

**Ngành hóa chất - ICB 1300  
Ngày 16 tháng 12 năm 2014**

## **BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP Tổng Công ty Hóa dầu Petrolimex- CTCP (PLC)**

### **ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**



**PETROLIMEX**

#### **ĐỒ THỊ GIAO DỊCH**



#### **KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**

Quan điểm đầu tư	Mua
Giá kỳ vọng	42,150
Giá thị trường (16/12/2014)	32,900
Triển vọng 1 tháng	Tăng
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng

#### **THÔNG TIN GIAO DỊCH**

CPLH hiện tại (triệu cp)	70.26
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	2,529.68
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	1,213.40
Sở hữu nước ngoài (%)	2.85%
KLTB 10 ngày (cp)	322,352
Giá thấp nhất 52T (đ)	35,800
Giá cao nhất 52T (đ)	16,500
+/- 7 ngày qua	+9.92%
+/- 1 tháng qua	+15.76%

Chuyên viên phân tích :

Vũ Thu Hà

Email: havt@bsc.com.vn

Tel: + 84.39352722

Chúng tôi khuyến nghị **MUA MẠNH** cổ phiếu PLC với giá kỳ vọng 12 tháng là 42,150 đồng/cp theo phương pháp FCFF (upside 28%). Chúng tôi cũng lưu ý, PLC là một trong số những cổ phiếu được hưởng lợi trực tiếp từ xu hướng giảm giá dầu.

PLC là doanh nghiệp kinh doanh các sản phẩm hóa dầu hàng đầu tại Việt Nam với 3 ngành hàng chính là (1) dầu mỡ nhờn- thị phần chiếm 16-18%; (2) nhựa đường- thị phần chiếm 40%; (3) hóa chất- thị phần chiếm 25-30%. Kết quả kinh doanh của PLC đã tăng trưởng mạnh trong 9 tháng đầu năm 2014 nhờ đóng góp chủ yếu của mảng nhựa đường và đây cũng là trọng tâm sẽ thúc đẩy sự tăng trưởng của doanh nghiệp trong các năm tới.

Chúng tôi kỳ vọng PLC sẽ tăng trưởng mạnh từ 2014-2015 nhờ những yếu tố sau:

- Sản lượng tiêu thụ nhựa đường được dự báo tăng mạnh**, đặc biệt là các sản phẩm nhựa đường cao cấp có biên lợi nhuận cao nhờ việc đẩy mạnh các công trình giao thông trọng điểm trong giai đoạn 2015-2020.
- Giá các sản phẩm hóa dầu thế giới giảm theo xu hướng giảm của giá dầu**: Theo dự báo của Morgan Stanley, giá dầu sẽ tiếp tục giảm xuống 43 USD/thùng trong nửa đầu năm 2015. Nhờ vậy, giá hàng hóa và nguyên liệu đầu vào của PLC có thể giảm mạnh trong khi giá bán các sản phẩm dầu mỡ nhờn của PLC lại tăng 4-7% từ tháng 10/2014 và giá nhựa đường chưa có dấu hiệu suy giảm. Do đó, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ được cải thiện.

**Tỷ lệ chi trả cổ tức tăng lên 30%**: với kết quả kinh doanh khả quan của năm 2014, doanh nghiệp dự kiến sẽ nâng tỷ lệ chi trả cổ tức từ 15% lên 30% bằng tiền mặt. Việc điều chỉnh tỷ lệ trả cổ tức sẽ được thông qua sau khi lấy ý kiến cổ đông bằng văn bản trong tháng 12/2014. Đồng thời, trong tháng 12/2014, doanh nghiệp cũng thực hiện tạm ứng 10% cổ tức bằng tiền mặt lần thứ nhất năm 2014.

**Dự kiến tăng vốn điều lệ lên 1,000 tỷ đồng**: theo thông điệp của Chủ tịch Hội đồng Quản trị, doanh nghiệp dự kiến sẽ tăng vốn chủ sở hữu lên trên 1,500 tỷ đồng, trong đó vốn đầu tư của chủ sở hữu trên 1,000 đồng.

**Dự báo kết quả kinh doanh doanh năm 2014**: BSC dự báo PLC sẽ đạt khoảng 7327 tỷ đồng doanh thu thuần và 300 tỷ lợi nhuận sau thuế, tương đương EPS 2014 đạt 4266 đồng/cổ phiếu. Như vậy, cổ phiếu PLC hiện đang được giao dịch với P/E FW 2014 khoảng 8.44- mức P/E khá hấp dẫn đối với một cổ phiếu có tính thanh khoản tốt và kỳ vọng tăng trưởng nhanh.

Các chỉ tiêu tài chính	2010	2011	2012	2013	9T2014
<b>Doanh thu thuần (tỷ đ)</b>	5,151.48	6,067.39	6,063.20	6,198.29	5,061.66
<b>% tăng trưởng y-o-y</b>	37.64%	17.78%	-0.07%	2.23%	16.15%
<b>Tổng tài sản (tỷ đ)</b>	2,270.69	2,857.75	2,492.74	3,027.07	3,179.52
<b>Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)</b>	738.70	900.12	988.65	1,131.69	1,215.10
<b>CPLH bình quân (Triệu)</b>	34.92	50.20	60.24	65.06	70.26
<b>LN sau thuế (tỷ đ)</b>	269.36	226.11	168.83	189.16	190.72
<b>% tăng trưởng y-o-y</b>	55.80%	-16.06%	-25.34%	12.05%	26.37%
<b>EPS cuối kỳ (đ/cp)</b>	7,713	3,754	2,803	2,908	2,834
<b>Giá trị sổ sách (đ/cp)</b>	21,152	17,931	16,412	17,355	17,270
<b>Lợi nhuận gộp bình</b>	15.40%	14.29%	10.93%	12.28%	14.32%
<b>ROS</b>	5.23%	3.73%	2.78%	3.05%	3.77%
<b>ROE</b>	44.45%	27.59%	17.88%	17.84%	16.25%
<b>ROA</b>	15.07%	8.82%	6.31%	6.85%	6.15%

Nguồn: BCTC PLC, BSC tổng hợp.



## GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP

### Giới thiệu chung

<b>Tên công ty:</b>	Tổng Công ty Hóa dầu Petrolimex
<b>Tên giao dịch:</b>	Tổng Công ty Hóa dầu Petrolimex
<b>Tên viết tắt:</b>	PLC
<b>Địa chỉ:</b>	Tầng 18 & 19 tòa nhà 229 phố Tây Sơn, quận Đống Đa, thành phố Hà Nội
<b>Tel:</b>	(04) 38513205
<b>Fax:</b>	(04) 38513207
<b>Website:</b>	http://www.plc.petrolimex.com.vn
<b>Vốn điều lệ:</b>	702,608,370,000 đồng
<b>Lĩnh vực hoạt động</b>	Sản xuất và kinh doanh hóa phẩm dầu khí.
<b>Ngành nghề kinh doanh chính</b>	Kinh doanh, xuất nhập khẩu Dầu mỡ nhờn, Nhựa đường, Hóa chất.

### Lịch sử hình thành

Thời gian	Sự kiện
<b>Tháng 06/1994</b>	Thành lập công ty Dầu nhờn trực thuộc Petrolimex
<b>Tháng 10/1998</b>	Đổi tên thành công ty Hóa dầu trực thuộc Petrolimex
<b>Tháng 03/2004</b>	Hoạt động theo mô hình công ty cổ phần có vốn nhà nước chi phối
<b>Tháng 12/2005</b>	Thành lập Công ty TNHH Hóa chất Petrolimex và Công ty TNHH Nhựa đường Petrolimex
<b>Tháng 12/2006</b>	Niêm yết cổ phiếu PLC trên HNX

### Quá trình tăng vốn điều lệ

Thời gian	Vốn điều lệ (triệu đồng)
<b>2004</b>	150,000
<b>2007</b>	161,272
<b>2009</b>	201,590
<b>2010</b>	349,236
<b>2011</b>	502,004
<b>2012</b>	602,393
<b>2013</b>	650,573
<b>2014</b>	702,608

### Danh sách công ty con

TT	Tên công ty	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	% sở hữu
<b>1</b>	Công ty TNHH Nhựa đường Petrolimex	150	100
<b>2</b>	Công ty TNHH Hóa chất Petrolimex	150	100

### Danh sách công ty liên kết

TT	Tên công ty	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	% sở hữu
<b>1</b>	CTCP Xây dựng công trình giao thông 810 (CIENJSCO 810)	18.5	24.61
<b>2</b>	CTCP Vận tải Hóa dầu VP	150.76	44

### Danh sách cổ đông nắm giữ từ trên 5% VDL đến 14/03/2014

TT	Tên	Số CP	% Vốn	Loại cổ phần
<b>1</b>	Tổng Công ty Xăng dầu Việt Nam	51,440,628	79.07%	Cổ phần phổ thông
<b>Tổng cộng</b>		51,440,628	79,07%	

### Cơ cấu cổ đông đến 14/03/2014

TT	Danh mục	Số lượng cổ phần	Tỷ trọng (%)	Loại cổ phần
<b>1</b>	<b>Cổ đông nhà nước</b>	<b>51,440,628</b>	<b>79.07%</b>	Cổ phần phổ thông
<b>2</b>	<b>Cổ đông bên trong</b> (Thành viên HĐQT, BKS, Ban TGD, TP TCKT PLC và người có liên quan)	<b>812,717</b>	<b>1.25%</b>	Cổ phần phổ thông
<b>3</b>	<b>Cổ đông bên ngoài</b>			
	- Trong nước	<b>10,948,344</b>	<b>16.83%</b>	Cổ phần phổ thông
	- Nước ngoài	<b>1,854,428</b>	<b>2.85%</b>	Cổ phần phổ thông
<b>Tổng cộng</b>		<b>65,056,117</b>	<b>100%</b>	

- Được thành lập từ năm 1994 và chính thức được chuyển sang mô hình công ty cổ phần từ năm 2004, PLC là doanh nghiệp kinh doanh các sản phẩm hóa dầu hàng đầu Việt Nam, chiếm thị phần lớn với cả 3 mặt hàng dầu mỡ nhờn, nhựa đường và hóa chất.
- Cổ đông nhà nước nắm giữ phần lớn cổ phần của doanh nghiệp (79.07%) và là cổ đông duy nhất nắm giữ trên 5% vốn điều lệ. Cổ đông nội bộ và cổ đông nước ngoài chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ.
- Vốn điều lệ tăng nhanh qua các năm, từ 150 tỷ đồng năm 2004 đã tăng gần 5 lần lên 702 tỷ đồng năm 2014

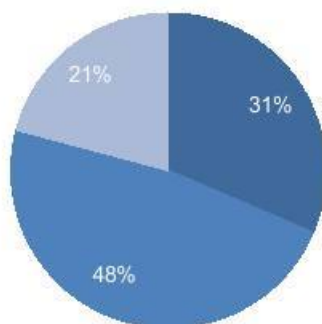
## HOẠT ĐỘNG CỐT LÕI CỦA DOANH NGHIỆP

Hoạt động kinh doanh của PLC gồm 3 mảng chính :

1. **Dầu mỡ nhờn:** doanh nghiệp kinh doanh hơn 400 mặt hàng dầu mỡ nhờn gồm 3 nhóm chính là (1) Dầu nhờn động cơ- chiếm khoảng 70-75%; (2) dầu nhờn công nghiệp- chiếm khoảng 20%; (3) Dầu nhờn hàng hải- chiếm khoảng 5-10%. Mảng dầu mỡ nhờn đem lại lợi nhuận lớn nhất cho doanh nghiệp, đóng góp 31% doanh thu và 49% lợi nhuận gộp cho tổng công ty trong 9 tháng đầu năm 2014.
2. **Nhựa đường:** là nguyên vật liệu để sản xuất bê tông nhựa asphalt dùng trong thi công đường bộ, sân bay, bến bãi và các công dụng khác. PLC hiện cung cấp 4 loại nhựa đường gồm (1) nhựa đường đặc nóng 60/70; (2) nhựa đường MC; (3) nhựa đường nhũ tương; (4) nhựa đường polymer. Mảng nhựa đường mang lại doanh thu lớn nhất cho tổng công ty trong 9 tháng đầu năm 2014 với tỷ trọng 48% tổng doanh thu thuần hợp nhất và 44% tổng lợi nhuận gộp hợp nhất.
3. **Hóa chất :** PLC kinh doanh hơn 50 mặt hàng dung môi hóa chất là các sản phẩm thuộc lĩnh vực hóa dầu sử dụng cho các ngành công nghiệp như da giày, cao su, sơn, nhựa, mút xốp... chia làm 3 nhóm chính là (1) Nhóm dung môi- chiếm tỷ trọng 70%; (2) Nhóm chất hóa dẻo và nhựa – chiếm tỷ trọng 15-20%; (3) Nhóm PU- chiếm tỷ trọng 10-15%. Mảng hóa chất chiếm khoảng 21% tổng doanh thu hợp nhất và 7% lợi nhuận gộp hợp nhất của PLC trong 9 tháng đầu năm 2014.

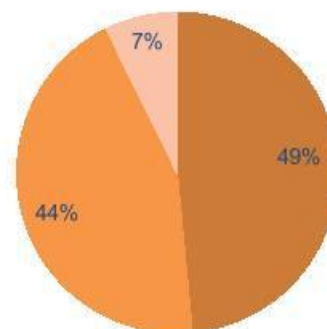
**Cơ cấu doanh thu của PLC trong 9 tháng đầu 2014**

■ 1.1. Dầu mỡ nhờn ■ 1.2. Nhựa đường  
■ 1.3. Hóa chất



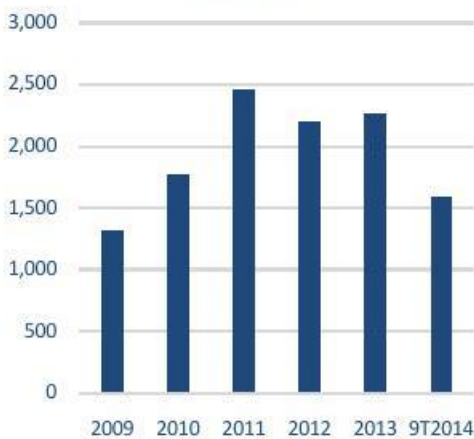
**Cơ cấu lợi nhuận gộp của PLC trong 9 tháng 2014**

■ 1.1. Dầu mỡ nhờn ■ 1.2. Nhựa đường  
■ 1.3. Hóa chất





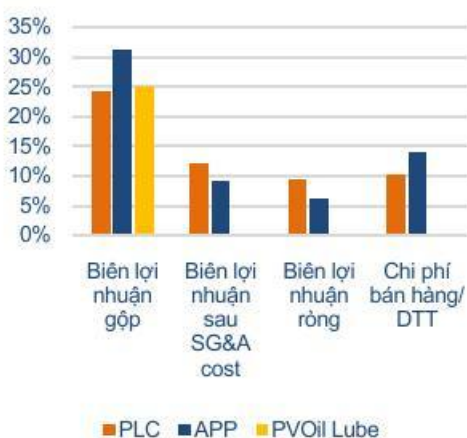
Doanh thu thuần dầu mỡ nhờn  
(tỷ đồng)



Lợi nhuận gộp và biên lợi  
nhuận gộp mảng dầu mỡ nhờn



So sánh biên lợi nhuận các  
doanh nghiệp cùng ngành trong  
1H2014



## NGÀNH HÀNG DẦU MỠ NHỜN:

PLC là doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh dầu mỡ nhờn lớn thứ 2 tại Việt Nam sau Castrol BP (thị phần khoảng 40%), với thị phần chiếm khoảng 16-18%. Hơn nữa, PLC là một trong số ít các doanh nghiệp Việt Nam tự sản xuất dầu mỡ nhờn với 2 nhà máy dầu nhờn Thượng Lý và nhà máy dầu nhờn Nhà Bè có công suất 25,000 MT/ năm mỗi nhà máy.

**Suy giảm nhẹ trong 9 tháng 2014 do ngừng hoạt động pha chế thuê** với doanh thu đạt 1587 tỷ và lợi nhuận gộp đạt 350 tỷ, giảm so với cùng kỳ lần lượt là 5% và 10%. Do đó, biên lợi nhuận gộp cũng giảm nhẹ từ 23.3% xuống còn 22.1%.

Từ tháng 5/2014, doanh nghiệp đã dừng hoạt động pha chế thuê cho đối tác là Nippon Oil của Nhật Bản. Trong khi hàng năm, sản lượng pha chế thuê của Nippon đạt khoảng 11,000 tấn, (đóng góp khoảng 20% doanh thu) thì năm 2014 sản lượng pha chế thuê chỉ đạt khoảng 3,000 tấn. Như vậy, tính riêng việc dừng hoạt động pha chế thuê có thể khiến doanh thu của doanh nghiệp giảm khoảng 12% trong 9 tháng đầu năm, cao hơn con số thực tế là 5%. **Điều này có nghĩa là hoạt động khác của doanh nghiệp trong mảng dầu mỡ nhờn đang thu được những kết quả khả quan, bù đắp cho sự suy giảm do dừng pha chế thuê.**

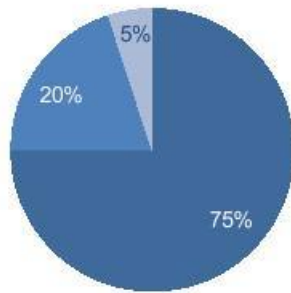
**Biên lợi nhuận ròng cao so với các doanh nghiệp Việt Nam cùng ngành:** do hoạt động với quy mô lớn nên biên lợi nhuận gộp mảng dầu mỡ nhờn của PLC thấp hơn nhiều doanh nghiệp cùng ngành (APP: 31% và PVOil Lube: 25%). Tuy nhiên, do có hệ thống bán hàng hiệu quả giúp tiết kiệm chi phí (chi phí bán hàng /doanh thu thuần của PLC là 10%, của APP là 14%) nên biên lợi nhuận ròng của PLC lại cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành. (PLC: 9%; APP: 6%)

**PLC sở hữu hệ thống phân phối đa dạng và rộng khắp gồm 5 kênh phân phối:**

- Kênh Tổng đại lý Petrolimex:** là các Công ty xăng dầu thành viên của Petrolimex, sở hữu hơn 2000 cửa hàng bán lẻ xăng dầu trên toàn quốc. Đây là kênh bán hàng lợi thế chuyên biệt của PLC, đem lại hiệu quả cao nhất, chiếm khoảng hơn 50% sản lượng tiêu thụ.
- Kênh Đại lý phân phối, Đại lý tiêu thụ ngoài Petrolimex:** là các đại lý phân phối, tiêu thụ không là thành viên của Petrolimex có khả năng nhập dầu mỡ nhờn của PLC và tự tổ chức kinh doanh theo kênh phân phối riêng được thiết lập giúp tiêu thụ khoảng 20% sản lượng, chủ yếu là tiêu thụ các mặt hàng dầu nhờn động cơ cho xe máy và ô tô.
- Kênh bán hàng trực tiếp:** PLC trực tiếp bán sản phẩm cho các khách hàng chủ yếu là sản xuất công nghiệp, đóng góp 7-12% sản lượng tiêu thụ.
- Kênh bán dầu mỡ nhờn hàng hải:** PLC hợp tác với hãng Total Lubmarine của Pháp để trở thành đối tác duy nhất tại Việt Nam sản xuất các cung ứng dầu mỡ nhờn hàng hải mang thương hiệu Total Lubmarine cho các chủ tàu trong và ngoài nước tại hơn 1000 cảng biển trên toàn cầu, chiếm khoảng 5% sản lượng tiêu thụ.
- Kênh xuất khẩu trực tiếp:** PLC trực tiếp xuất khẩu sản phẩm dầu mỡ nhờn sang các nước Hồng Kông, Lào, Trung Quốc, Đài Loan, Campuchia, Philippine...với sản lượng tiêu thụ qua

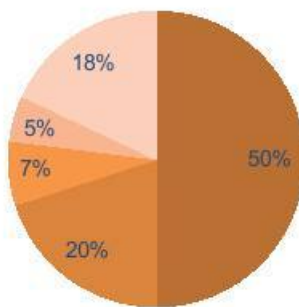


**Cơ cấu sản phẩm dầu mỡ nhờn theo mục đích sử dụng**



- Dầu mỡ nhờn động cơ
- Dầu mỡ nhờn công nghiệp
- Dầu mỡ nhờn hàng hải

**Cơ cấu sản lượng dầu mỡ nhờn tiêu thụ theo kênh phân phối**



- Tổng đại lý Petrolimex
- Đại lý ngoài Petrolimex
- Trực tiếp
- DMN hàng hải
- Xuất khẩu trực tiếp

kênh bán hàng này chiếm khoảng 13-18%.

**Đẩy mạnh phát triển kênh phân phối là các Tổng đại lý Petrolimex:** bắt đầu từ 2014, PLC tích cực triển khai các hoạt động tập huấn nâng cao kiến thức về kỹ thuật sản phẩm và nghiệp vụ cho các tổng đại lý Petrolimex và tổ chức “Ngày hội bán hàng tại các cửa hàng xăng dầu trực thuộc Petrolimex giúp chủ động trong công tác kinh doanh, thúc đẩy tăng sản lượng bán dầu mỡ nhờn Petrolimex.

Hơn nữa, không chỉ tại thị trường nội địa, các thành viên của Petrolimex tại nước ngoài gồm Công ty TNHH 1 thành viên Petrolimex tại Singapore, Công ty TNHH 1 thành viên Petrolimex tại Lào và Văn phòng đại diện Petrolimex tại Campuchia cũng góp phần đáng kể vào sản lượng dầu mỡ nhờn xuất khẩu của PLC. Cụ thể, PLC bắt đầu xuất khẩu sang Lào từ tháng 6/2013, đạt sản lượng đạt hơn 100 tấn trong năm 2013 và sản lượng 2014 ước tính đạt 300-400 tấn.

**Áp lực cạnh tranh lớn:** Castrol BP chiếm đến 40% thị phần và có khả năng cung cấp bộ sản phẩm đầy đủ với những mặt hàng chuyên biệt nên các doanh nghiệp khác trong ngành chịu ảnh hưởng từ chính sách bán hàng và giá bán các sản phẩm của Castrol BP.

#### TRIỂN VỌNG NGÀNH HÀNG DẦU MỠ NHỜN:

**Giảm thuế nhập khẩu ô tô:** theo Thông tư số 173/2014/TT-BTC của Bộ Tài Chính, nhiều loại xe ô tô, mô tô được giảm 3-7% thuế nhập khẩu từ ngày 1/1/2015. Đây là tín hiệu tích cực giúp thúc đẩy tiêu thụ ô tô tại Việt Nam, nhờ đó nhu cầu dầu mỡ nhờn cho ô tô sẽ tăng theo.

**Sản xuất công nghiệp được kỳ vọng tăng trưởng nhanh:** Theo “Quy hoạch tổng thể phát triển ngành công nghiệp Việt Nam đến năm 2020, tầm nhìn đến năm 2030” được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt ngày 09/06/2014, tốc độ tăng trưởng giá trị sản xuất công nghiệp giai đoạn đến năm 2020 đạt 12.5-13%/năm, cao hơn giai đoạn 2009-2013 (9-10%).

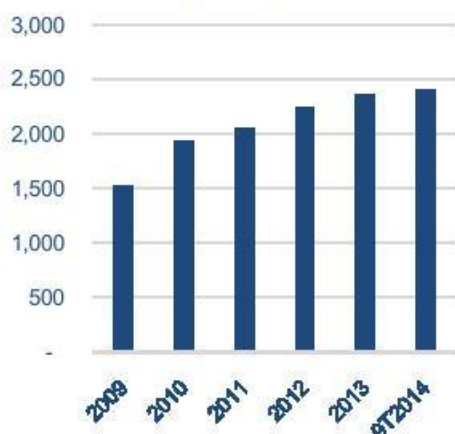
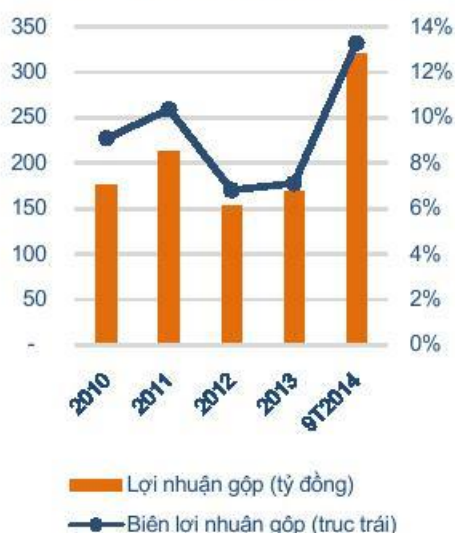
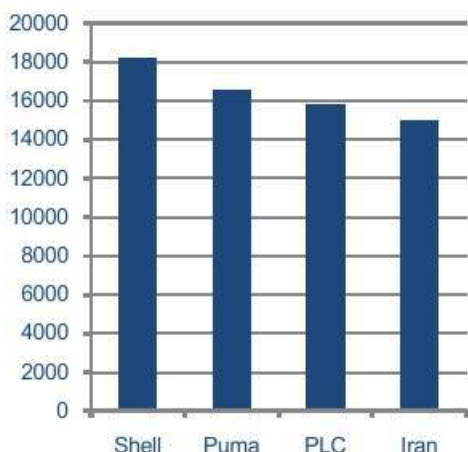
**Công suất sản xuất của PLC sẽ tăng lên gấp đôi vào năm 2015:** PLC hiện đang thực hiện 2 công trình “ Cải tạo, mở rộng Nhà máy Dầu nhờn Thượng Lý” và “Cải tạo, mở rộng Nhà máy Dầu nhờn Nhà Bè- Giai đoạn 1”, nâng công suất mỗi nhà máy lên 50,000 MT/năm, gấp đôi công suất hiện tại.

**Giá bán các sản phẩm dầu mỡ nhờn của PLC tăng 4-7% từ tháng 10/2014** nhằm thúc đẩy việc tiêu thụ qua các kênh đại lý, tăng tỷ lệ chiết khấu cho các đại lý. Mặc dù có cùng chất lượng tương đương nhưng giá bán các sản phẩm dầu mỡ nhờn của PLC thấp hơn các sản phẩm dầu mỡ nhờn nhập khẩu khoảng 6-8%.

#### BSC NHẬN ĐỊNH

**Chúng tôi nhận định mảng dầu mỡ nhờn của doanh nghiệp sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định.** Sản lượng tiêu thụ qua các kênh đại lý Petrolimex, xuất khẩu và bán trực tiếp cho các hộ công nghiệp sẽ tăng nhanh, bù đắp cho sản lượng pha chế thuê thiếu hụt. Tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý việc PLC phải chịu áp lực cạnh tranh lớn từ Castrol BP và các sản phẩm nhập khẩu.



**Doanh thu thuần nhựa đường (tỷ đồng)**

**Lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp mảng nhựa đường**

**Giá nhựa đường đặc nóng 60/70 tháng 11/2014**


## NGÀNH HÀNG NHỰA ĐƯỜNG

PLC hiện là doanh nghiệp kinh doanh nhựa đường lớn nhất tại Việt Nam với thị phần chiếm khoảng 40%. Với hệ thống 6 kho nhựa đường tại Hải Phòng, Cửa Lò, Đà Nẵng, Quy Nhơn, Hồ Chí Minh và Cần Thơ; hơn 70 xe bồn chuyên dụng trọng tải từ 10 đến 16 tấn, PLC có năng lực cung cấp trên 20,000 tấn nhựa đường các loại mỗi năm.

**Tăng trưởng đột biến trong 9 tháng 2014**, đạt 2,406 tỷ đồng doanh thu thuần và 320 tỷ đồng lợi nhuận gộp, tăng lần lượt 56% và 185% so với cùng kỳ, tương đương biên lợi nhuận tăng đột biến từ 7% lên 13%. Nguyên nhân do trong năm 2014 PLC thực hiện cung cấp sản phẩm nhựa đường Polime và nhũ tương cao cấp có biên lợi nhuận cao (16-18%) cho các dự án lớn như Nhà ga T2 Nội Bài, Cầu Nhật Tân, Sân bay Tân Sơn Nhất .... Hiện doanh thu từ nhựa đường polime chiếm khoảng hơn 1/3 doanh thu mảng nhựa đường của PLC.

**Giá bán nhựa đường của PLC chưa có dấu hiệu suy giảm:** trong khi giá nhựa đường thế giới giảm liên tục từ tháng 6/2014 do ảnh hưởng của việc giảm giá dầu thì giá bán nhựa đường của PLC vẫn duy trì ổn định đến thời điểm hiện tại. Như vậy, biên lợi nhuận mảng nhựa đường có thể cải thiện hơn nữa trong quý 4/2014 và năm 2015.

**Rủi ro tín dụng lớn:** do đa số các dự án giao thông đường bộ sử dụng nguồn vốn đầu tư công, giải ngân chậm nên việc thu hồi công nợ của mảng nhựa đường gặp nhiều khó khăn. Phải thu nhóm khách hàng nhựa đường chiếm đến 56% phải thu khách hàng của PLC. Hơn nữa, 6 tháng đầu năm 2014, doanh nghiệp đã phải trích lập thêm 48 tỷ đồng dự phòng phải thu khó đòi, tăng tổng dự phòng phải thu khó đòi lên 156 tỷ đồng.

**Chi phí bán hàng lớn:** trong khi các hãng khác thường nhập nhựa đường phuy thì PLC nhập nhựa đường đặc nóng dạng xá, chiếm đến 70% tổng sản lượng tiêu thụ của PLC. Nhựa đường đặc nóng dạng xá phải được bảo quản tại nhiệt độ 80-120 độ C khiến chi phí bảo ôn và gia nhiệt lớn.

## TRIỂN VỌNG NGÀNH HÀNG NHỰA ĐƯỜNG

**Mạng lưới đường bộ cao tốc nhanh chóng được phát triển trong giai đoạn 2015-2020 :**

- Theo "Đề án Tái cơ cấu Ngành Giao thông Vận tải phục vụ sự nghiệp công nghiệp hóa, hiện đại hóa và phát triển bền vững giai đoạn đến năm 2020" vừa được chính phủ phê duyệt ngày 24/07/2014, đến năm 2015 sẽ hoàn thành khoảng 600km và đến năm 2020 sẽ hoàn thành khoảng 2000km đường cao tốc.
- Theo "Quy hoạch phát triển giao thông vận tải đường bộ Việt Nam đến năm 2020 và định hướng đến năm 2030", vốn đầu tư xây dựng kết cấu hạ tầng giao thông đường bộ đến năm 2020 khoảng 1,597,280 tỷ đồng, bình quân 187,895 tỷ đồng/năm.

**Dự án nâng cấp, mở rộng quốc lộ 1A** đoạn từ Thanh Hóa đến Cần Thơ và đường Hồ Chí Minh qua Tây Nguyên với tổng chiều dài 1,500 km tính đến tháng 9/2014 đã hoàn thành cơ bản công tác giải phóng mặt bằng, bước vào giai đoạn thi công- giai đoạn cần sự dụng nhựa đường và dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2015.

**Nhiều dự án xây mới, nâng cấp cảng hàng không sẽ được khởi**

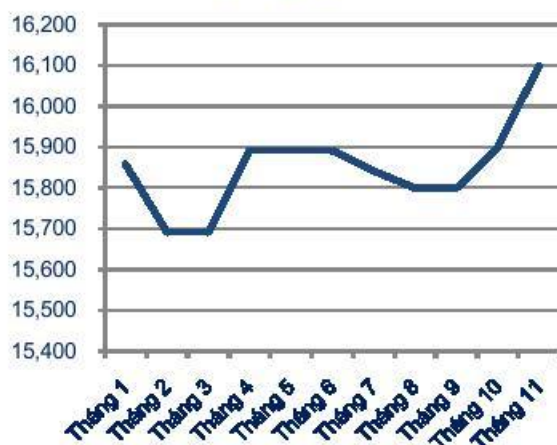


**công trong giai đoạn 2015-2020:** cụ thể dự án “Kéo dài nâng cấp đường cất hạ cánh, đường lăn và sân đậu máy bay Cảng hàng không Pleiku” có tổng mức đầu tư gần 1,000 tỷ đồng được khởi công ngày 28/9 và dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2015 và Dự án đầu tư xây dựng đường cất, hạ cánh số 2 của Cảng hàng không quốc tế Cam Ranh với vốn đầu tư khoảng 212 triệu USD. Ngoài ra, theo “Quy hoạch phát triển giao thông vận tải hàng không giai đoạn đến năm 2020 và định hướng đến năm 2030”, đến năm 2020 sẽ có thêm 3 cảng hàng không mới được xây dựng là Long Thành (tổng vốn đầu tư 18.7 tỷ USD), Lào Cai (tổng vốn đầu tư 1,300 tỷ), Vân Đồn (tổng vốn đầu tư 5,128 tỷ).

### **BSC NHÂN ĐỊNH**

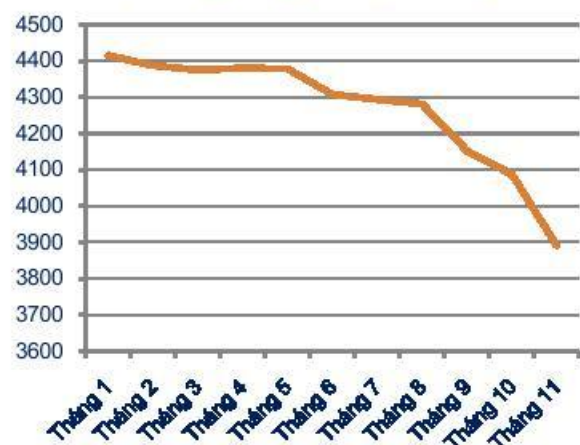
**Chúng tôi nhận định mảng nhựa đường của PLC sẽ tăng trưởng nhanh** nhờ việc phát triển giao thông vận tải, đặc biệt là các công trình cao tốc đường bộ và cảng hàng không thường sử dụng nhựa đường polime và nhũ tương có biên lợi nhuận cao. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý đến khó khăn trong việc thu hồi công nợ, khiến doanh nghiệp phải tăng trích dự phòng nợ phải thu khó đòi.

**Nhựa đường đặc nóng 60/70 PLC (đồng/kg)**



Nguồn: PLC, BSC tổng hợp

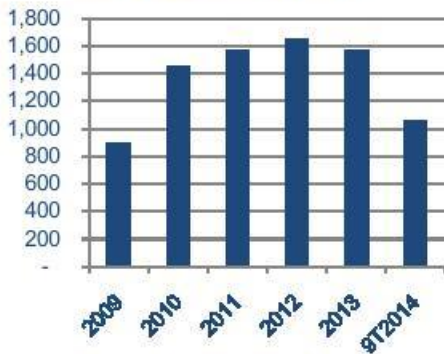
**Giá nhựa đường giao tháng 12/2014 tại thị trường Trung Quốc (CNY/MT)**



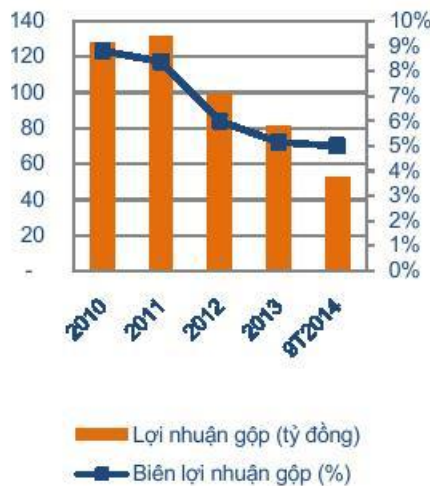
Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

### NGÀNH HÀNG HÓA CHẤT

Doanh thu thuần bán hàng  
mảng hóa chất (tỷ đồng)



Lợi nhuận gộp và biên lợi  
nhuận gộp mảng hóa chất



PLC là một trong những nhà cung cấp hóa chất lớn nhất tại thị trường Việt Nam với thị phần khoảng 25-30%. PLC trực tiếp nhập khẩu, nhập mua các loại dung môi hóa chất và tổ chức bán hàng cho các khách hàng là nhà sản xuất và thông qua kênh phân phối trung gian. PLC hiện sở hữu 3 kho hóa chất gồm Nhà Bè (TP. Hồ Chí Minh), Thượng Lý (Hải Phòng) và Phú Thị (Hà Nội).

**Tiếp tục suy giảm trong 9 tháng đầu năm 2014:** sau khi suy giảm nhẹ 5% trong năm 2013, doanh thu mảng hóa chất tiếp tục giảm 8% so với cùng kỳ, đạt 1052 tỷ đồng. Đồng thời lợi nhuận gộp cũng giảm 8% xuống còn 53 tỷ đồng.

**Biên lợi nhuận giảm qua các năm:** do cạnh tranh trên thị trường hóa chất tăng mạnh trong khi nhu cầu từ các khách hàng chưa thực sự gia tăng nên các doanh nghiệp hóa chất phải giảm giá bán khiến biên lợi nhuận mảng hóa chất giảm dần từ 9% năm 2010 xuống còn 5% trong 9 tháng đầu năm 2014.

### TRIỂN VỌNG NGÀNH HÀNG HÓA CHẤT:

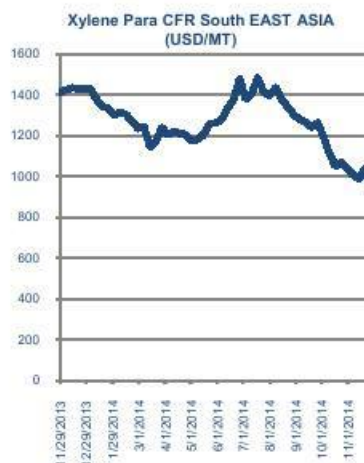
Các khách hàng lớn đẩy mạnh sản xuất, tăng nhu cầu:

- Ngành bất động sản sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2015 bởi Thông tư 32 nới lỏng gói 30.000 tỷ và Luật nhà ở (sửa đổi) sẽ kéo theo nhu cầu sản xuất sơn và nhựa xây.
- Theo dự báo của hiệp hội cao su Việt Nam, năm 2015, sản xuất lốp ô-tô của Việt Nam sẽ tăng trưởng khoảng 5-6%

**Giá hóa chất lọc dầu trong nước sẽ tiếp tục suy giảm theo giá thế giới:** do phần lớn các sản phẩm hóa chất hóa dầu trong nước phải nhập khẩu nên giá hóa chất lọc dầu trong nước rất nhạy với giá thế giới. Hơn nữa, giá các sản phẩm hóa chất hóa dầu sẽ tiếp tục giảm theo đà giảm của giá dầu trong năm 2015.

### BSC NHÂN ĐỊNH:

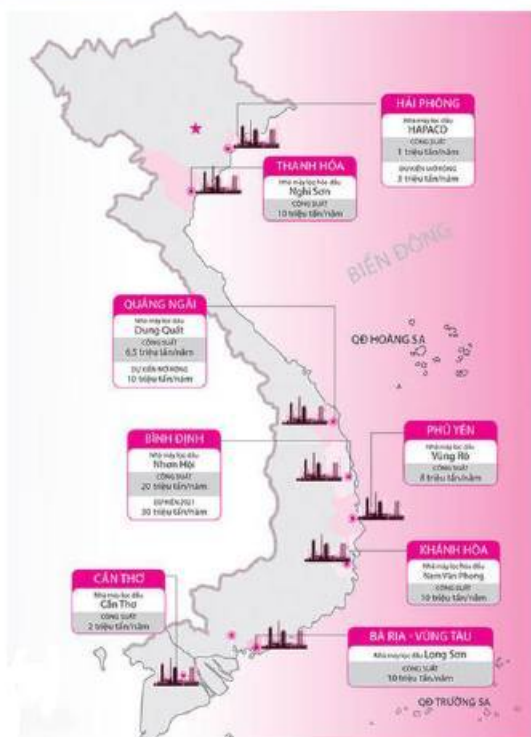
*Chúng tôi nhận định hoạt động kinh doanh hóa chất của PLC sẽ tiếp tục gặp khó khăn do giá bán sẽ tiếp tục giảm do ảnh hưởng của giá dầu và sự cạnh tranh của thị trường ngày càng tăng. Mặc dù sản lượng tiêu thụ sẽ tăng lên nhưng do biên lợi nhuận giảm dần nên lợi nhuận chỉ duy trì được ở mức ổn định.*



Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp



## TRIỂN VỌNG NGÀNH



**Nguồn cung các sản phẩm hóa dầu tăng mạnh:** với việc khởi công xây dựng các dự án lọc dầu Nghi Sơn, Vũng Rô và các dự án nhà máy lọc dầu dự kiến sẽ tiếp tục triển khai như Long Sơn, Nhơn Hội, Nam Vân Phong, Cần Thơ, HAPACO cùng với việc nâng cấp nhà máy lọc dầu Dung Quất, tăng công suất từ 6.5 triệu tấn/năm lên 10 triệu tấn/năm. Như vậy, các doanh nghiệp kinh doanh sản phẩm hóa dầu trong nước có thể chủ động nguồn đầu vào với giá thành rẻ hơn sản phẩm nhập khẩu, tăng sức cạnh tranh của các doanh nghiệp kinh doanh sản phẩm hóa dầu trong nước.

**Giá sản phẩm hóa dầu tiếp tục giảm theo giá dầu:** theo dự báo của EIA, giá dầu trung bình năm 2015 sẽ giảm còn 77.75 USD/ thùng đối với dầu WTI và 83.42 USD/thùng đối với dầu Brent, tương đương với mức giảm khoảng 20% so với giá trung bình của năm 2014. Như vậy, giá các sản phẩm hóa dầu thế giới sẽ giảm tương ứng với việc giảm giá dầu thô. Tuy nhiên việc thay đổi giá một số sản phẩm hóa dầu tại thị trường Việt Nam sẽ chậm hơn so với thị trường thế giới như sản phẩm dầu mỡ nhờn và nhựa đường. Điều này sẽ có lợi cho các doanh nghiệp có hệ thống kho chứa lớn, tích trữ được nguồn hàng giá thấp, cải thiện biên lợi nhuận như PLC.

## ĐÁNH GIÁ RỦI RO ĐẦU TƯ

### RỦI RO TỶ GIÁ

Hầu hết các nguyên vật liệu, hàng hóa của công ty đều được nhập khẩu từ nước ngoài nên công ty thực hiện nhiều giao dịch có gốc ngoại tệ, chủ yếu là USD. Do đó công ty sẽ chịu rủi ro khi có biến động về tỷ giá. Tuy nhiên, tỷ giá USD/VND được dự báo sẽ tiếp tục được duy trì ổn định trong dài hạn.

### RỦI RO VỀ GIÁ DẦU

Do các sản phẩm của PLC là sản phẩm hóa dầu nên giá các sản phẩm chịu ảnh hưởng trực tiếp từ việc thay đổi giá dầu. Giá dầu được dự báo có thể giảm xuống \$60 trong năm 2015. Tuy nhiên do có độ trễ trong việc giảm giá dầu và giá các sản phẩm hóa dầu trong nước nên chúng tôi đánh giá việc giảm giá dầu có thể đem lại lợi ích cho doanh nghiệp, giúp cải thiện biên lợi nhuận.

### RỦI RO TÍN DỤNG

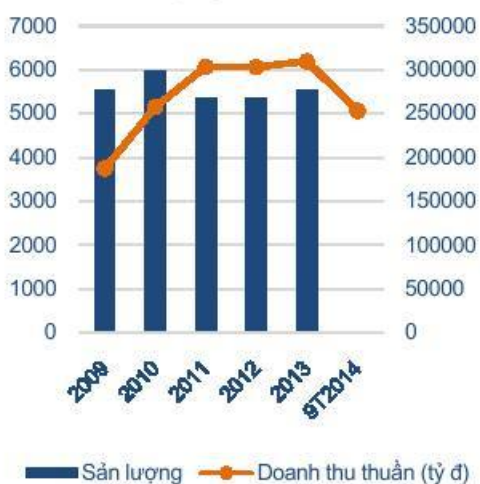
Việc thanh toán của các khách hàng mảng nhựa đường phụ thuộc vào tiến độ giải ngân của các công trình giao thông. Do đó, doanh nghiệp sẽ gặp rủi ro khi việc giải ngân bị chậm lại khiến doanh nghiệp phải tăng tích lập dự phòng phải thu khó đòi, giảm lợi nhuận trong kỳ của doanh nghiệp. 6 tháng đầu năm 2014, PLC đã trích lập thêm 48 tỷ đồng dự phòng phải thu khó đòi, tăng tổng dự phòng phải thu khó đòi lên 156 tỷ đồng. Theo doanh nghiệp, PLC nhiều khả năng sẽ không phải trích lập thêm dự phòng phải thu khó đòi trong 6 tháng cuối năm 2014. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đánh giá đây là rủi ro lớn nhất trong hoạt động sản xuất kinh doanh của PLC.



## TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Chỉ tiêu cơ bản	2010	2011	2012	2013	9T2014
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Vốn vay/VCSH	1.40	1.50	1.09	1.02	0.92
Tổng tài sản/VCSH	3.07	3.17	2.52	2.67	2.62
<b>Cơ cấu tài sản</b>					
TS dài hạn/ Tổng TS	0.11	0.13	0.16	0.18	0.18
TS ngắn hạn/Tổng TS	0.89	0.87	0.84	0.82	0.82
<b>Khả năng thanh toán</b>					
Hệ số TT nhanh	0.87	0.82	0.92	0.85	0.85
Hệ số TT ngắn hạn	1.35	1.30	1.40	1.32	1.33
<b>Năng lực HD (ngày)</b>					
Số ngày phải thu	48	55	60	57	83
Số ngày tồn kho	48	57	55	53	77
Số ngày phải trả	20	28	28	33	59
<b>Khả năng sinh lời (%)</b>					
Lợi nhuận gộp biên	15.40%	14.29%	10.93%	12.28%	14.32%
ROS	5.23%	3.73%	2.78%	3.05%	3.77%
ROE	44.45%	27.59%	17.88%	17.84%	16.25%
ROA	15.07%	8.82%	6.31%	6.85%	6.15%

Sản lượng và doanh thu



Lợi nhuận ròng và biên lợi nhuận ròng ROS



**Tăng trưởng mạnh trong 9 tháng đầu năm 2014:** sau 2 năm gần như không tăng trưởng do ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế, 9 tháng đầu năm 2014, hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp đã được cải thiện đáng kể. So với cùng kỳ, 3 quý đầu 2014, doanh thu tăng 16.15% và lợi nhuận sau thuế tăng 26.37%.

**Duy trì cơ cấu vốn an toàn và hết nợ vay dài hạn** với việc tăng vốn chủ sở hữu và giảm nợ vay dài hạn, đòn bẩy tài chính vốn vay/VCSH của doanh nghiệp giảm mạnh từ 1.40 vào năm 2010 xuống còn 1.02 trong năm 2013. Tính đến tháng 9/2014, doanh nghiệp đã trả hết nợ vay dài hạn và chỉ sử dụng nợ vay ngắn hạn và vốn chủ sở hữu để tài trợ cho nhu cầu vốn lưu động của doanh nghiệp.

**Tài sản cố định tăng nhanh:** trong giai đoạn 2013-2014, doanh nghiệp triển khai nhiều dự án đầu tư xây dựng cơ sở vật chất gồm cải tạo, mở rộng 2 nhà máy dầu nhờn Thượng Lý và Nhà Bè, xây mới kho nhựa đường Thọ Quang và mở rộng sức chứa kho hóa chất Nhà Bè khiến tài sản cố định của doanh nghiệp đã tăng lên đáng kể, khoảng 36%. Tuy nhiên do các mảng hoạt động của doanh nghiệp chủ yếu là thương mại nên tài sản ngắn hạn vẫn chiếm đến hơn 80% tổng tài sản.

**Phải trả người bán tăng mạnh** đến 93% trong năm 2013 và tiếp tục tăng thêm 18% trong 9 tháng đầu năm 2014. Tuy nhiên, hệ số thanh toán của doanh nghiệp chỉ giảm nhẹ lần lượt là từ 1.40 xuống 1.32 đối với hệ số thanh toán ngắn hạn và 0.92 xuống 0.85 đối với hệ số thanh toán nhanh do cân đối với việc tăng lên của hàng tồn kho và phải thu của khách hàng.

**Năng lực quản lý vốn lưu động tốt:** trong giai đoạn 2010-2013, các chỉ số năng lực hoạt động của doanh nghiệp đều tăng đáng kể từ 48 lên 57 ngày đối với số ngày phải thu và 20 lên 33 ngày đối với số ngày phải trả trong khi số ngày tồn kho chỉ tăng nhẹ từ 48 lên 53 ngày.

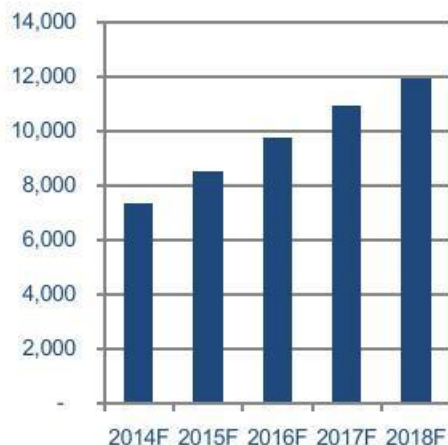
**Khả năng sinh lời tăng mạnh trong 9 tháng 2014:** do đóng góp của ngành hàng nhựa đường, biên lợi nhuận của PLC đã cải thiện đáng kể trong 9 tháng 2014, tăng từ 12.28% lên 14.32% đối với biên lợi nhuận gộp và 3.05% lên 3.77% đối với biên lợi nhuận ròng ROS. Tuy nhiên, trong giai đoạn 2012-2013, biên lợi nhuận ROE và ROA giảm mạnh do vốn chủ sở hữu tăng lần lượt là 20% và 8%.

Chúng tôi cũng lưu ý, tại thời điểm 30/9/2014, hệ số năng lực hoạt động tăng mạnh và biên lợi nhuận ROE và ROA giảm mạnh do kết quả kinh doanh chỉ mới phản ánh 9 tháng, chưa phản ánh hết kết quả cả năm

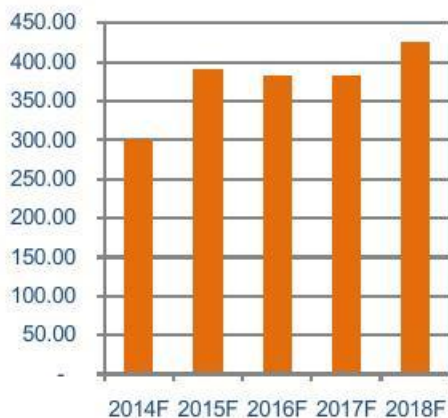


## DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Doanh thu thuần (tỷ đ)



Lợi nhuận sau thuế (tỷ đ)



Chúng tôi tiến hành dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp của PLC dự trên 3 mảng hoạt động kinh doanh chính gồm: (1) Màng dầu mỡ nhờn; (2) Màng nhựa đường; (3) Màng hóa chất. Cụ thể như sau:

## (1) Màng dầu mỡ nhờn:

BSC dự báo năm 2014 ngành hàng dầu mỡ nhờn của PLC sẽ đạt 2111 tỷ đồng doanh thu (-7% y.o.y) và 468 tỷ đồng lợi nhuận gộp (-8% y.o.y) do tạm dừng pha chế thuế từ tháng 5/2014 làm giảm sản lượng tiêu thụ.

Trong các năm tiếp theo đến 2018, chúng tôi dự báo doanh thu PLC sẽ tăng trưởng đều hàng năm với mức tăng khoảng 9% căn cứ trên tốc độ tăng trưởng được dự báo của nhóm dầu nhờn động cơ là 9%, nhóm dầu nhờn công nghiệp là 13% và nhóm dầu nhờn hàng hải là 5%. Đồng thời biên lợi nhuận gộp của ngành hàng dầu mỡ nhờn tiếp tục được duy trì ổn định ở mức 22%.

## (2) Màng nhựa đường:

BSC dự báo năm 2014, ngành hàng nhựa đường sẽ đóng góp khoảng 3731 tỷ doanh thu (+57%y.o.y) và 534 tỷ lợi nhuận gộp (+ 217%) cho PLC nhờ việc cung cấp nhựa đường polyme và nhũ tương có biên lợi nhuận cao cho những công trình giao thông trọng điểm của Việt Nam.

Trong giai đoạn 2015-2018, chúng tôi dự báo ngành hàng nhựa đường tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ với tốc độ tăng trưởng bình quân đạt CAGR= 18.6% và biên lợi nhuận gộp ở mức khoảng 12-14% nhờ việc đẩy mạnh đầu tư cho giao thông trong giai đoạn 2015-2020 và xu hướng dịch chuyển sang dùng các sản phẩm nhựa đường cao cấp đem lại biên lợi nhuận cao.

## (3) Màng hóa chất:

BSC dự báo năm 2014, hoạt động kinh doanh hóa chất của PLC sẽ đạt 1485 tỷ đồng doanh thu (-5%y.o.y) và 76 tỷ đồng lợi nhuận gộp (-7%y.o.y) do việc giảm giá bán để cạnh tranh với các doanh nghiệp trong ngành trong khi sản lượng tiêu thụ không tăng mạnh.

Trong giai đoạn 2015-2018, chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh ngành hàng hóa chất sẽ được duy trì ổn định khi giá sản phẩm sẽ giảm theo giá dầu nhưng sản lượng tiêu thụ sẽ tăng lên nhờ các khách hàng lớn như sản xuất sơn, nhựa tăng nhu cầu theo sự phục hồi của thị trường bất động sản.

Ngoài ra, các chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp được dự báo tăng tương ứng theo sự tăng trưởng doanh thu trong khi chi phí tài chính được dự báo trên giả định doanh nghiệp chỉ vay ngắn hạn (cả USD và VND) để đáp ứng nhu cầu vốn lưu động với lãi suất cho vay bình quân khoảng 5%/năm.

Như vậy, chúng tôi dự báo năm 2014 PLC sẽ đạt khoảng 7327 tỷ đồng doanh thu thuần và 300 tỷ lợi nhuận sau thuế, tương đương EPS 2014 đạt 4266 đồng/cổ phiếu.



**ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

Lãi suất phi rủi ro Rf	5.70%
Lợi suất thị trường Rm	11.75%
Beta	0.98
Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu	17.22%
Chi phí sử dụng vốn vay	4.00%
Chi phí sử dụng vốn bình quân	10.48%
Tăng trưởng dài hạn sau 2018 (g)	5%
Giá một cổ phần	42,150

**ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU:**

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu PLC theo phương pháp FCFF:

**Một số giả định:**

- Chi phí vốn chủ sở hữu là 17.22%, được tính toán theo phương pháp CAPM dựa trên giả định **(1)** beta 1 năm của cổ phiếu PLC theo tính toán của bloomberg là 0.98; **(2)** Lợi suất thị trường là lợi suất bình quân 5 năm 2009-2014 của VNindex là 11.75%; **(3)** Lãi suất phi rủi ro: lãi suất đầu thầu trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm và bằng 5.70%.
- Chi phí vốn vay trung bình là 4%
- Thuế suất thuế TNDN là 22%
- Tỷ lệ vốn vay/ vốn chủ sở hữu 51/49 cho giai đoạn 2014-2018 và là 50/50 cho giai đoạn sau 2018

**Chúng tôi sử dụng mô hình tăng trưởng 2 giai đoạn:**

- **Giai đoạn 1 từ năm 2014-2018:** ứng với giai đoạn tăng trưởng nhanh của PLC nhờ việc đẩy mạnh các công trình giao thông, sản xuất công nghiệp được kỳ vọng tăng trưởng nhanh
- **Giai đoạn 2 (sau năm 2018):** tăng trưởng dài hạn. Tốc độ tăng trưởng dài hạn được dự báo là 5%, thấp hơn tốc độ tăng trưởng GDP do các hoạt động sản xuất kinh doanh của PLC gắn liền với sự tăng trưởng kinh tế và chi đầu tư công tuy nhiên khi kinh tế càng phát triển, thiết bị máy móc càng hiện đại thì nhu cầu tiêu thụ dầu mỡ nhờn sẽ hạn chế.

**QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ:**

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu PLC với giá kỳ vọng trong 12 tháng là 42,150 đồng/cp theo phương pháp FCFF (upside 17%). Cổ phiếu PLC hiện đang được giao dịch với P/E FW 2014 khoảng 8.44- mức P/E khá hấp dẫn đối với một cổ phiếu có tính thanh khoản và beta tốt (0.98). Doanh nghiệp kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng nhanh nhờ hưởng lợi từ việc giá dầu và sản lượng tiêu thụ nhựa đường tăng mạnh.



Phụ lục 01: Dự báo một số chỉ số tài chính của PLC

Bảng cân đối kế toán	2014	2015	2016
Tài sản ngắn hạn (tỷ đ)	2,661	3,636	4,124
Tài sản dài hạn (tỷ đ)	778	786	774
Tổng tài sản (tỷ đ)	3,438	4,422	4,898
Nợ ngắn hạn (tỷ đ)	2,165	2,611	2,855
Nợ dài hạn (tỷ đ)	0	0	0
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	1,273	1,811	2,043
Giá trị sổ sách (đồng)	18,113	18,110	20,434

Báo cáo KQKD	2014	2015	2016
Doanh thu thuần (tỷ đ)	7,327	8,539	9,756
Lợi nhuận gộp (tỷ đ)	1,078	1,253	1,349
Chi phí tài chính (tỷ đ)	102	119	136
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đ)	300	391	382
ROE	23.55%	21.59%	18.72%
EPS (đồng)	4,266	3,910	3,824
Cổ tức	30.00%	15.00%	15.00%

Phụ lục 02: Bảng phân tích độ nhạy của giá cổ phiếu.

Phân tích độ nhạy	g	WACC						
		8.98%	9.48%	9.98%	10.48%	10.98%	11.48%	11.98%
Giá cổ phần	2.5%	33,808	28,498	24,155	20,538	17,480	14,860	12,590
	3.0%	39,206	32,719	27,531	23,289	19,755	16,767	14,207
	3.5%	46,147	37,995	31,658	26,590	22,445	18,992	16,072
	4.0%	55,401	44,779	36,816	30,624	25,672	21,622	18,248
	4.5%	68,356	53,824	43,447	35,667	29,617	24,778	20,820
	5.0%	87,789	66,488	52,289	42,150	34,547	28,635	23,906
	5.5%	120,178	85,483	64,669	50,795	40,886	33,456	27,678
	6.0%	184,955	117,141	83,237	62,897	49,339	39,655	32,393
	6.5%	379,285	180,457	114,185	81,051	61,172	47,920	38,455
	7.0%	#DIV/0!	370,407	176,080	111,307	78,922	59,491	46,538
	7.5%	(398,038)	#DIV/0!	361,766	171,819	108,505	76,848	57,854



**HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC**

**Hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng, bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

**Phương pháp định giá:** Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
<b>MUA MẠNH</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
<b>NAM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

**KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

**PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN****Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: [duonglth@bsc.com.vn](mailto:duonglth@bsc.com.vn)**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: [longtt@bsc.com.vn](mailto:longtt@bsc.com.vn)**THÔNG TIN LIÊN HỆ****BSC Trụ sở chính**Tầng 10, 11 – Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: [www.bsc.com.vn](http://www.bsc.com.vn)**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Website: [www.facebook.com/BIDVSecurities](http://www.facebook.com/BIDVSecurities)

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.