◆ **Lợi nhuận năm 2014 sẽ tăng mạnh trong Q2** nhờ lợi nhuận bất thường: Lợi nhuận ròng hợp nhất giảm 13% trong 1H2014 so với cùng kỳ và bằng với 44% kỳ vọng của chúng tôi. Tuy vậy vào nửa sau năm 2014 GAS sẽ có lợi nhuận bất thường từ khoản thanh toán từ EVN và việc thoái vốn từ CTCP Bọc ống dầu khí VN. Trong 9 tháng, GAS ước tính lợi nhuận sau thuế vào khoảng 9,500 tỷ đồng.
- ◆ **Tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận dài hạn vững vàng:** Sau khi xem xét lại mô hình định giá, doanh thu có mức tăng trưởng kép 12% và LNST sẽ có mức tăng trưởng kép là 7% trong giai đoạn dự báo và đặc biệt tăng mạnh trong năm 2017 nhờ vào hệ thống đường ống đôi ở Lô B – Ô Môn.
- ◆ **Dự án điện khí ở Quảng Ngãi sẽ là chất xúc tác cho tăng trưởng từ năm 2018 trở đi:** PVN vừa công bố ý định hợp tác với ExxonMobil để thúc đẩy một dự án đầu tư 20 tỷ đồng để khai thác và vận chuyển khí từ những lô này và một nhà máy điện ở tỉnh Quảng Ngãi (gần TP Đà Nẵng). Dự án vận chuyển khí đốt bao gồm một hệ thống đường ống có công suất chuyển giao 2-4 BCMA (bcm/ năm) và một nhà máy xử lý khí với công suất từ 1-4 BCMA. Dự án có thể đi vào hoạt động sớm nhất từ năm 2018 và PV GAS sẽ tham gia vào hoạt động thu gom và vận chuyển khí vào trong đất liền. Chúng tôi xem đây là một yếu tố xúc tác mạnh và sẽ làm tăng trưởng LNST của GAS từ năm 2018.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo

## **NỘI DUNG**

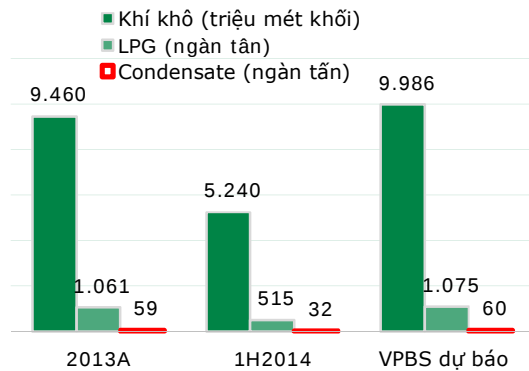
|                                                                            |    |
|----------------------------------------------------------------------------|----|
| TIN CŨ: KẾT QUẢ KINH DOANH 1H2014 VÀ MỤC TIÊU THẬN TRỌNG CHO NĂM 2014..... | 3  |
| XÚC TÁC: TIẾN TRIỂN VỚI EXXONMOBIL.....                                    | 4  |
| THAY ĐỔI CHÍNH TRONG MÔ HÌNH DỰ PHÓNG .....                                | 6  |
| Lãi cơ bản và cổ tức trên cổ phiếu .....                                   | 7  |
| Dòng tiền .....                                                            | 7  |
| ĐỊNH GIÁ .....                                                             | 8  |
| So sánh với các công ty cùng ngành .....                                   | 8  |
| EV/EBITDA .....                                                            | 9  |
| Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF).....                                | 9  |
| Kịch bản ExxonMobil – Lùi một bước tiến hai bước .....                     | 11 |
| KẾT LUẬN.....                                                              | 14 |
| Diễn biến giá cổ phiếu.....                                                | 14 |
| PHÂN TÍCH KỸ THUẬT .....                                                   | 15 |

## TIN CŨ: KẾT QUẢ KINH DOANH 1H2014 VÀ MỤC TIÊU THẬN TRỌNG CHO NĂM 2014

Theo thông báo kết quả kinh doanh nửa đầu năm 2014 của GAS, tổng sản lượng khí tự nhiên GAS cung cấp cho người tiêu dùng đạt 5,24 tỷ mét khối (bcm), chiếm 52% sản lượng dự báo của chúng tôi, sản lượng LPG đạt 515 ngàn tấn bao gồm sản lượng nội địa và nhập khẩu, sản lượng condensate đạt 32 ngàn tấn, chiếm 46% dự phóng của chúng tôi.

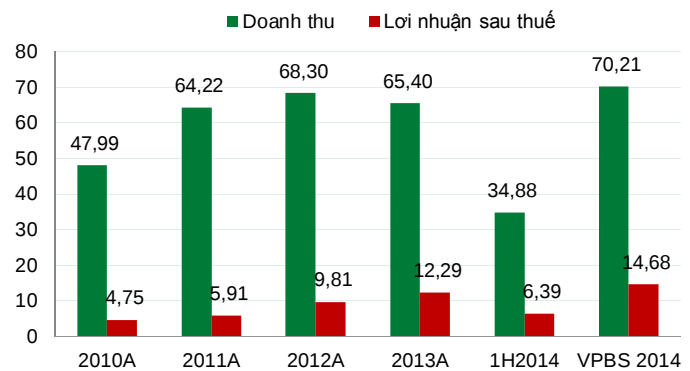
Công suất tăng trưởng 6% dẫn đến doanh thu hợp nhất đạt 34.965 tỷ đồng (1.66 triệu USD), tăng 10% so với cùng kỳ, chiếm 55% kỳ vọng công ty và bằng với 50% con số dự phóng của chúng tôi. Lợi nhuận sau thuế (LNST) hợp nhất đạt 6.427 tỷ đồng (297 triệu USD), giảm 13% so với cùng kỳ, đạt 74% kế hoạch công ty và 44% số liệu dự phóng của VPBS. Lý do LNST giai đoạn cùng kỳ năm 2013 cao hơn là vì khoản hoàn nhập 1.000 tỷ đồng từ quỹ phát triển được ghi nhận, và hơn nữa, giá vốn hàng bán (GVHB) tăng 13% do ảnh hưởng mức tăng trưởng từ giá khí tự nhiên làm LNST bị sụt giảm.

Sản lượng nửa năm đầu 2014



Nguồn: VPBS, Company

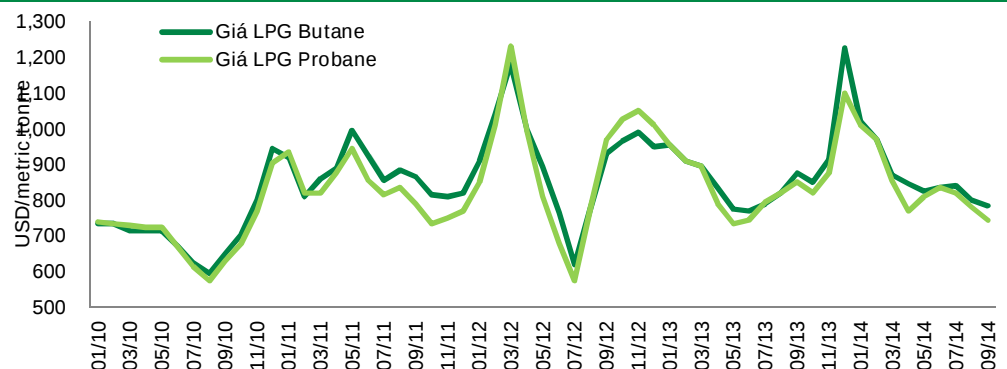
Kết quả kinh doanh 6 tháng GAS (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VPBS, Company

Trong nửa cuối năm 2014, GAS đặt mục tiêu doanh thu 33,048 nghìn tỷ đồng và LNST 5,587 nghìn tỷ đồng dẫn tới trong cả năm GAS sẽ đạt doanh thu hợp nhất 68,014 nghìn tỷ đồng và LNST 12,013 nghìn tỷ đồng so với số liệu trong báo cáo lần đầu là 70,21 nghìn tỷ đồng doanh thu và 14,68 nghìn tỷ đồng LNST. Chúng tôi cho rằng, kế hoạch công ty có vẻ thận trọng. Yếu tố ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của GAS trong vòng sáu tháng qua tiếp tục hỗ trợ. Thứ nhất, tiêu thụ LPG và giá thời vụ: giá thấp vào mùa hè và cao hơn vào mùa đông.

Giá Butane and Propane hàng tháng từ năm 2011 đến hiện tại



Nguồn: Bloomberg

Do mùa đông đang đến, cộng với tình hình nước Nga cắt giảm nguồn cung khí tự nhiên cho Ukraina và châu Âu, chúng tôi cho rằng giá LPG toàn cầu sẽ tăng mạnh đến cuối năm. Giá LPG nội địa đang tăng dần theo giá thế giới; do đó, PV GAS có thể có lợi nhuận tốt trong phân khúc LPG vào quý cuối cùng.

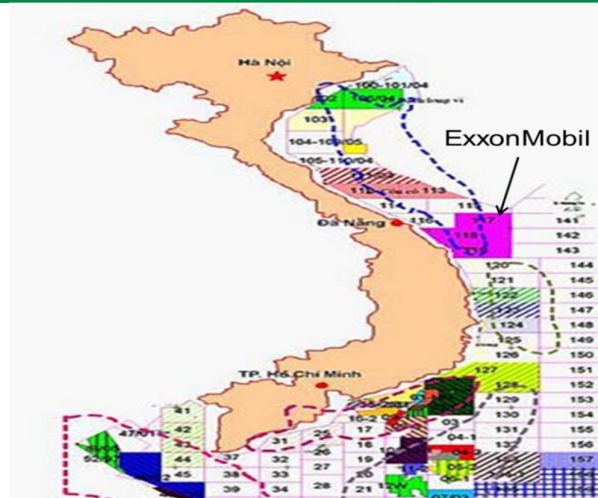
Thứ hai, PV Gas được nhận khoảng 3.780 tỷ đồng mua khí của EVN trong giai đoạn từ năm 2009 đến năm 2013. Do đó, công ty sẽ ghi nhận một khoản thu nhập bất thường vào quý cuối cùng 2014. Việc này sẽ đẩy LNST của công ty lên trên 30% mức kế hoạch. Cuối cùng, GAS sẽ hoặc đã thoái vốn từ CTCP Bọc Ống Dầu Khí Việt Nam (PVB). Tổng giá trị thoái vốn sẽ là 500 tỷ đồng (23,8 triệu USD) mang lại một khoản thu nhập nữa cho GAS vào nửa cuối năm 2014.

Trong báo cáo trước đây, chúng tôi đã đề cập đến một tin đồn là PVN sẽ bán 20% GAS để mua cổ phần của Chevron ở Lô B – dự án Ô Môn. Theo tin mới nhất, chúng tôi được biết Rosneft đang trong quá trình đàm phán với Chevron trong vụ mua bán này. Do đó, chúng tôi không còn kỳ vọng tăng trưởng từ dự án của Chevron. Trong 9 tháng năm 2014, GAS ước tính lợi nhuận sau thuế đạt 9.500 tỷ đồng, đạt 79% kế hoạch cả năm.

## XÚC TÁC: TIẾN TRIỂN VỚI EXXONMOBIL

ExxonMobil đã mua 100% sở hữu của Công ty Dầu Khí Anh (BP) trong lô 117, 118 và 119 ngoài khơi Đà Nẵng bờ biển miền Trung Việt Nam ở khu vực Bể Phú Khánh năm 2009. Vào thời điểm đó, BP tìm được khí từ khu vực này nhưng với hàm lượng khí hydrogen sulfide và carbon dioxide khá cao. Sau khi mua lại trong năm 2010, ExxonMobil đã thuê giàn khoan nửa chìm nửa nổi West Aquarius để thực hiện chiến dịch khoan đầu tiên ở lô 118. Mỏ đầu tiên, gọi là CA Voi Xanh-1x không tìm thấy khí nhưng mỏ thứ hai, CA Voi Xanh-2X thì được phát hiện có một số “vật liệu”. Mỏ thứ ba, gọi là 118 Ca Voi Xanh-3X được thực hiện và quý 2 năm 2012 và có một số tín hiệu khả quan khi tìm được lượng hydrocarbon lớn hơn.

Địa điểm lô của ExxonMobil



Nguồn: VPBS

Ước tính ban đầu về số lượng và chất lượng đã “đủ tiềm năng” để ExxonMobil tin tưởng và đưa giàn khoan nửa chìm nửa nổi trở lại khoan tiếp. Cho tới nay, PVN vừa công bố sẽ kết hợp với ExxonMobil để thúc đẩy một dự án 20 tỷ USD để thăm dò, vận chuyển khí đốt từ các lô trên và một nhà máy điện ở tỉnh Quảng Ngãi (gần TP Đà Nẵng). Dự án vận chuyển

---

khí đốt bao gồm một hệ thống đường ống có công suất chuyển giao 2-4 BCMA (bcm/ năm) và một nhà máy xử lý khí với công suất từ 1-4 BCMA.

Dự án nhà máy phát điện sẽ có hai giai đoạn, giai đoạn đầu sẽ đầu tư công suất 1.500 MW và dự tính sẽ tăng lên đến 6.500MW vào giai đoạn hai. Dự án có khả năng đi vào hoạt động từ năm 2018 là sớm nhất và PV GAS sẽ tham gia đầu tư vào khâu thu gom, vận chuyển và xử lý khí. Cả dự án (2 giai đoạn) dự tính sẽ tiêu thụ tầm 6-8 BCM khí tự nhiên. Trữ lượng khí tự nhiên trong những lô này được ước tính tầm 10 TCF (10.000 BCF), lớn hơn nhiều so với bể Nam Côn Sơn. Chúng tôi cho rằng khi khối lượng dự trữ được xác nhận, bức tranh của ngành khí Việt Nam sẽ hoàn toàn thay đổi. Việt Nam sẽ không bị thiếu khí tự nhiên. Mặt khác, PVN đang phát triển một số kế hoạch để dùng trữ lượng khổng lồ này. Nhập khẩu LNG có thể sẽ không còn cần thiết nữa. Xuất khẩu khí tự nhiên cũng sẽ có khả năng được phát triển.

ExxonMobil và PVN sẽ ký một hợp đồng liên doanh vào cuối năm 2014 hoặc đầu năm 2015. Mũi khoan thăm định sẽ bắt đầu tháng 11/2014. Dự án sẽ bắt đầu trong hai năm tới kể từ năm nay và 2018 sẽ là năm sớm nhất cho dòng khí đầu tiên.

## THAY ĐỔI CHÍNH TRONG MÔ HÌNH DỰ PHÓNG

**Giá LPG:** Nhận định về sự biến đổi trong xu hướng thị trường và giá LPG thế giới, chúng tôi nhận thấy giá bán trung bình LPG và chi phí trung bình dự phóng cho năm 2014 hơi thấp so với thực tế, do đó, chúng tôi tăng giá bán 12% và chi phí 15%. Tuy Wood Mckenzie, dự báo rằng giá LPG (FOB Singapore) sẽ giảm 5% trong năm 2015 và giảm nhẹ dần cho đến năm 2018 nhưng chúng tôi cho rằng chi phí nội địa của LPG vẫn sẽ tăng từ 2016 đến 2018 do khí ở bể Cửu Long sẽ cạn dần dẫn tới sản lượng LPG ở Dinh Cố sụt giảm.

| Dự phóng giá LPG (USD/ tấn) |      |      |      |      |      |
|-----------------------------|------|------|------|------|------|
|                             | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| Giá bán trung bình          | 963  | 963  | 959  | 922  | 887  |
| Chi phí trung bình          | 851  | 851  | 850  | 894  | 857  |

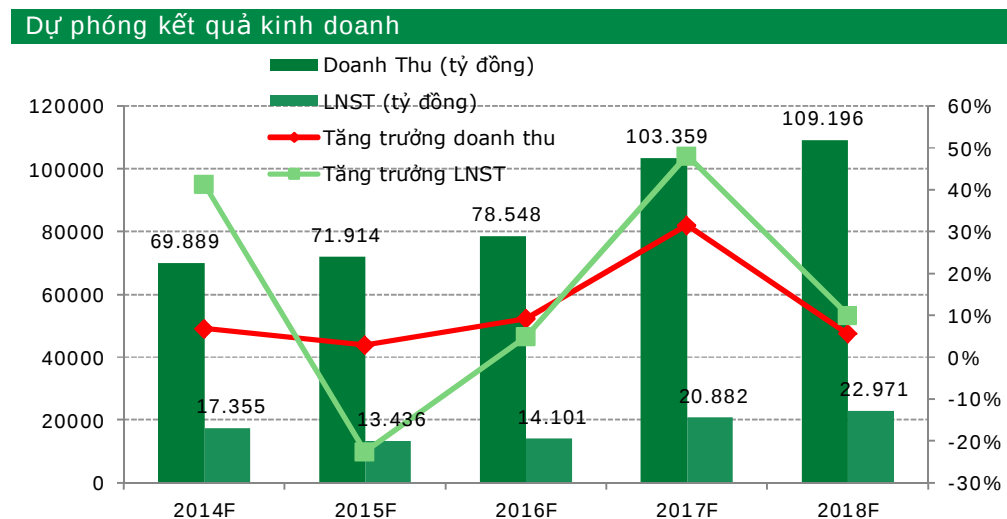
**Tiêu thụ khí tự nhiên:** Tổng lượng tiêu thụ khí tự nhiên cho năm 2014 sẽ giảm nhẹ 2% từ 9,986 bcm xuống còn 9,8 bcm do lượng tiêu thụ khí trong 6 tháng cuối năm sẽ giảm vì mùa mưa sẽ đẩy công suất từ các nhà máy thủy điện khiến cho công suất của các nhà máy điện khí giảm.

**Thu nhập tài chính:** Cuối năm 2014, GAS sẽ thoái vốn 50% đầu tư từ PVB dẫn đến doanh thu tài chính sẽ ghi nhận thêm 500 tỷ trong năm 2014.

**Thu nhập bất thường:** Như đã đề cập ở trên, trong 1Q2014, GAS đã nhận được một khoản tiền mặt 3.780 tỷ đồng từ khoản nợ của EVN cho việc bán khí đốt trong giai đoạn 2009-2013. Thu nhập này sẽ được ghi nhận là thu nhập bất thường trong quý cuối cùng và sẽ tăng lợi nhuận ròng công ty lên 30%.

### Kết quả kinh doanh- Lợi nhuận sau thuế tăng vọt

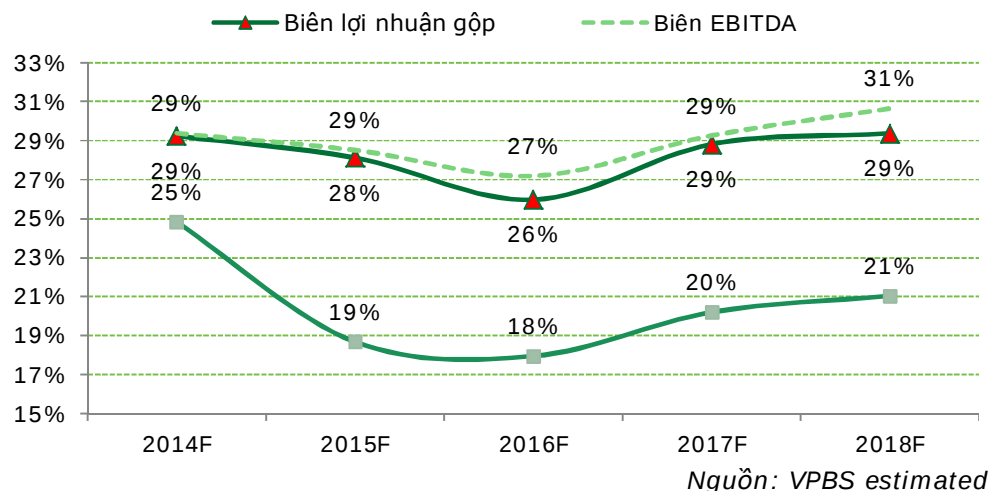
Do thay đổi giả định, doanh thu GAS sẽ có tốc độ tăng trưởng kép 12% giai đoạn năm 2014 tới năm 2018, cụ thể tăng 7% trong giai đoạn 2014 và 3% năm 2015 và bật lại tăng trưởng hai con số trong năm 2017. Trong khi đó, LNST tăng 41% năm 2014 và sẽ có tốc độ tăng trưởng kép 7% trong cùng giai đoạn dự báo và đặc biệt tăng mạnh từ năm 2017 nhờ vào hệ thống đường ống đôi ở Block B – Ô Môn.



Nguồn: VPBS

Với xu hướng đi xuống của chi phí và giá bán LPG, các biên lợi nhuận giảm dần trong giai đoạn 2014-2016 và tăng trở lại từ năm 2017, đạt mức bằng với năm 2014.

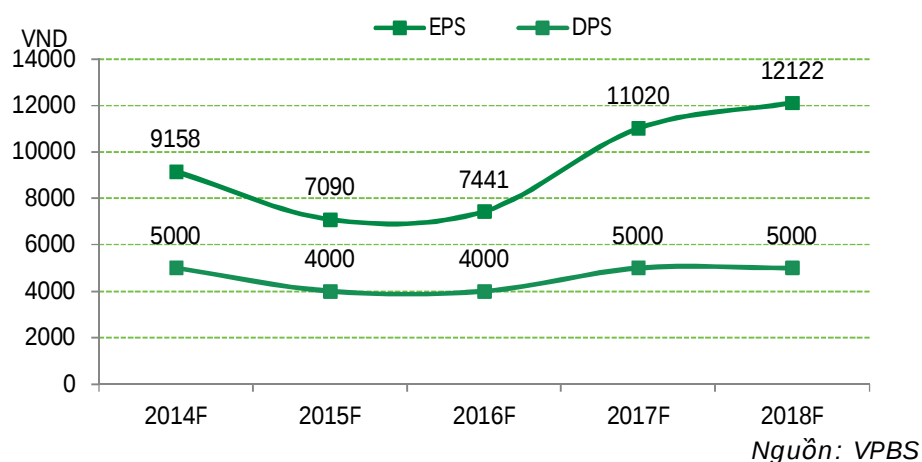
#### Dự phóng biên lợi nhuận



#### Lãi cơ bản và cổ tức trên cổ phiếu

EPS năm 2014 sẽ là 9,158 đồng so với 7.747 đồng trong báo cáo lần đầu của chúng tôi. Vào cuối năm 2018, EPS có thể lên tới 12.122, gần gấp đôi số liệu năm 2013. Do kết quả kinh doanh khá tốt, chúng tôi dự kiến công ty sẽ tăng tỷ lệ chia cổ tức từ 40% lên 50% trong năm 2014. GAS có thể giảm tỷ lệ chia cổ tức vào hai năm sau do lợi nhuận giảm. Tuy nhiên chúng tôi hy vọng năm 2017- 2018 tỷ lệ cổ tức sẽ cao hơn.

#### Lãi cơ bản trên cổ phiếu (EPS) and Cổ tức trên cổ phiếu (DPS)



#### Dòng tiền

Là công ty sở hữu đường ống, PV Gas có dòng tiền ổn định và mạnh mẽ. Do có nhiều dự án đầu tư ống dẫn trong tương lai, dòng tiền của PV Gas vào cuối năm 2018 dự tính sẽ tăng ba lần so với năm 2013. Tính đến ngày 30/6/2014, GAS có khoảng 20.000 tỷ đồng so với 18.000 tỷ đồng của cùng kỳ năm ngoài. Vào cuối năm 2014, chúng tôi kỳ vọng GAS sẽ có khoảng 20.000 tỷ đồng.

## ĐỊNH GIÁ

Ba phương pháp định giá được sử dụng để ước tính giá trị thích hợp cho công ty này đó là: so sánh P/E các công ty cùng ngành, EV/EBITDA và Chiết khấu dòng tiền (DCF)

### So sánh với các công ty cùng ngành

Với vị trí thống trị thị trường và tính đặc thù cao của ngành, PV Gas hiện không có đối thủ trực tiếp trong nước. Do đó, các công ty khí trong vùng với hoạt động kinh doanh tương tự được chọn để so sánh. Trong danh sách này đã lược bỏ các công ty có chỉ số tài chính bất thường so với số còn lại.

- **Công ty TNHH Dầu khí Trung Quốc – PetroChina** khai thác, phát triển, sản xuất dầu thô và khí thiên nhiên. Công ty này cũng lọc hóa dầu, phân phối dầu thô, các sản phẩm dầu khí cũng như khí thiên nhiên.
- **Petronas Gas Berhad (Malaysia)** xử lý và phân tách khí thiên nhiên từ các mỏ khí ngoài khơi ở Terengganu. Công ty còn lưu trữ, vận chuyển và phân phối các thành phần được tách ra từ khí thiên nhiên cũng như cung tiện ích đầu vào cho các nhà sản xuất sản phẩm hóa dầu.
- **Công ty TNHH GAIL India** là một công ty Nhà Nước chuyên xử lý và phân phối khí thiên nhiên và LPG.
- **Inpex Corporation** là công ty cổ phần được thành lập từ việc tái cơ cấu Inpex Corp và Teikoku Oil. Các công ty con của công ty này chịu trách nhiệm khai thác, sản xuất, buôn bán dầu và khí thiên nhiên.
- **Công ty TNHH đại chúng PTT Exploration and Production** là công ty con của Cơ quan xăng dầu Thái Lan, chuyên khai thác dầu thô và khí thiên nhiên, phát triển các mỏ để sản xuất dầu khí.

#### Chỉ số P/E (Cập nhật tháng 9/2014)

| KHU VỰC                    | P/E công ty    | P/E thị trường | Công ty / Thị trường | ROE            |
|----------------------------|----------------|----------------|----------------------|----------------|
| PetroChina Co Ltd          | 12,78          | 11,00          | 1,16                 | 12%            |
| Petronas Gas Berhad        | 27,81          | 16,95          | 1,64                 | 16%            |
| GAIL India Limited         | 11,90          | 19,06          | 0,62                 | 16%            |
| Inpex Corporation          | 10,83          | 15,69          | 0,69                 | 8%             |
| PTTEP                      | 11,69          | 18,20          | 0,64                 | 14%            |
| <b>Trung bình</b>          | <b>15,00</b>   | <b>16,18</b>   | <b>0,95</b>          | <b>14,38 %</b> |
| <b>GAS</b>                 | 20,48          | 16,05          | 1,28                 | 34%            |
| <b>GAS's FY PE</b>         | 15,27          |                |                      |                |
| <b>2014 EPS</b>            | 9.158          |                |                      |                |
| <b>Giá cổ phiếu (đồng)</b> | <b>139.870</b> |                |                      |                |

Nguồn: Bloomberg, VPBS

Để tăng độ chính xác của việc so sánh các công ty trong vùng, chỉ số P/E tương đối được sử dụng để điều chỉnh sự khác biệt giữa thị trường các quốc gia khác nhau. Chỉ số P/E công ty và P/E thị trường được thu thập từ Bloomberg. Sau đó hệ số điều chỉnh thị trường 0,95 được tính toán bằng cách chia chỉ số P/E công ty cho P/E thị trường. Nhân hệ số 0,95 này với P/E thị trường Việt Nam, chúng ta thu được chỉ số P/E tương đối cho GAS là 15,27. Nhân chỉ số P/E tương đối này với EPS năm 2014 ước

tính khoảng 9,158/cổ phiếu, chúng tôi tính được giá trị cổ phiếu là 139.870 đồng.

## EV/EBITDA

Một phương pháp hiệu quả khác để so sánh xuyên vùng đó là phương pháp EV/EBITDA vì phương pháp này loại bỏ tác động của cơ cấu vốn và thuế trong vùng. Trong bảng dưới đây, chúng ta thấy có mối liên hệ chặt chẽ giữa ROA và hệ số tương đối (EV/EBITDA của công ty/thị trường) – ROA càng cao, hệ số tương đối càng cao. Do GAS có ROA cao nhất nhất (33.47%), gần gấp ba lần trung bình vùng (7,58%), chúng tôi áp dụng một hệ số điều chỉnh để tính hệ số EV/EBITDA tương đối của GAS khoảng 9,53. Giá trị doanh nghiệp của GAS được ước tính bằng cách nhân tỷ số EV/EBITDA tương đối với EBITDA 2014 dự kiến của GAS. Lấy giá trị này trừ đi các khoản nợ ngắn và dài hạn, chúng ta thu được giá trị vốn chủ sở hữu của GAS. Giả định công ty không phát hành thêm cổ phiếu, giá trung bình của cổ phiếu GAS theo phương pháp EV/EBITDA là xấp xỉ 111.858 đồng/cổ phiếu.

| EV/EBITDA                      |                        |                   |                          |                        |              |
|--------------------------------|------------------------|-------------------|--------------------------|------------------------|--------------|
| KHU VỰC                        | Vốn hoá<br>(triệu USD) | EV/EBITDA<br>2014 | Trung bình<br>thị trường | Công ty/ thị<br>trường | ROA          |
| PetroChina Co Ltd              | 245,10                 | 5,53              | 9,45                     | 0,59                   | 5,75%        |
| Petronas Gas Berhad            | 14,22                  | 16,60             | 10,88                    | 1,52                   | 12,58%       |
| GAIL India Limited             | 9,41                   | 8,07              | 11,98                    | 0,67                   | 8,12%        |
| Inpex Corporation              | 21,30                  | 2,73              | 9,54                     | 0,29                   | 4,20%        |
| PTTEP                          | 20,33                  | 4,13              | 11,89                    | 0,35                   | 7,27%        |
| <b>Trung bình</b>              |                        | <b>5,53</b>       | <b>10,75</b>             | <b>0,68</b>            | <b>7,58%</b> |
| <b>GAS EV/EBITDA FY</b>        |                        | <b>7,68</b>       |                          |                        |              |
| GAS                            | 11,18                  | 11,51             | 11,24                    | 1,02                   | 33,47%       |
| GAS's 2014 EBITDA              |                        | 20.532.507        |                          |                        |              |
| Hệ số EV/EBITDA điều chỉnh     |                        | 9,53              |                          |                        |              |
| GAS's EV (triệu đồng)          |                        | 195.618.708       |                          |                        |              |
| Nợ (trừ tiền mặt) (triệu đồng) |                        | (16.351.817)      |                          |                        |              |
| Giá trị VCSH (triệu VND)       |                        | 211.970.525       |                          |                        |              |
| Số cổ phiếu (triệu cổ phiếu)   |                        | 1.895             |                          |                        |              |
| <b>Giá cổ phiếu (đồng)</b>     |                        | <b>111.858</b>    |                          |                        |              |

Nguồn: Bloomberg, VPBS

## Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF)

Trong khi phương pháp định giá P/E và EV/EBITDA cho thấy giá trị tương đối của PV Gas so với ngành, chúng tôi cho rằng phương pháp DCF chỉ ra giá trị nội tại như một chuẩn mực cho giá cổ phiếu này.

Cơ sở cho lãi suất phi rủi ro được chọn là Trái phiếu năm năm của Chính Phủ Việt Nam do thời gian đáo hạn của trái phiếu này phản ánh giai đoạn thời gian mà dòng tiền được chiết khấu. Lãi suất phi rủi ro tại ngày 25.9.2014 là 5,7%.

Thuế suất được giả định ở mức 18% cho giai đoạn 2014-2015 và sau đó giảm xuống 16% cho giai đoạn còn lại vì Thuế Thu Nhập Doanh Nghiệp được giảm thêm 3% bắt đầu từ năm 2014 và 2% bắt đầu từ năm 2016 theo Thông Tư 218/2013/NĐ-CP.

Với beta trong một năm là 1,06, lãi suất kỳ vọng của thị trường 15%, lãi suất vay dài hạn 8%, và các giả định đầu vào khác như đã nêu trong mục Giả Định Chủ Yếu, chúng tôi đi đến một mức giá vốn bình quân gia quyền là 15,36% cho PV Gas.

| Chi phí vốn                         |                |
|-------------------------------------|----------------|
| Lợi suất trái phiếu chính phủ 5 năm | 5,7 %          |
| Beta                                | 1,06           |
| Tỷ suất lợi nhuận thị trường        | 15,00 %        |
| Chi phí vốn                         | 15,56 %        |
| Chi phí lãi vay                     |                |
| Lãi suất vay dài hạn                | 8,00 %         |
| Thuế suất                           | 18 %           |
| Chi phí lãi vay sau thuế            | 6,56 %         |
| WACC                                |                |
| Giá hiện tại (đồng)                 | 107,000        |
| Khối lượng cổ phiếu lưu hành        | 1,895          |
| Vốn hóa (tỷ đồng)                   | 202,765        |
| Nợ vay                              | 4,411,274      |
| WACC                                | 15.36 %        |
| Tốc độ tăng trưởng dài hạn          | 5.5 %          |
| <b>Giá cổ phiếu (đồng)</b>          | <b>106,613</b> |

Nguồn: Bloomberg, VPBS ước tính

Giá trị cổ phiếu PV GAS theo phương pháp DCF là 106.613 đồng.

### Độ nhạy của giá cổ phiếu với WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn

Giá cổ phiếu rất nhạy cảm với tỷ lệ tăng trưởng dài hạn và WACC khi chỉ 1% thay đổi của một trong hai yếu tố này có thể dẫn đến ít nhất 10% sự thay đổi giá. Do đó, nếu PV Gas thành công trong việc thương thảo các hợp đồng vay ưu đãi để hạ chi phí WACC hoặc duy trì mức tăng trưởng doanh thu mạnh về dài hạn, giá cổ phiếu của công ty này sẽ có tiềm năng tăng cao.

#### Phân tích độ nhạy

|      | Tăng trưởng dài hạn |         |         |                |         |         |
|------|---------------------|---------|---------|----------------|---------|---------|
|      | 106.613             | 3,5%    | 4,5%    | 5,5%           | 6,5%    | 7,5%    |
| WACC | 13,4%               | 112.443 | 121.571 | 133.022        | 147.809 | 167.641 |
|      | 14,4%               | 102.258 | 109.470 | 118.309        | 129.397 | 143.716 |
|      | 15,36 %             | 93.820  | 99.628  | <b>106.613</b> | 115.175 | 125.914 |
|      | 16,4%               | 86.720  | 91.472  | 97.099         | 103.866 | 112.161 |
|      | 17,4%               | 80.667  | 84.608  | 89.213         | 94.666  | 101.224 |

### Độ nhạy của giá cổ phiếu với sản lượng của Nam Côn Sơn 1

Với phương pháp tính giá mới cho sản xuất điện, PV Gas sẽ được hưởng lợi từ doanh thu trên bao tiêu, chỉ khả thi đối với Nam Côn Sơn 1 (Lô 6.1, 11.2, Chim Sáo- Dừa) vì đây là khu vực duy nhất có sản lượng trên 3,55 bcm. Tuy nhiên vì giá trị hiện tại của dòng tiền tự do năm 2018 chiếm đến hơn 70% giá trị công ty, giá cổ phiếu tính theo DCF không bị ảnh hưởng trọng yếu bởi sự thay đổi sản lượng đầu vào.

| Sản lượng Nam Côn Sơn | Giá Cp         | Thay đổi sản lượng | Thay đổi giá Cp |
|-----------------------|----------------|--------------------|-----------------|
| 4,845                 | 100.343        | -5,9%              | -5,8%           |
| 4,944                 | 102.391        | -4,0%              | -3,9%           |
| 5,045                 | 104.481        | -2,0%              | -2,0%           |
| <b>5,148</b>          | <b>106.613</b> | <b>0,0%</b>        | <b>0,0%</b>     |
| 5,251                 | 108.745        | 2,0%               | 2,0%            |
| 5,356                 | 110.920        | 4,0%               | 4,0%            |
| 5,463                 | 113.139        | 6,1%               | 6,0%            |

### Độ nhạy của giá cổ phiếu với giá dầu

Từ năm 2014, giá khí bán cho điện trên mức bao tiêu được thả nổi theo giá dầu nhiên liệu FO và giá FO được ước tính dựa trên giá dầu thô NYMEX WTI. Do đó, chúng tôi cũng đưa ra phân tích độ nhạy của giá cổ phiếu đối với giá dầu. Tương tự như sản lượng khí, giá dầu không gây ra ảnh hưởng lớn đối với giá cổ phiếu theo phương pháp DCF vì nguyên nhân như đã lý giải ở trên.

| Giá dầu (USD/thùng) | Giá CP         | Thay đổi giá dầu | Thay đổi giá CP |
|---------------------|----------------|------------------|-----------------|
|                     | 106.613        |                  |                 |
| 89,61               | 96.218         | -10%             | -10%            |
| 94,33               | 101.282        | -5%              | -5%             |
| <b>99,29</b>        | <b>106.613</b> | <b>0%</b>        | <b>0%</b>       |
| 104,25              | 111.944        | 5%               | 5%              |
| 109,47              | 117.541        | 10%              | 10%             |

### Kịch bản ExxonMobil – Lùi một bước tiến hai bước

Chi tiết dự án với ExxonMobil hiện vẫn chưa được thống nhất. Để cho thấy ảnh hưởng của ExxonMobil đối với định giá cổ phiếu GAS, chúng tôi dự phóng sơ bộ kịch bản bao gồm đầu tư dự án với các giả định như sau:

**Vốn đầu tư:** Giả định tổng vốn đầu tư (nhà máy điện, nhà máy chế biến khí và ống dẫn) là 10 tỷ USD (210 nghìn tỷ đồng). Đầu tư bắt đầu vào năm 2016 và hoàn tất năm 2018. Để ước tính đầu tư đường ống, chúng tôi xem xét đầu tư ở dự án ở Lô B Ô Môn mặc dù vị trí các lô 117-118-119 không xa đất liền bằng vị trí lô B. Chúng tôi cho rằng tổng vốn đầu tư GAS sẽ cần là khoảng 3 tỷ USD (hệ thống đường ống khí và nhà máy chế biến khí).

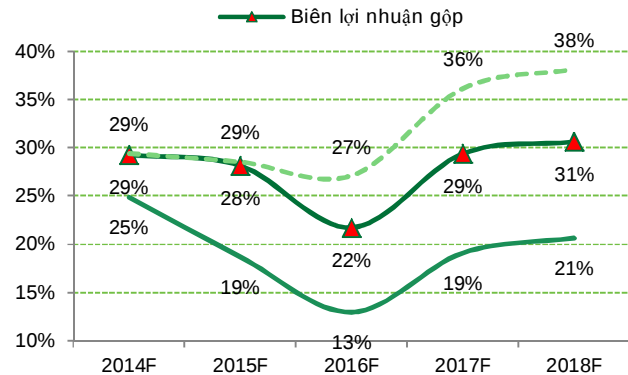
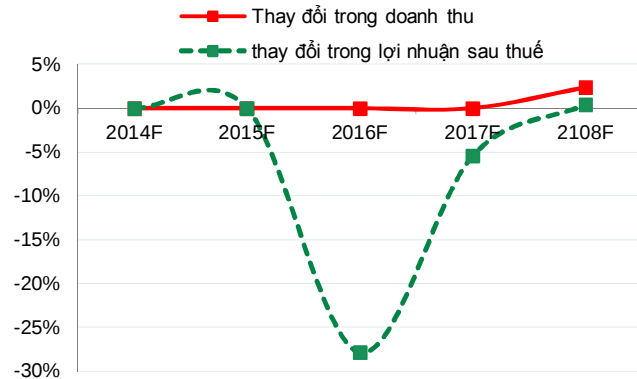
Dòng tiền của công ty cũng có thể bị thiệt hại bởi nhu cầu đầu tư lớn. Cơ cấu vốn chưa được biết rõ, tuy vậy, nhìn vào dòng tiền, chúng tôi cho rằng GAS sẽ không thể bỏ 100% vốn đầu tư vào trong dự án này. Chúng tôi cho rằng công ty sẽ nắm giữ một khoản tương đối trong cổ phần dự án bằng cách gọi vốn qua ba nguồn: tiền mặt, nợ vay và vốn chủ sở hữu. Dưới kịch bản này, chúng tôi giả định công ty sẽ dùng 30% tiền mặt và 70% nợ dài hạn.

**Giả sử dự án sẽ mang về lợi nhuận cho GAS từ năm 2018.** Chúng tôi ước tính một nhà máy điện 1.500MW có thể tiêu thụ khoảng 2 BCM khí tự nhiên. Giả định này dựa trên sản lượng tiêu thụ khí của nhà máy điện Phú Mỹ 1 (1.090MW) và nhà máy điện Bà Rịa (350MW). Giả định phí vận chuyển và thu gom bằng với phí của đường ống PM3, với 100% sở hữu đường ống, GAS sẽ ghi nhận thêm ít nhất 5% doanh thu hàng năm, bằng khoảng 3.000 tỷ đồng (142 triệu USD) từ năm 2018.

## Đầu tư lớn sẽ giảm mạnh tăng trưởng và cổ tức của các nhà đầu tư

Với đầu tư như trên, biên lợi nhuận thuần của công ty sẽ bị ảnh hưởng nhẹ trong giai đoạn 2014-2018. Đầu tư vào dự án sẽ làm biên LNST của GAS giảm 13% trong năm 2016 do chi phí tài chính và khấu hao cao hơn. Biên lợi nhuận chỉ hồi phục trở lại vào năm 2018, khi khí được khai thác. Sau đó mọi việc sẽ diễn biến tốt đẹp hơn.

Thay đổi đối với kịch bản ban đầu 2014-2018 do có thêm ExxonMobil

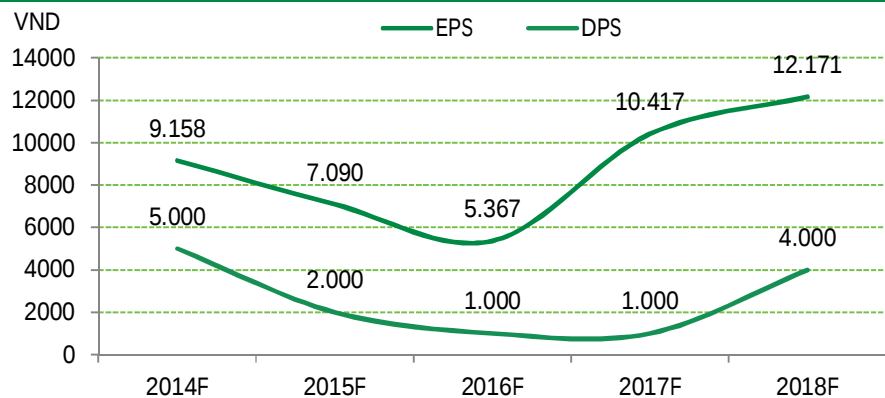


Nguồn :VPBS

EPS sẽ đạt 12.171 đồng/cổ phiếu trong năm 2018, tăng nhẹ so với 12.122 đồng với kịch bản ban đầu. Cổ tức kỳ vọng thấp hơn do đầu tư lớn. sau khi chia cổ tức 50% trong năm 2014, công ty sẽ chỉ chia cổ tức 10%-20 trong 3 năm sau đó và 40% cho năm 2018 khi tình hình lợi nhuận khá hơn.

Dòng tiền sẽ bị ảnh hưởng mạnh từ năm 2016. Vào cuối năm 2018, dòng tiền của GAS sẽ còn 15.000 tỷ đồng. Chúng tôi muốn lưu ý rằng những giả định trên rất sơ bộ và hoàn toàn không phản ánh được hết giá trị của dự án và những chi phí mà công ty có thể phải đối mặt. Mặt khác cơ cấu vốn đầu tư cũng chưa có chi tiết rõ ràng nên giả định trên chỉ dựa trên lý thuyết. Ảnh hưởng tích cực của dự án chỉ thấy được giai đoạn sau năm 2018

## Lãi cơ bản trên cổ phiếu (EPS) và cổ tức trên cổ phiếu (DPS)



Nguồn: VPBS

## Thay đổi định giá:

Do lãi và dòng tiền sẽ thay đổi từ quá trình đầu tư, chúng tôi không thay đổi định giá trên phương pháp so sánh nhóm ngành vì dự án ExxonMobile sẽ chỉ tăng lợi nhuận cho GAS từ năm 2018. DCF là phương pháp duy nhất nắm bắt được ảnh hưởng dòng tiền từ dự án ExxonMobil, mặc dù dự án chỉ bắt đầu khởi công từ năm 2018. Trong đó dòng tiền sẽ âm trong năm

2016 và 2017 nhưng lên mạnh vào năm 2018, dẫn đến giá DCF chỉ tăng nhẹ lên 109.415 đồng so với 106 ngàn đồng ở trên.

| Chi phí vốn                         |                |
|-------------------------------------|----------------|
| Lợi suất trái phiếu chính phủ 5 năm | 5.7%           |
| Beta                                | 1,06           |
| Tỷ suất lợi nhuận thị trường        | 15,00%         |
| Chi phí vốn                         | 15,56%         |
| Chi phí lãi vay                     |                |
| Lãi suất vay dài hạn                | 8,00%          |
| Thuế suất                           | 18%            |
| Chi phí lãi vay sau thuế            | 6,56%          |
| WACC                                |                |
| Giá hiện tại (đồng)                 | 107.000        |
| Khối lượng cổ phiếu lưu hành        | 1.895          |
| Vốn hóa (tỷ đồng)                   | 202.765        |
| Nợ vay (tỷ đồng)                    | 4.411.274      |
| WACC                                | 15,36%         |
| Tốc độ tăng trưởng dài hạn          | 5.5%           |
| <b>Giá trị một cổ phiếu</b>         | <b>109.498</b> |

*Nguồn: Bloomberg, VPBS ước tính*

## KẾT LUẬN

Chúng tôi đặt tỷ lệ 40% cho phương pháp DCF, 40% cho phương pháp P/E và 20% cho phương pháp EV/EBITDA. Với tỷ trọng nêu trên, chúng tôi đưa ra giá của cổ phiếu GAS là 121.000 đồng/cổ phiếu, 13% cao hơn giá giao dịch hiện tại.

|                                    | Giá     | Tỷ trọng    | Giá mục tiêu   |
|------------------------------------|---------|-------------|----------------|
| Giá từ phương pháp DCF (VND)       | 106.613 | <b>40 %</b> | 42.645         |
| Giá từ phương pháp P/E (VND)       | 139.870 | <b>40 %</b> | 55.948         |
| Giá từ phương pháp EV/EBITDA (VND) | 111.858 | <b>20 %</b> | 22.372         |
| Giá trung bình (VND)               |         |             | <b>120.965</b> |

Nguồn: VPBS, Bloomberg

## Diễn biến giá cổ phiếu

Giá cổ phiếu GAS hiện đang là 107.000 đồng, thấp giá mục tiêu ban đầu 4% và 17.7% thấp hơn giá mục tiêu hiện tại (bao gồm cả cổ tức). Giá cổ phiếu đi ngang trong 10 ngày trước khi tăng và chạm mức giá cao nhất (126.000 đồng). Chúng tôi cho rằng việc này ảnh hưởng công bố của PVN về dự án ExxonMobil.

### Diễn biến giá cổ phiếu GAS



Source: VPBS

Khuyến nghị của chúng tôi đối với cổ phiếu GAS là MUA. Các nhà đầu tư nên theo dõi dự án khai thác và vận chuyển khí của ExxonMobil vì tính lạc quan của dự án này có ảnh hưởng tích cực lên giá cổ phiếu. Chúng tôi tin rằng đây là chất xúc tác mạnh cho tăng trưởng của GAS từ năm 2018. Mặc dù đầu tư vào dự án có thể tác động đến tăng trưởng về lãi của công ty trong ngắn hạn nhưng lùi một bước tiến hai bước, doanh thu có thể tăng ít nhất 5%/năm từ 2018, LNST sẽ tăng ít nhất 10%/năm.

## PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị kỹ thuật cho thấy GAS vẫn đang được giao dịch trong một xu hướng tăng dài hạn, được hỗ trợ bởi MA200.

Tuy nhiên, triển vọng ngắn hạn của GAS đã biến thành xu hướng giảm kể từ khi GAS thủng ngưỡng hỗ trợ của MA20 tại giá 120.000 và ngưỡng hỗ trợ của MA50 tại giá 115.000. Đáng chú ý, giá của GAS thậm chí còn giảm xuống dưới MA100 với giá hiện nay là 107.000.

Vì vậy, chúng tôi hy vọng rằng GAS có thể tiếp tục xu hướng giảm trong vài tuần tới, hướng đến mức hỗ trợ của MA200 vào khoảng 92.000. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị BÁN cho cổ phiếu này tại thời điểm cập nhật báo cáo.

| Mã chứng khoán              | GAS (VND)     |
|-----------------------------|---------------|
| Thời gian phân tích         | 3 đến 6 tháng |
| Giá cao nhất trong 3 tháng  | 127.000       |
| Giá thấp nhất trong 3 tháng | 104.000       |
| Đường MA50                  | 115.000       |
| Đường MA100                 | 108.000       |
| Kháng cự trung hạn          | 115.000       |
| Hỗ trợ trung hạn            | 92.000        |
| <b>Khuyến nghị</b>          | <b>BÁN</b>    |

Source: VPBS

### Giá cổ phiếu GAS



| KẾT QUẢ KINH DOANH (triệu đồng)                            | 2012A             | 2013A             | 2014F             | 2015F             | 2016F             | 2017F              | 2018F              |
|------------------------------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                                     |                   |                   |                   |                   |                   |                    |                    |
| <b>Tổng doanh thu thuần</b>                                | <b>68.301.358</b> | <b>65.399.686</b> | <b>69.889.147</b> | <b>71.914.024</b> | <b>78.547.676</b> | <b>103.359.295</b> | <b>109.196.092</b> |
| % tăng trưởng                                              | 6%                | -4%               | 7%                | 3%                | 9%                | 32%                | 6%                 |
| <b>Giá vốn hàng bán</b>                                    |                   |                   |                   |                   |                   |                    |                    |
| Khấu hao trong giá vốn hàng bán                            | 3.088.796         | 3.235.887         | 3.796.234         | 4.639.117         | 5.370.328         | 6.108.359          | 7.434.431          |
| Giá vốn hàng bán được ghi nhận                             | 53.394.663        | 48.065.071        | 49.450.101        | 51.690.548        | 58.147.054        | 73.570.020         | 77.117.255         |
| Giảm trừ: Khấu hao trong giá vốn hàng bán                  | 3.088.796         | 3.235.887         | 3.796.234         | 4.639.117         | 5.370.328         | 6.108.359          | 7.434.431          |
| <b>Giá vốn hàng bán (chưa bao gồm khấu hao)</b>            | <b>50.305.867</b> | <b>44.829.184</b> | <b>45.653.868</b> | <b>47.051.430</b> | <b>52.776.726</b> | <b>67.461.661</b>  | <b>69.682.824</b>  |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                                       | <b>14.906.695</b> | <b>17.334.615</b> | <b>20.439.046</b> | <b>20.223.476</b> | <b>20.400.621</b> | <b>29.789.275</b>  | <b>32.078.838</b>  |
| % tăng trưởng                                              | 22%               | 27%               | 29%               | 28%               | 26%               | 29%                | 29%                |
|                                                            | 41,10%            | 16,30%            | 17,90%            | -1,1%             |                   |                    |                    |
| <b>Chi phí bán hàng</b>                                    |                   |                   |                   |                   |                   |                    |                    |
| <b>Tổng chi phí bán hàng</b>                               | <b>1.272.657</b>  | <b>1.263.023</b>  | <b>1.397.783</b>  | <b>1.797.851</b>  | <b>1.570.954</b>  | <b>2.583.982</b>   | <b>2.729.902</b>   |
|                                                            | 52%               | 19%               | 48%               | -23%              |                   |                    |                    |
| <b>Chi phí quản lý DN</b>                                  |                   |                   |                   |                   |                   |                    |                    |
| <b>Tổng chi phí quản lý DN</b>                             | <b>1.926.597</b>  | <b>2.095.445</b>  | <b>2.304.989</b>  | <b>2.558.538</b>  | <b>2.839.977</b>  | <b>3.067.175</b>   | <b>3.312.549</b>   |
| <b>EBITDA</b>                                              | <b>14.796.237</b> | <b>17.212.034</b> | <b>20.532.507</b> | <b>20.506.205</b> | <b>21.360.019</b> | <b>30.246.476</b>  | <b>33.470.817</b>  |
| % biến LN                                                  | 22%               | 26%               | 29%               | 29%               | 27%               | 29%                | 31%                |
| <b>Khấu hao tài sản hữu hình</b>                           | 3.088.796         | 3.338.271         | 3.796.234         | 4.639.117         | 5.370.328         | 6.108.359          | 7.434.431          |
| <b>Khấu hao tài sản vô hình</b>                            |                   |                   | -                 | -                 | -                 | -                  | -                  |
| <b>Thu nhập đặc biệt</b>                                   |                   |                   | 3.780.000         |                   |                   |                    |                    |
| <b>Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết</b>           | 2.349             | 5.298             | 5.298             | 5.298             | 5.298             | 5.298              | 5.298              |
| <b>EBIT</b>                                                | 11.709.790        | 13.879.061        | 20.521.572        | 15.872.385        | 15.994.989        | 24.143.415         | 26.041.684         |
| % biến LN                                                  | 17,10%            | 21%               | 29%               | 22%               | 20%               | 23%                | 24%                |
| Doanh thu tài chính                                        | 1.143.874         | 1.222.948         | 1.337.797,8<br>5  | 1.318.748         | 1.526.077,0<br>8  | 1.749.678,18       | 2.289.406,59       |
| Chi phí tài chính                                          |                   |                   |                   |                   |                   |                    |                    |
| Chi phí lãi vay                                            | 449.624           | 420.450           | 352.902           | 459.174           | 437.126           | 498.993            | 454.619            |
| (Lãi) lỗ tỷ giá hối đoái                                   | 78.478            | 162.063           | 80.302            | 82.629            | 90.251            | 118.759            | 125.466            |
| (Lãi) lỗ đến từ hoạt động khác                             | 28.674            | 66.505            | 66.505            | 66.505            | 66.505            | 66.505             | 66.505             |
| <b>Lợi nhuận tài chính</b>                                 | <b>587.098</b>    | <b>573.930</b>    | <b>838.089</b>    | <b>710.440</b>    | <b>932.195</b>    | <b>1.065.421</b>   | <b>1.642.817</b>   |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>                                | <b>12.296.888</b> | <b>14.452.991</b> | <b>21.359.661</b> | <b>16.582.826</b> | <b>16.927.184</b> | <b>25.208.836</b>  | <b>27.684.502</b>  |
|                                                            | 67%               | 18%               | 48%               | -22%              |                   |                    |                    |
| Chi phí thuế                                               | 2.247.551         | 2.988.854         | 3.887.085         | 3.017.784         | 2.800.410         | 4.170.516          | 4.580.086          |
| Chi phí thuế hoãn lại                                      | 791               | -1.978            |                   |                   |                   |                    |                    |
| <b>Thuế suất hiệu dụng</b>                                 | 18%               | 21%               | 18%               | 18%               | 17%               | 17%                | 17%                |
| <b>Lợi nhuận trước các khoản bất thường</b>                | <b>10.048.546</b> | <b>11.466.115</b> | <b>17.472.576</b> | <b>13.565.042</b> | <b>14.126.774</b> | <b>21.038.321</b>  | <b>23.104.415</b>  |
|                                                            | 65%               | 14%               | 52%               | -22%              |                   |                    |                    |
| Lỗ do chi phí thuế phát sinh                               | -53.412           | -1.129.765        | -366.095          | -435.181          | -463.498          | -489.590           | -576.826           |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số                               | 294.622           | 308.337           | 248.430           | 306.225           | 437.708           | 645.837            | 710.437            |
| <b>Các khoản bất thường &amp; Lợi ích cổ đông thiểu số</b> | <b>241.210</b>    | <b>-821.428</b>   | <b>-117.666</b>   | <b>-128.956</b>   | <b>-25.790</b>    | <b>156.247</b>     | <b>133.611</b>     |
| <b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>                             | <b>9.807.336</b>  | <b>12.287.542</b> | <b>17.354.911</b> | <b>13.436.086</b> | <b>14.100.984</b> | <b>20.882.074</b>  | <b>22.970.804</b>  |
| % biến LN                                                  | 14%               | 19%               | 24,80%            | 19%               | 18%               | 20%                | 21%                |
| <b>% tăng trưởng</b>                                       | 66%               | 25%               | 41%               | -23%              | 5%                | 48%                | 10%                |
| Số lượng cổ phiếu bình quân                                | 1.895             | 1.895             | 1.895             | 1.895             | 1.895             | 1.895              | 1.895              |
| Lãi cơ bản trên cổ phiếu                                   | 5.167,00          | 6.484,19          | 9.158,26          | 7.090,28          | 7.441,15          | 11.019,56          | 12.121,80          |

| <b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN</b><br><b>(triệu đồng)</b> | <b>2012A</b>      | <b>2013A</b>      | <b>2014F</b>      | <b>2015F</b>      | <b>2016F</b>      | <b>2017F</b>      | <b>2018F</b>      |
|----------------------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>                            |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Tiền và các khoản tương đương tiền                 | 12.753.085        | 18.292.998        | 20.763.091        | 24.510.173        | 28.492.279        | 37.417.413        | 51.161.635        |
| Các khoản đầu tư ngắn hạn                          | 68,9              | 818,4             | 1.216.045         | 924.445           | 669.024           | 739.363           | 873.456           |
| Các khoản phải thu                                 | 5.373.621         | 5.960.271         | 6.318.745         | 6.501.816         | 7.101.571         | 9.911.165         | 10.470.858        |
| A/R DOH                                            | 29                | 33                | 33                | 33                | 33                | 35                | 35                |
| Hàng tồn kho                                       | 1.613.862         | 2.461.448         | 2.501.582         | 2.578.161         | 2.891.875         | 3.696.529         | 3.818.237         |
| Inv DOH                                            | 12                | 20                | 20                | 20                | 20                | 20                | 20                |
| Tài sản ngắn hạn khác                              | 562.457           | 773.883           | 773.883           | 773.883           | 773.883           | 773.883           | 773.883           |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>                       | <b>20.371.925</b> | <b>28.307.000</b> | <b>31.573.346</b> | <b>35.288.478</b> | <b>39.928.632</b> | <b>52.538.354</b> | <b>67.098.069</b> |
| <b>Tài sản dài hạn</b>                             |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Nguyên giá                                         | 28.892.920        | 33.379.936        | 37.962.336        | 46.391.174        | 53.703.284        | 61.083.593        | 67.585.733        |
| Khấu hao lũy kế                                    | 13.570.489        | 16.812.993        | 20.609.227        | 25.248.344        | 30.618.672        | 36.727.032        | 44.161.462        |
| Tài sản cố định hữu hình                           | 15.322.431        | 16.566.943        | 17.353.110        | 21.142.830        | 23.084.611        | 24.356.561        | 23.424.271        |
| Các khoản đầu tư dài hạn                           | 867.827           | 445.219           | 852.282           | 896.809           | 810.52            | 774.532           | 755.873           |
| Tài sản vô hình                                    | 344.499           | 345.269           | 318.644           | 336.138           | 333.35            | 329.377           | 332.955           |
| Tài sản dài hạn khác                               | 8.239.499         | 4.714.503         | 4.714.503         | 4.714.503         | 4.714.503         | 4.714.503         | 4.714.503         |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>                        | <b>24.774.256</b> | <b>22.071.935</b> | <b>23.238.539</b> | <b>27.090.280</b> | <b>28.942.985</b> | <b>30.174.974</b> | <b>29.227.602</b> |
| <b>Tổng tài sản</b>                                | <b>45.146.181</b> | <b>50.378.935</b> | <b>54.811.886</b> | <b>62.378.758</b> | <b>68.871.617</b> | <b>82.713.328</b> | <b>96.325.670</b> |
| <b>Nợ ngắn hạn</b>                                 |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Các khoản phải trả                                 | 2.374.444         | 3.658.257         | 3.221.377         | 3.351.609         | 3.759.438         | 5.175.141         | 5.345.532         |
| Thời gian trả tiền khách hàng bình quân            | 17                | 30                | 26                | 26                | 26                | 28                | 28                |
| Chi phí phải trả                                   | 1.191.150         | 1.564.990         | 1.725.431         | 2.030.005         | 2.055.421         | 2.633.346         | 2.815.683         |
| Vay nợ ngắn hạn                                    | 3.041.860         | 2.852.513         | 2.096.674         | 2.157.421         | 2.356.430         | 3.100.779         | 3.275.883         |
| Nợ ngắn hạn khác                                   | 1.448.751         | 1.797.339         | 1.764.872         | 1.712.450         | 1.526.681         | 1.194.356         | 1.156.285         |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>                            | <b>8.056.205</b>  | <b>9.873.098</b>  | <b>8.808.354</b>  | <b>9.251.485</b>  | <b>9.697.970</b>  | <b>12.103.622</b> | <b>12.593.382</b> |
| <b>Nợ dài hạn</b>                                  |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Vay nợ dài hạn                                     | 6.188.759         | 4.604.397         | 2.314.600         | 3.582.256         | 3.107.647         | 3.136.632         | 2.763.410         |
| Nợ dài hạn khác                                    | 2.065.968         | 868.116           | 868.116           | 868.116           | 868.116           | 868.116           | 868.116           |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>                             | <b>8.254.727</b>  | <b>5.472.513</b>  | <b>3.182.716</b>  | <b>4.450.372</b>  | <b>3.975.763</b>  | <b>4.004.748</b>  | <b>3.631.526</b>  |
| <b>Nợ phải trả</b>                                 | <b>16.310.932</b> | <b>15.345.611</b> | <b>11.991.071</b> | <b>13.701.857</b> | <b>13.673.733</b> | <b>16.108.370</b> | <b>16.224.908</b> |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>                              |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Vốn điều lệ                                        | 18.950.000        | 18.950.000.       | 18.950.000.       | 18.950.000.       | 18.950.000.       | 18.950.000.       | 18.950.000.       |
|                                                    |                   | 00                | 00                | 00                | 00                | 00                | 00                |
| Vốn đầu tư CSH                                     |                   | 1.216.73          | 1.216.73          | 1.216.73          | 1.216.73          | 1.216.73          | 1.216.73          |
| Lợi nhuận chưa phân phối                           | 5.071.808         | 3.035.598         | 10.915.509        | 16.771.595        | 23.292.578        | 34.699.652        | 48.195.456        |
| Vốn khác                                           | 3.170.955         | 11.371.221        | 11.371.221        | 11.371.221        | 11.371.221        | 11.371.221        | 11.371.221        |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>                              | <b>27.192.763</b> | <b>33.358.036</b> | <b>41.237.947</b> | <b>47.094.033</b> | <b>53.615.016</b> | <b>65.022.090</b> | <b>78.517.894</b> |
| Lợi ích cổ đông thiểu số                           | 1.642.486         | 1.675.288         | 1.582.868         | 1.582.868         | 1.582.868         | 1.582.868         | 1.582.868         |
| <b>Tổng nguồn vốn</b>                              | <b>45.146.181</b> | <b>50.378.935</b> | <b>54.811.886</b> | <b>62.378.758</b> | <b>68.871.617</b> | <b>82.713.328</b> | <b>96.325.670</b> |

| <b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TÊ (triệu đồng)</b>          | <b>2012A</b>      | <b>2013A</b>      | <b>2014F</b>       | <b>2015F</b>      | <b>2016F</b>      | <b>2017F</b>      | <b>2018F</b>      |
|------------------------------------------------------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| LNST cổ đông công ty mẹ                              | 9.807.336         | 12.287.542        | 17.354.911         | 13.436.086        | 14.100.984        | 20.882.074        | 22.970.804        |
| Tổng giá trị khấu hao                                | 3.088.796         | 3.338.271         | 3.822.859          | 4.621.624         | 5.373.116         | 6.112.332         | 7.430.853         |
| Thay đổi trong vốn lưu động                          | -1.655.520        | -883.04           | -835.487           | -129.418          | -505.64           | -2.198.545        | -511.01           |
| Điều chỉnh về các khoản phí tiền mặt khác            | 297.391           | -158.139          | 160.44             | 304.574           | 25.416            | 577.925           | 182.337           |
| <b>Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh</b> | <b>11.538.003</b> | <b>14.584.635</b> | <b>20.502.723</b>  | <b>18.232.866</b> | <b>18.993.874</b> | <b>25.373.786</b> | <b>30.072.983</b> |
| Giảm đầu tư                                          | 1.664.813         | 1.517.692         | -                  | 247.073           | 341.71            | -                 | -                 |
| Thay đổi trong nguyên giá TSCĐ từ thanh lý           | -2.394.173        | -2.369.728        | -4.582.400         | -8.428.838        | -7.312.110        | -7.380.310        | -6.502.140        |
| Giảm trừ khấu hao lũy kế từ thanh lý TS              | -176.152          | -753.283          | -804.708           | -                 | -                 | -34.35            | -115.434          |
| <b>Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư</b>     | <b>-905.512</b>   | <b>-1.605.320</b> | <b>-5.387.108</b>  | <b>-8.181.765</b> | <b>-6.970.399</b> | <b>-7.414.660</b> | <b>-6.617.574</b> |
| (Chi trả cổ tức)                                     | -6.043.425        | -5.703.803        | (9.475.000.00 )    | -7.580.000        | -7.580.000        | -9.475.000        | -9.475.000        |
| Tăng (Giảm) trong vay nợ ngắn hạn                    | -                 | -                 | -755.838           | 60.746            | 199.01            | 744.349           | 175.104           |
| Tăng (Giảm) trong vay nợ dài hạn                     | -1.885.431        | -1.735.635        | -2.289.797         | 1.267.656         | -474.61           | 28.985            | -373.222          |
| Tăng (Giảm) trong vốn cổ phần                        | -                 | -                 | -92.42             | -                 | -                 | -                 | -                 |
| Các hoạt động tài chính khác                         | 4.25              | 35                | -32.467            | -52.422           | -185.769          | -332.325          | -38.07            |
| <b>Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính</b>  | <b>-7.924.606</b> | <b>-7.439.402</b> | <b>-12.645.521</b> | <b>-6.304.019</b> | <b>-8.041.369</b> | <b>-9.033.992</b> | <b>-9.711.189</b> |
| Tiền và tương đương tiền đầu kỳ                      | 10.045.200        | 12.753.085        | 18.292.998         | 20.763.091        | 24.510.173        | 28.492.279        | 37.417.413        |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ                       | 2.707.885         | 5.539.913         | 2.470.093          | 3.747.081         | 3.982.106         | 8.925.135         | 13.744.221        |
| Tiền và tương đương tiền cuối kỳ                     | 12.753.085        | 18.292.998        | 20.763.091         | 24.510.173        | 28.492.279        | 37.417.413        | 51.161.635        |
| Cân đối dòng tiền                                    | 12.753.085        | 18.292.998        | 20.763.091         | 24.510.173        | 28.492.279        | 37.417.413        | 51.161.635        |

| PHÂN TÍCH CHỈ SỐ                           | 2012A  | 2013A  | 2014F  | 2015F  | 2016F  | 2017F  | 2018F  |
|--------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Chỉ số định giá</b>                     |        |        |        |        |        |        |        |
| Chỉ số P/E                                 | 20,13  | 16,04  | 11,36  | 14,67  | 13,98  | 9,44   | 8,58   |
| Chỉ số PEG                                 | 8,9    | 12,78  | 8,04   | 18,95  | 13,32  | 6,37   | 7,8    |
| EV / EBIT                                  | 15,86  | 13,38  | 9,05   | 11,7   | 11,61  | 7,69   | 7,13   |
| EV / EBITDA                                | 12,55  | 10,79  | 9,04   | 9,06   | 8,69   | 6,14   | 5,55   |
| Chỉ số P/S                                 | 7,87   | 10,31  | 13,63  | 10,25  | 9,85   | 11,09  | 11,54  |
| Chỉ số P/B                                 | 7,25   | 5,91   | 4,78   | 4,18   | 3,68   | 3,03   | 2,51   |
| Lợi suất cổ tức                            | 1,15%  | 4,04%  | 4,81%  | 3,85%  | 3,85%  | 4,81%  | 4,81%  |
| <b>Chỉ số sinh lời</b>                     |        |        |        |        |        |        |        |
| Biên LN gộp (chưa gồm khấu hao)            | 21,82% | 26,51% | 29,24% | 28,12% | 25,97% | 28,82% | 29,38% |
| Biên EBITDA                                | 21,66% | 26,32% | 29,38% | 28,51% | 27,19% | 29,26% | 30,65% |
| Biên LN hoạt động                          | 17,14% | 21,22% | 29,36% | 22,07% | 20,36% | 23,36% | 23,85% |
| Biên LN ròng                               | 14,36% | 18,79% | 24,83% | 18,68% | 17,95% | 20,20% | 21,04% |
| Tỷ số LN/ tổng tài sản bình quân           | 22,26% | 26,37% | 33,47% | 23,45% | 22,15% | 28,40% | 26,45% |
| Tỷ số LN/ vốn chủ sở hữu bình quân         | 38,71% | 40,59% | 46,53% | 30,42% | 28,00% | 35,20% | 32,01% |
| Tỷ lệ chi trả cổ tức                       | 12,00% | 42,00% | 50,00% | 40,00% | 40,00% | 50,00% | 50,00% |
| <b>Chỉ số đòn bẩy</b>                      |        |        |        |        |        |        |        |
| Tỷ số thanh toán lãi vay                   | 26,04  | 33,01  | 58,15  | 34,57  | 36,59  | 48,38  | 57,28  |
| Tỷ số thanh toán lãi vay và CPĐT từ EBITDA | 5,2    | 6,17   | 4,16   | 2,31   | 2,76   | 3,84   | 4,81   |
| Tỷ số nợ vay trên vốn                      | 0,25   | 0,18   | 0,1    | 0,11   | 0,09   | 0,09   | 0,07   |
| Tỷ số nợ vay trên vốn chủ sở hữu           | 0,34   | 0,22   | 0,11   | 0,12   | 0,1    | 0,1    | 0,08   |
| <b>Chỉ số thanh khoản</b>                  |        |        |        |        |        |        |        |
| Hệ số vòng quay tài sản                    | 1,51   | 1,3    | 1,28   | 1,15   | 1,14   | 1,25   | 1,13   |
| Hệ số vòng quay các khoản phải thu         | 12,71  | 10,97  | 11,06  | 11,06  | 11,06  | 10,43  | 10,43  |
| Hệ số vòng quay các khoản phải trả         | 28,77  | 17,88  | 21,7   | 21,46  | 20,89  | 19,97  | 20,43  |
| Hệ số vòng quay hàng tồn kho               | 42,32  | 26,57  | 27,94  | 27,89  | 27,16  | 27,96  | 28,6   |
| Hệ số thanh toán hiện hành                 | 2,53   | 2,87   | 3,58   | 3,81   | 4,12   | 4,34   | 5,33   |
| Hệ số thanh toán nhanh                     | 2,33   | 2,62   | 3,3    | 3,54   | 3,82   | 4,04   | 5,02   |

---

## HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

**Mua:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

**Giữ:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến 15%

**Bán:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

## LIÊN HỆ

**Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:**

### **BARRY DAVID WEISBLATT**

Giám đốc Khối Phân tích

barryw@vpbs.com.vn

### **LÊ MAI THÙY LINH**

Giám đốc - Phân tích cơ bản

linhlmt@vpbs.com.vn

**Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:**

### **MARC DJANDJI, CFA**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng tổ chức

marcdjandji@vpbs.com.vn

+848 3823 8608 Ext: 158

### **LÝ ĐẮC DŨNG**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân

dungld@vpbs.com.vn

+844 3974 3655 Ext: 335

### **VÕ VĂN PHƯƠNG**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1

Thành phố Hồ Chí Minh

phuongvv@vpbs.com.vn

+848 6296 4210 Ext: 130

### **DOMALUX**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2

Thành phố Hồ Chí Minh

domalux@vpbs.com.vn

+848 6296 4210 Ext: 128

### **TRẦN ĐỨC VINH**

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ

Hà Nội

vinhtd@vpbs.com.vn

+844 3835 6688 Ext: 369

### **NGUYỄN DANH VINH**

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai

Thành phố Hồ Chí Minh

vinhnd@vpbs.com.vn

+848 3823 8608 Ext: 146

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào trong đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gần với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện nổi đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

### Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế

Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội

T - +84 (0) 4 3974 3655

F - +84 (0) 4 3974 3656

### Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

T - +84 (0) 8 3823 8608

F - +84 (0) 8 3823 8609

### Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,

Quận Hải Châu, Đà Nẵng

T - +84 (0) 511 356 5419

F - +84 (0) 511 356 5418