

TỔNG CTCP VẬN TẢI DẦU KHÍ (PVT)

Ngày 8 tháng 5 năm 2015

BÁO CÁO CẬP NHẬT: MUA



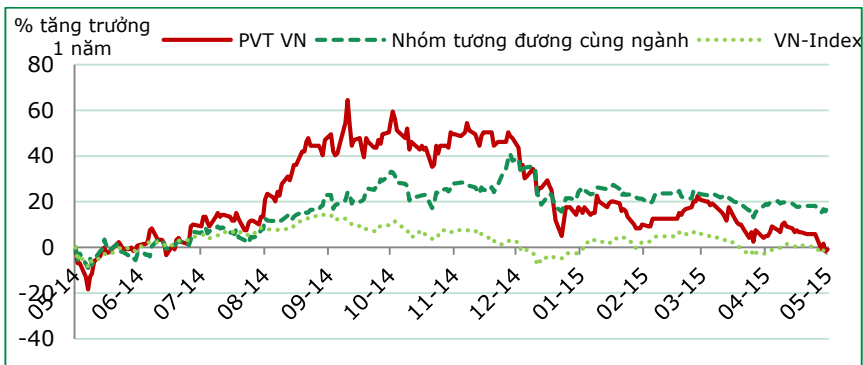
Giá hiện tại (7/5/2015)	đồng	11.800
Giá mục tiêu	đồng	15.000
Khuyến nghị ngắn hạn	Năm giữ	
Ngưỡng kháng cự trung hạn	13.500	
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	10.000	
Mã Bloomberg: PVT VN	Sàn giao dịch:	HSX
Ngành:	Vận tải biển	
Bê ta	1,17	
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	19.600 / 10.700	
Số lượng cổ phiếu (triệu)	256	
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.019,1	
KLGDBQ 12 tháng	1.290.836	
Sở hữu nước ngoài (%)	5,5%	
Năm	Lợi suất cổ tức	EPS (đồng)
2016 VPBS dự báo	0%	1.005
2015 VPBS dự báo	0%	861
2014	0%	1.333
2013	0%	1.029
2012	0%	470
	2010-15 CAGR	2015E (tỷ đồng)
Doanh thu	8,3%	5.270,7
EBITDA	4,4%	834,3
Lãi ròng	24,0%	220,2
Năm 2014	PVT	Nhóm tương đương cùng ngành VNI
P/E	8,9x	8,2x
P/B	1,0x	0,7x
Nợ vay/VCSH	123,5%	65,6%
Biên lãi ròng	6,5%	3,8%
ROE	11,5%	10,5%
ROA	3,6%	5,4%

Giới thiệu công ty:

PVT được thành lập vào năm 2002, và là một đơn vị quốc doanh, niêm yết trên Sàn Chứng khoán Hồ Chí Minh vào năm 2007.

Các ngành kinh doanh của công ty bao gồm: vận tải (chiếm 47% doanh thu năm 2014), dịch vụ kho nổi (3%), thương mại (40%) và hoạt động khác (10%).

Kết quả kiểm toán năm 2014: Tổng tài sản: 9.350 tỷ đồng; Doanh thu thuần hợp nhất: 5.268 tỷ đồng; Lãi ròng 341 tỷ đồng.



Mặc dù điều chỉnh giảm giá mục tiêu chủ yếu do giá dầu sụt giảm, chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA dài hạn đối với cổ phiếu của Tổng CTCP Vận tải Dầu khí (PVT) dựa trên các luận điểm sau:

- ❖ **Cổ phiếu đã giảm giá mạnh trong thời gian gần đây về mức giá hấp dẫn:** Giá cổ phiếu PVT đã giảm mạnh trong tháng 11 và 12 năm 2014, đi cùng với sự sụt giảm của giá dầu. Kết quả là, trong 12 tháng qua, giá cổ phiếu PVT giảm nhẹ 0,9% trong khi nhóm tương đương cùng ngành tăng 17,7% mặc dù chỉ số ROE và biên lãi ròng của PVT cao hơn.
- ❖ **Giá dầu phục hồi sẽ giúp doanh thu tăng trưởng:** Chúng tôi kỳ vọng giá dầu thô sẽ phục hồi từ năm 2016 trở đi, giúp hạn chế áp lực giảm giá cước đến từ các khách hàng chính của PVT cho các tuyến nội địa. Thêm vào đó, tàu LPG và tàu hàng khô mới sẽ giúp doanh thu năm 2016 tăng 12% so với năm trước.
- ❖ **Rủi ro đầu tư đáng kể khi giá dầu giảm:** Giá dầu ở mức thấp sẽ ảnh hưởng đến doanh thu, và trực tiếp hơn là đến tâm lý của nhà đầu tư đối với cổ phiếu. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên giá dầu thô từ 50 USD đến 70 USD/thùng. Giá dầu thô xuống dưới 40 USD/thùng sẽ tạo ra rủi ro cổ phiếu không thể đạt được mức giá mục tiêu mà chúng tôi đưa ra.
- ❖ **Dự án mới đang theo kịp tiến độ và sẽ đẩy mạnh doanh thu từ năm 2018:** Dự án nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đang có tiến độ xây dựng đúng với kế hoạch. Chúng tôi kỳ vọng rằng tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận mảng vận tải sẽ tăng mạnh từ năm 2018 trở đi.
- ❖ **Kỳ vọng lợi nhuận hoạt động kinh doanh tăng trưởng mạnh:** Trong năm 2015, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ giảm chủ yếu do không có khoản lợi nhuận thanh lý như năm 2014. Tuy nhiên, lợi nhuận hoạt động kinh doanh được dự phóng sẽ tăng dần đều từ năm 2014 đến năm 2017 và tăng nhanh khi dự án Nghi Sơn đi vào hoạt động.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo này.

NỘI DUNG

KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2014	3
Mảng vận tải – áp lực giảm giá từ các khách hàng chính	4
Dịch vụ FSO và FPSO: tàu mới hoạt động từ tháng 5/2015.....	6
CÁC GIẢ ĐỊNH DỰ PHÓNG	7
ĐỊNH GIÁ	8
Mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF)	8
Phương pháp định giá dựa theo thị trường.....	8
PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY	9
PHÂN TÍCH KỸ THUẬT	10
PHỤ LỤC 1 – DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU GẦN ĐÂY.....	11
PHỤ LỤC 2 – VPBS DỰ PHÓNG.....	12

KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2014

Công ty ghi nhận kết quả kinh doanh ấn tượng trong năm 2014.

Trong năm 2014, PVT ghi nhận kết quả kinh doanh khá ấn tượng với mức doanh thu và lợi nhuận cao nhất kể từ khi thành lập đến nay. Doanh thu thuần hợp nhất đạt 5.267,6 tỷ đồng, tăng 6,2% so với năm trước. Mảng vận tải vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong doanh thu (47%), theo sau là mảng thương mại (40%), hoạt động khác (10%), và dịch vụ kho nổi FSO (3%).

Biên lợi nhuận gộp giảm từ 11,3% trong năm 2013 xuống còn 10,4% trong năm 2014 do biên lợi nhuận gộp của mảng vận tải giảm 3 điểm phần trăm. Mảng vận tải đóng góp nhiều nhất vào lợi nhuận gộp (86%), theo sau là mảng dịch vụ FSO (5%), hoạt động khác (5%), và thương mại (3%).

Lợi nhuận ròng đạt 341,1 tỷ đồng, tăng mạnh 42,5% so với năm trước. Tốc độ tăng nhanh này phần lớn đến từ lợi nhuận thanh lý tàu FSO Kamari trong quý 3 năm 2014, tương ứng với 20% lợi nhuận ròng. Nếu loại trừ khoản lợi nhuận thanh lý này thì lợi nhuận ròng năm 2014 tăng 16,6% so với năm trước, cho thấy hoạt động kinh doanh của công ty vẫn có sự tăng trưởng.

Kết quả kinh doanh này khả quan hơn so với dự phóng của chúng tôi trong báo cáo lần đầu phát hành ngày 26 tháng 11 năm 2014. Cụ thể, doanh thu hợp nhất của PVT vượt 9% so với dự phóng của chúng tôi do doanh thu từ các mảng hoạt động khác (dịch vụ hải quan, logistics, cho thuê xe, v.v.) tăng mạnh. Lợi nhuận ròng của PVT cao hơn dự phóng của chúng tôi 23% nhờ mảng vận tải có biên lợi nhuận gộp cao hơn.

Kế hoạch kinh doanh cho năm 2015 của công ty khá thận trọng và dựa trên giả định giá dầu thô ở mức 100 USD/thùng.

Trong cuộc họp Đại hội cổ đông vừa qua, các cổ đông của công ty đã thông qua kế hoạch kinh doanh năm 2015 với các chỉ tiêu khá thận trọng do PVT dự báo sẽ phát sinh nhiều khó khăn trong môi trường kinh doanh:

- Áp lực giảm giá từ các khách hàng chính do giá dầu thô ở mức thấp
- Hai tàu dầu thô (Athena và Mercury) sẽ lên đà trong quý 2 và quý 3 năm 2015, dẫn đến doanh thu và lợi nhuận sụt giảm
- Không còn khoản lợi nhuận đột biến từ thanh lý tài sản

Chúng tôi nhận thấy PVT cũng như các công ty khác trong Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PetroVietnam) đều xây dựng kế hoạch kinh doanh dựa trên giả định giá dầu thô ở mức 100 USD/thùng, cao hơn rất nhiều so với giá dầu thô hiện tại (khoảng 50 USD đến 60 USD/thùng). Do đó, trong trường hợp giá dầu giảm xuống mức dưới 30 USD/thùng, chúng tôi tin rằng doanh thu và lợi nhuận của công ty sẽ bị ảnh hưởng nặng nề do yêu cầu giảm chi phí từ các khách hàng chính (PVGas, PVOil).

Kết quả kinh doanh 2014

tỷ đồng	2013	2014	% so với năm trước	Kế hoạch 2014	% so với kế hoạch	VPBS dự phóng	% so với VPBS dự phóng	Kế hoạch 2015	2015 VPBS dự phóng
Doanh thu thuần	4.961	5.268	6%	4.675	113%	4.814	109%	5.085	5.271
Vận tải	2.355	2.491	6%			2.432	102%		2.228
FSO/FPSO (*)	226	147	-35%			447	33%		419
Thương mại	1.755	2.112	20%			1.834	115%		2.323
Khác	624	518	-17%			100	518%		300
Lợi nhuận gộp	559	549	-2%			502	109%		553
Vận tải	481	432	-10%			316	137%		334
FSO/FPSO (*)	30	57	92%			89	64%		88
Thương mại	19	2	-88%			92	2%		116
Khác	30	57	90%			5	1144%		15
Lợi nhuận sau thuế	314	402	28%	136	296%	362	111%	191	260
Lãi ròng loại trừ lợi nhuận khác	235	274	17%			206	133%		208
Lãi ròng	239	341	43%			277	123%		220

Ghi chú: (*) số liệu kiểm toán năm 2014 của dịch vụ FSO không bao gồm dịch vụ FPSO và giá trị công cụ và dụng cụ cho 2 tàu FSO và FPSO. Nguồn: Dữ liệu công ty, VPBS

Mảng vận tải – áp lực giảm giá từ các khách hàng chính

Vận tải dầu khí: ảnh hưởng bởi xu hướng giảm giá của dầu thô

Hoạt động kinh doanh chính của PVT là vận chuyển dầu thô và sản phẩm dầu khí. Trong năm 2014, doanh thu mảng này đạt 2.490,6 tỷ đồng, tăng 5,7% so với năm trước, gần sát với dự phóng của chúng tôi. Biên lợi nhuận gộp của mảng này giảm 3% từ 20,4% trong năm 2013 xuống 17,4%, cao hơn nhiều so với mức dự phóng của chúng tôi 13%, dẫn đến lợi nhuận gộp của mảng này cao hơn dự phóng của chúng tôi.

Xu hướng giảm giá của dầu thô dẫn đến áp lực giảm giá của các khách hàng nội địa chính. Tuy nhiên, cước phí vận tải biển trên thị trường quốc tế không bị ảnh hưởng.

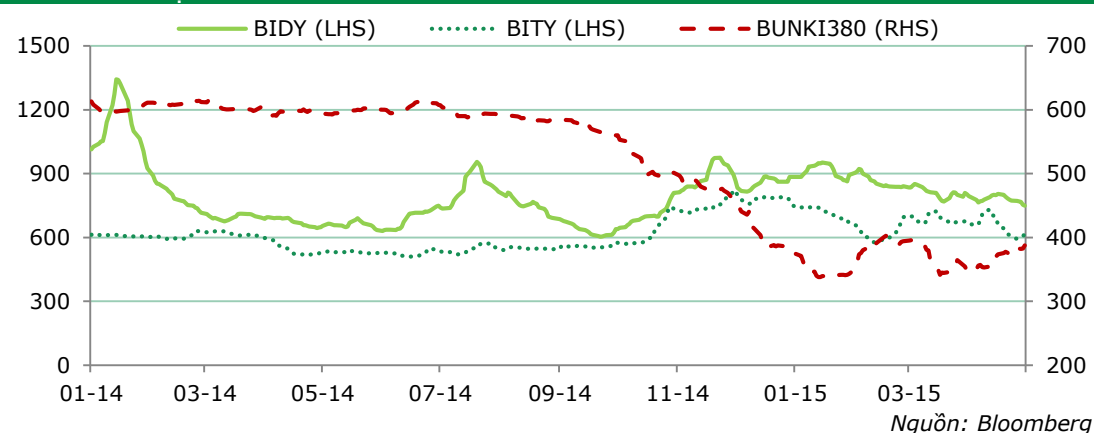
Kể từ tháng 8 năm 2014, giá dầu thô trải qua xu hướng giảm mạnh. Tại ngày 7 tháng 5 năm 2015, giá dầu thô WTI là 58.94 USD/thùng, giảm 41,5% so với cùng kỳ năm trước. Sự giảm giá này ảnh hưởng xấu đến ngành công nghiệp dầu khí toàn cầu nói chung và Việt Nam nói riêng. Trong bối cảnh giá dầu ở mức thấp, công ty phải đối mặt với áp lực giảm giá từ các khách hàng chính của mình là PetroVietnam và các công ty con (PVOil và PVGas). Các khách hàng này muốn giảm phí dịch vụ của PVT để tiết kiệm chi phí vận chuyển mặc dù các tàu của PVT đều được thuê định hạn, có nghĩa là theo lý thuyết không chịu ảnh hưởng bởi xu hướng giảm giá của dầu thô. Tuy nhiên, sự tác động của giá dầu lên kết quả kinh doanh của công ty không diễn ra tức thì mà có độ lệch về thời gian. Đối với PVT, độ trễ này là 1 quý, có nghĩa là kết quả kinh doanh quý 1 năm 2015 sẽ phản ánh sự ảnh hưởng của giá dầu giảm.

Theo chiều hướng trái ngược, ban lãnh đạo cho biết Nhà máy Lọc dầu Dung Quất được hưởng lợi từ chi phí nguyên vật liệu thấp, nên đã tăng nhu cầu vận chuyển để tối đa hoá lợi nhuận, kéo theo hiệu suất sử dụng của các tàu dầu thô của PVT tăng lên. Yếu tố này giúp giảm mức ảnh hưởng của áp lực giảm cước phí lên kết quả kinh doanh quý 1 năm 2015 của PVT.

Về cơ cấu vận tải, vận tải quốc tế chiếm từ 15% đến 20% doanh thu vận tải. Trong năm 2014, công ty thường xuyên duy trì từ 5 đến 6 tàu chạy tuyến quốc tế ở các khu vực Trung Đông, Hàn Quốc, v.v. với hiệu suất sử dụng cao hơn từ 20% đến 30% so với các tàu chạy tuyến nội địa. Trong năm 2015, công ty đặt mục tiêu duy trì tỷ trọng này.

Đối với thị trường quốc tế, để tận dụng cơ hội từ giá dầu thấp, các quốc gia Châu Á, đặc biệt là Trung Quốc và Nhật Bản đã tăng đáng kể nhu cầu vận chuyển và dự trữ dầu thô, dẫn đến cước phí tăng lên. Theo như biểu đồ bên dưới, các chỉ số về cước tàu như chỉ số tàu dầu thô Baltic Dirty Tanker Index (BIDY Index – Bloomberg) và chỉ số tàu dầu sản phẩm Baltic Clean Tanker Index (BITY Index – Bloomberg) có xu hướng duy trì và tăng lên trong khi chi phí nhiên liệu của tàu (BUNKI380 – Bloomberg) giảm tương ứng với giá dầu thô. Chúng tôi kỳ vọng cước phí vận tải quốc tế sẽ tăng dần do sự gia tăng nhu cầu vận chuyển của các nước Châu Á. Do đó, doanh thu PVT từ các tàu hoạt động tuyến quốc tế sẽ được duy trì và thậm chí sẽ tăng trưởng hơn năm 2014. Điều này giúp hạn chế mức độ ảnh hưởng tiêu cực từ tuyến nội địa.

Các chỉ số vận tải



Do giá dầu giảm và hai tàu dầu thô phải sửa chữa, chúng tôi kỳ vọng trong năm 2015, doanh thu vận tải sẽ giảm 15,0% so với năm trước, ngược lại với dự phóng trước đó của chúng tôi là tăng 2,0% so với năm trước.

Vận tải than: doanh thu giảm do giá nhiên liệu giảm

Trong năm 2015, PVT sẽ chuyên chở 1 triệu tấn than cho Nhà máy Nhiệt điện Vũng Áng 1.

Theo như ban lãnh đạo công ty, sản lượng chuyên chở than của PVT trong năm 2014 chỉ đạt 500.000 tấn, tương ứng 10 chuyến tàu, do hoạt động của Nhà máy Nhiệt điện Vũng Áng 1 chưa ổn định. Trong trường hợp Nhà máy hoạt động hết công suất, lượng than tiêu thụ sẽ đạt khoảng 3 triệu tấn. Ban lãnh đạo công ty cũng cho biết có tới 3 đơn vị tham gia phụ trách chuyên chở than cho Nhà máy, trong đó PVT có sản lượng lớn nhất.

Trong năm 2015, PVT đã ký hợp đồng với Tập đoàn Than Khoáng sản Việt Nam (Vinacomin) để chuyên chở 1 triệu tấn trong tổng nhu cầu 1,8 triệu tấn của nhà máy. Điều này sát với dự phóng trước đó của chúng tôi về chỉ tiêu sản lượng. Tuy nhiên, chúng tôi giảm mức dự phóng doanh thu do giá dầu giảm mạnh vì PVT ký hợp đồng chuyển tuyến với Vinacomin.

PVT dự kiến mua 3 tàu chở LPG, dầu sản phẩm và hàng khô rời.

Mở rộng đội tàu: kế hoạch mua thêm 3 tàu mới

Trong năm 2015, công ty dự kiến chi đầu tư khá thấp, chỉ với 15,9 tỷ đồng, chủ yếu dùng để mua thiết bị cho PVT. Ngoài ra, PVT có kế hoạch mua thêm 3 tàu: 1 tàu chở LPG, 1 tàu dầu sản phẩm có tải trọng 13.000 DWT (tấn hàng hải), và 1 tàu chở hàng rời từ 20.000 DWT đến 30.000 DWT. Kế hoạch chi tiết chưa được công bố do giá dầu biến động khôn lường, ảnh hưởng trực tiếp tới thị trường tàu chứa. Chúng tôi tin rằng công ty sẽ không mua tàu LPG và dầu sản phẩm trong năm nay do nhu cầu đối với tàu dầu của các khách hàng của công ty đang giảm.

Đối với tàu hàng rời, trong nửa cuối năm 2015, với kỳ vọng Nhà máy Nhiệt điện Vũng Áng 1 hoạt động ổn định, nên thời gian mua tàu có thể diễn ra sớm hơn. Chúng tôi duy trì dự phóng trước đó là công ty sẽ đầu tư 65 tỷ đồng vào tàu mới vào cuối năm 2015.

Theo như ban lãnh đạo, việc xây dựng của dự án Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn đang theo kịp tiến độ và Nhà máy dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ năm 2017. PVT đang thương thảo để có quyền chuyên chở 1/3 lượng dầu vào (tương ứng 3 triệu tấn dầu thô 1 năm) từ Cô-oét về Nghi Sơn. Nhờ đó, sẽ có nhu cầu đầu tư 1 tàu VLCC (tàu chở dầu thô cỡ rất lớn) trong năm 2018 và chúng tôi duy trì dự phóng trước đó.

Taxi: nhượng quyền thương hiệu cho tài xế, ghi nhận lợi nhuận khác trong năm 2015

Công ty con của PVT là CTCP Dịch vụ Vận tải Dầu khí Cửu Long (PCT – HNX) sẽ thoái dần mảng taxi bằng việc nhượng quyền thương hiệu “Eco-taxi” cho các tài xế để tập trung vào hoạt động kinh doanh chính. Quy trình này sẽ hoàn tất trong năm 2015 và chậm nhất là năm 2016. Điều này sẽ giúp công ty ghi nhận lợi nhuận khác từ việc thanh lý khoảng từ 300 đến 400 xe taxi. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính khoản lợi nhuận không lớn vì các xe taxi này có giá trị thấp. Mảng taxi đóng góp rất nhỏ vào hoạt động chung của toàn công ty và ước tính đóng góp dưới 5% tổng lợi nhuận gộp của công ty.

Dịch vụ FSO và FPSO: tàu mới hoạt động từ tháng 5/2015

Doanh thu dịch vụ cho thuê kho nổi (FSO) ở mỏ Đại Hùng giảm 35% so với năm 2013 do giàn Đại Hùng tạm ngừng để sửa chữa và bảo trì từ tháng 8 năm 2014 đến tháng 5 năm 2015. Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh từ 13% năm 2013 lên 39% năm 2014.

Tàu PVT Đại Hùng Queen sẽ đi vào hoạt động trong tháng 5 năm 2015 và đóng góp doanh thu cho công ty.

Dự phóng trước của chúng tôi bao gồm doanh thu và lợi nhuận gộp từ dịch vụ quản lý và vận hành (O&M) cho mỏ Chim Sáo thông qua tàu FPSO Lewil Emas và dịch vụ cho tàu PVT Kamari, tức là doanh thu và lợi nhuận gộp của mảng này sẽ cao hơn rất nhiều so với số liệu kiểm toán.

Vào ngày 26 tháng 3 năm 2015, PVT nhận tàu FSO mới, mang tên PVT Đại Hùng Queen, thông qua dự án tàu hoán cải FSO 105.000 DWT thay thế cho tàu FSO Kamari cũ. Theo như ban lãnh đạo, công ty đã giải ngân 89 triệu USD cho dự án này tính đến cuối năm 2014, trong đó, công ty thanh toán 56,3 triệu USD cho Nhà máy Đóng tàu Dung Quất, tương ứng với 70% giá trị hợp đồng. Do đó,

giá trị hợp đồng con tàu vào khoảng 80,5 triệu USD. Tính đến phần lãi vay được vốn hoá và các chi phí hỗ trợ khác, chúng tôi ước tính giá trị tàu vào khoảng 100 triệu USD, cao hơn nhiều so với mức dự phóng cũ của chúng tôi. Do đó, chúng tôi điều chỉnh tăng chi phí đầu tư, chi phí khấu hao của tàu và nợ vay liên quan đến dự án này.

Chúng tôi duy trì dự phóng trước đó đối với doanh thu của mảng này (bao gồm dịch vụ FPSO) và lãi gộp (chưa tính đến chi phí khấu hao).

Ảnh hưởng tiêu cực của việc USD mạnh lên

Vào cuối năm 2014, theo như báo cáo kiểm toán, nợ ròng có gốc ngoại tệ USD là 3.202,4 tỷ đồng, chủ yếu là từ các khoản vay nợ dài hạn. Báo cáo cũng chỉ rõ nếu VNĐ giảm giá 3% so với USD thì lợi nhuận trước thuế của PVT sẽ giảm 96,1 tỷ đồng. Kể từ đầu năm đến nay thì VNĐ đã phá giá 2% so với USD và chúng tôi kỳ vọng sẽ phá giá thêm 1% nữa, từ đó tổng là 3% trong năm nay. Kết hợp với lịch trả các khoản nợ vay, chúng tôi ước tính công ty sẽ phải chịu khoản lỗ tỷ giá khoảng 70 tỷ đồng trong năm 2015.

Với giả định VNĐ phá giá 3% so với USD trong năm 2015, PVT sẽ chịu lỗ tỷ giá khoảng 70 tỷ đồng.

CÁC GIẢ ĐỊNH DỰ PHÓNG

Các giả định dự phóng chính của chúng tôi thay đổi như sau:

Trong vòng 5 năm tới, giá dầu sẽ biến động không lường trước được. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng nếu như không có rủi ro địa chính trị nào lớn hoặc một khủng hoảng kinh tế nào, giá dầu sẽ tăng dần. Trong năm 2015 và 2016, theo như dự phóng của Cơ quan Năng lượng Mỹ trong báo cáo "Triển vọng năng lượng 2015" phát hành vào ngày 14 tháng 4 năm 2015, giá dầu Brent dự kiến đạt 56 USD/thùng trong năm 2015 và tăng dần lên mức 76 USD/thùng trong năm 2018. Do đó, chúng tôi kỳ vọng rằng doanh thu vận tải sẽ giảm trong năm 2015 (dự phóng trước của chúng tôi: tăng 18% so với năm trước), và tăng trở lại từ năm 2016 trở đi.

Dự phóng tốc độ tăng trưởng của từng mảng kinh doanh

	2010	2011	2012	2013	2014	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f
Doanh thu (% so với năm trước)	83%	18%	7%	11%	6%	0%	12%	10%	16%	8%
Vận tải	65%	2%	-30%	31%	6%	-11%	13%	14%	27%	8%
FSO/FPSO (*)	193%	14%	7%	61%	-59%	185%	33%	1%	1%	2%
Thương mại	216%	48%	21%	23%	27%	10%	10%	10%	10%	10%
Khác	-16%	177%	311%	-47%	-10%	-42%	0%	0%	0%	0%
Biên lợi nhuận gộp (%)	10%	9%	10%	11%	10%	11%	11%	11%	11%	11%
Vận tải	12%	11%	16%	20%	17%	15%	15%	15%	15%	15%
FSO/FPSO (*)	13%	21%	22%	9%	39%	21%	22%	23%	24%	25%
Thương mại	3%	0%	1%	1%	0%	5%	5%	5%	5%	5%
Khác	16%	25%	10%	5%	11%	5%	5%	5%	5%	5%

Ghi chú: (*): số kiểm toán năm 2014 của dịch vụ FSO không bao gồm dịch vụ FPSO và giá trị công cụ dụng cụ cho 2 tàu FSO và FPSO. Nguồn: BCTC hợp nhất, VPBS dự phóng.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi áp dụng hai mô hình định giá bao gồm mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp định giá dựa trên thị trường (chỉ số P/E và EV/EBITDA) để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu PVT ở mức **15.000** đồng/cổ phiếu, thấp hơn giá mục tiêu trước đó của chúng tôi 19.700 đồng/cổ phiếu, chủ yếu do giá dầu giảm, dẫn đến áp lực giảm doanh thu và lợi nhuận của công ty.

Tuy nhiên chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA dài hạn dựa trên những luận điểm sau:

- *Giá trị nội tại cao từ phương pháp định giá DCF:* trong dài hạn, chúng tôi tin rằng giá dầu sẽ phục hồi vì đây là nguồn năng lượng thiết yếu cho sự phát triển kinh tế và nguồn cung có hạn. Với việc mở rộng và thành lập nhiều dự án nhà máy lọc dầu, triển vọng tăng trưởng của công ty vẫn còn nhiều.
- *Sự phản ứng quá đà của các nhà đầu tư do giá dầu giảm,* dẫn đến tình trạng hoảng loạn và bán tháo trên thị trường chứng khoán. Điều này đã kéo giá cổ phiếu PVT giảm mạnh mặc dù hoạt động kinh doanh của công ty vẫn ổn định.

Mô hình định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	(đồng/cp)
Chiết khấu dòng tiền	32.355	40%	12.942
P/E	6.860	30%	2.058
EV/EBITDA	6.746	30%	2.024
Giá trị hợp lý			15.000

Mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF)

Mô hình DCF của chúng tôi khuyến nghị giá mục tiêu cho 1 cổ phiếu PVT là **32.355** đồng/cổ phiếu.

Các yếu tố đầu vào cho mô hình DCF của chúng tôi như sau:

- *Lãi suất phi rủi ro* được lấy từ lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm, tương đương với 5,90%.
- *Phần bù rủi ro thị trường* là 8,56%.
- *Beta* của PVT được ước tính ở mức 1,17.
- *Chi phí vốn cổ phần* được ước tính là 15,92% theo mô hình định giá tài sản vốn (CAPM).
- *Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)* là 9%, thấp hơn mức 12% trong báo cáo lần đầu của chúng tôi.
- *Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn* của PVT là 5%.

Phương pháp định giá dựa theo thị trường

Trong năm 2015, do không có lợi nhuận đột biến từ thanh lý tài sản, lãi ròng của PVT kỳ vọng sẽ giảm 35% so với năm trước. Thêm vào đó, do tâm lý thị trường bị quan đối với giá dầu thô ở mức thấp dẫn đến các chỉ số so sánh thị trường cũng sụt giảm.

Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng khi giá dầu hình thành xu hướng tăng, tâm lý thị trường sẽ cải thiện, dẫn đến giá trị hợp lý của PVT cũng tăng.

Phương pháp	Chỉ số trung vị tương đối của nhóm tương đương cùng ngành	Chỉ số VN-Index hiện tại	Chỉ số mục tiêu của PVT	Giá trị hợp lý của PVT (đồng/cổ phiếu)
P/E	0,651x	P/E = 12,246x	8,0x	6.860
EV/EBITDA	0,654x	EV/EBITDA = 8,644x	5,7x	6.746

Nhóm tương đương cùng ngành

Tên công ty	Vốn hoá	2014							Chỉ số EV/EBITDA trượt	Chỉ số P/E trượt	Chỉ số P/B trượt	Chỉ số EV/EBITDA tương đối	Chỉ số P/E tương đối	Chỉ số P/B tương đối	
		Doanh thu		Lợi nhuận ròng		ROE	ROA								
		triệu USD	% tăng trưởng	triệu USD	% tăng trưởng										
Các công ty nước ngoài		Quốc gia													
Great Eastern Shipping Co Ltd/The 2GO Group Inc	Ấn Độ	824,4	505,0	-8%	95,1	-4%	9%	4%	4,8	9,3	0,8	0,4	0,5	0,3	
Pakistan International Container Ltd	Phi-líp-pin	350,0	325,0	3%	18,6	273%	15%	4%	11,5	30,3	4,2	0,8	1,4	1,4	
Renaissance Services SAOG	Pa-ki-xtan	282,2	78,5	0%	20,7	-7%	82%	31%	8,0	14,0	10,3	1,1	1,4	5,5	
Global Offshore Services Ltd	Ô-man	268,2	654,7	5%	45,0	53%	10%	2%	9,3	6,1	0,6	1,3	0,7	0,4	
Pelayaran Tempuran Emas Tbk PT	Ấn Độ	211,1	58,2	37%	6,3	-34%	10%	3%	13,2	34,9	3,5	1,1	1,8	1,2	
Shin Yang Shipping Corp Bhd	In-đô-nê-xi-a	171,4	142,3	7%	17,1	151%	47%	12%	6,1	10,8	4,2	0,5	0,5	1,7	
Wintermar Offshore Marine Tbk PT	Ma-lai-xi-a	160,5	350,6	22%	2,3	119%	1%	1%	7,9	35,0	0,5	0,8	2,1	0,2	
Pakistan National Shipping Corp	In-đô-nê-xi-a	142,6	176,9	-5%	21,7	-20%	11%	5%	4,3	6,4	0,7	0,4	0,3	0,3	
Samudera Indonesia Tbk PT	Pa-ki-xtan	140,2	153,0	21%	20,9	2%	8%	6%	5,8	7,8	0,6	0,8	0,8	0,3	
Mitrabahera Segara Sejati Tbk PT	In-đô-nê-xi-a	124,5	510,3	-5%	16,1	120%	8%	3%	5,2	6,5	0,6	0,5	0,3	0,2	
Mercator Ltd	In-đô-nê-xi-a	103,2	135,3	-10%	20,1	-47%	8%	6%	2,8	6,9	0,4	0,2	0,3	0,2	
	Ấn Độ	62,0	572,7	-17%	5,3	n/m	1%	0%	6,4	12,4	0,2	0,5	0,6	0,1	
Trung bình		236,7	305,2	4%	24,1	55%	18%	6%	7,1	15,0	2,2	0,7	0,9	1,0	
Trung vị		165,9	251,0	1%	19,4	2%	9%	4%	6,2	10,0	0,6	0,7	0,7	0,3	
Các công ty trong nước		Sàn giao dịch													
CTCP Vận tải Xăng dầu VIPCO	HSX	33,4	32,7	-12%	10,4	57%	22%	12%	3,7	2,8	0,7	0,4	0,2	0,4	
CTCP Vận tải Xăng dầu VITACO	HSX	25,8	72,0	-3%	2,5	16%	5%	2%	3,5	10,8	0,5	0,4	0,9	0,3	
CTCP Vận tải Sản phẩm khí quốc tế	HSX	18,4	44,2	7%	1,5	-32%	9%	5%	3,2	11,6	1,1	0,4	0,9	0,6	
CTCP Vận tải Xăng dầu Đường thuỷ Petrolimex	HSX	4,4	17,5	4%	0,7	35%	12%	6%	4,1	5,6	0,8	0,5	0,5	0,4	
Trung bình		20,5	41,6	-1%	3,8	19%	12%	6%	3,6	7,7	0,8	0,4	0,6	0,4	
Trung vị		22,1	38,5	0%	2,0	25%	11%	5%	3,6	8,2	0,7	0,4	0,7	0,4	
Tổng CTCP Vận tải Dầu khí	HSX	139,3	245,0	6%	15,9	43%	11%	4%	8,0	8,9	1,0	0,9	0,7	0,6	

Dữ liệu tại ngày 07/05/2015. Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, VPBS dự phóng

PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY

Độ nhạy của giá cổ phiếu PVT do sự thay đổi của WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn

		WACC						
		10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	4%	44.000	32.200	25.100	20.300	17.000	14.500	12.500
	5%	32.700	25.500	20.700	17.300	14.700	12.700	11.100
	6%	26.000	21.100	17.600	15.000	13.000	11.400	10.000
	7%	21.500	17.900	15.300	13.200	11.600	10.200	9.100
	8%	18.300	15.600	13.500	11.800	10.400	9.300	8.300

Độ nhạy của giá cổ phiếu PVT do sự thay đổi của tốc độ tăng trưởng mảng doanh thu vận tải dầu khí và biên lãi gộp của mảng vận tải

Tốc độ tăng trưởng doanh thu mảng vận tải dầu khí năm 2015

		-45%	-35%	-25%	-15%	-5%	5%	15%
Biên lợi nhuận gộp của mảng vận tải	6%	6.600	6.500	6.400	6.200	6.100	6.000	5.900
	9%	8.600	8.700	8.900	9.100	9.300	9.500	9.700
	12%	10.600	11.100	11.600	12.100	12.500	13.000	13.500
	15%	12.600	13.400	14.200	15.000	15.800	16.600	17.400
	18%	14.700	15.800	16.900	18.000	19.000	20.100	21.200
	21%	16.700	18.100	19.500	20.900	22.300	23.700	25.100
	24%	18.800	20.500	22.200	23.900	25.600	27.200	28.900

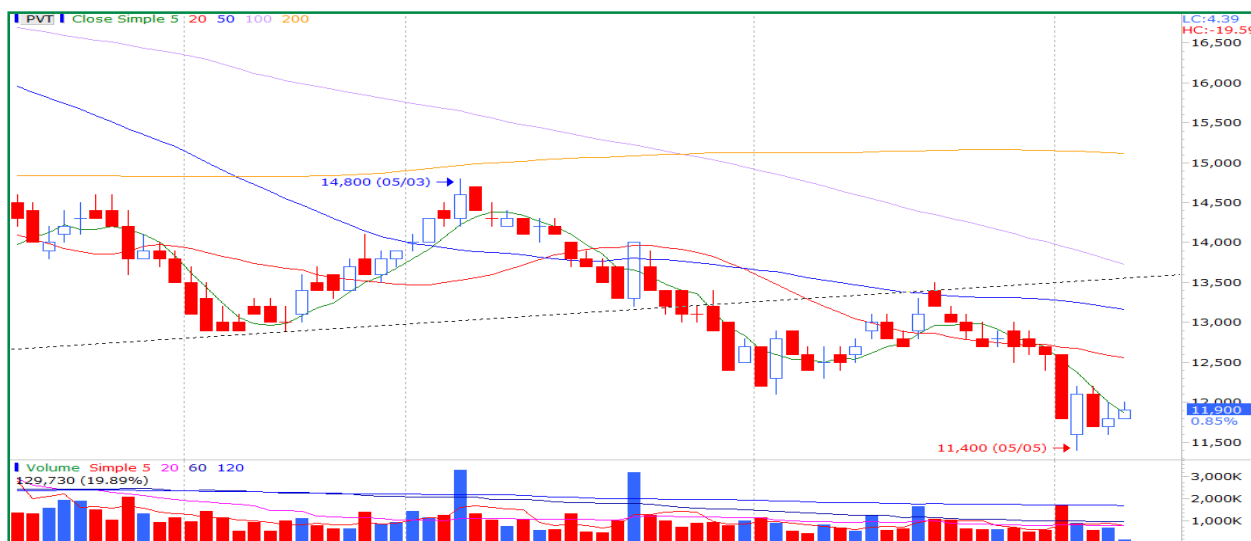
PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Cổ phiếu PVT rơi vào xu hướng giảm giá từ khi phá vỡ ngưỡng hỗ trợ của đường MA100 ngày vào tháng 12 năm ngoái. Hiện tại, cổ phiếu PVT đang giao dịch ở phía dưới tất cả các đường trung bình động MA10, 20, 50 hay 100 ngày.

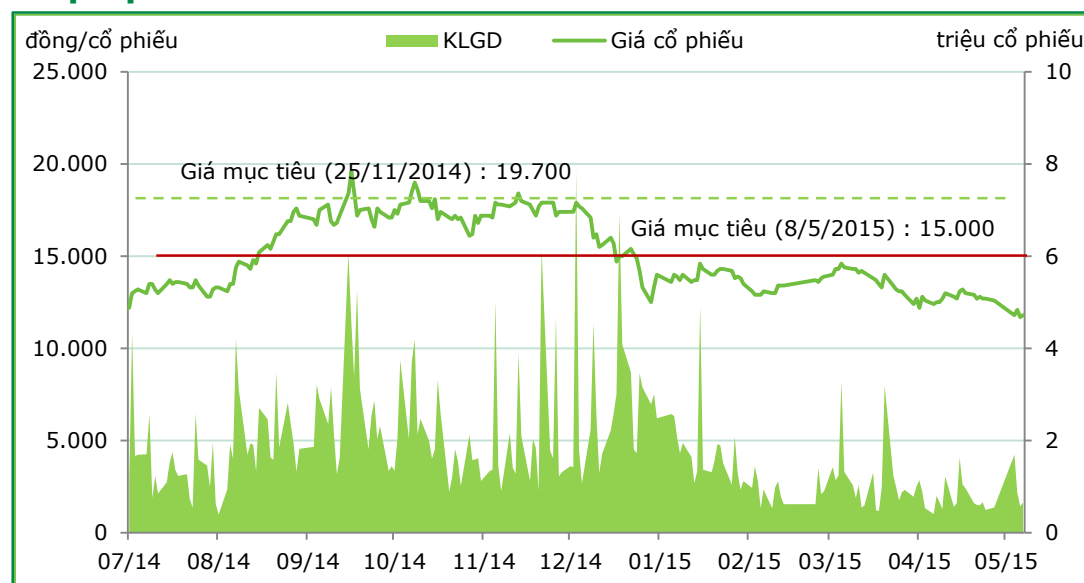
Tuy nhiên, mức giá hiện tại của PVT khá gần với vùng đáy thấp nhất trong hơn 1 năm qua tại mức từ 10.000 đến 11.000 đồng/cổ phiếu. Ngưỡng hỗ trợ này có thể sẽ giúp thúc đẩy lực cầu tại vùng giá thấp.

Do đó, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với PVT ở thời điểm hiện tại.

Tại ngày 7/5/2015	PVT (đồng/cổ phiếu)
Thời gian phân tích	Từ 3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	14.800
Giá thấp nhất trong 3 tháng	11.400
Đường MA 50 ngày	13.000
Đường MA 100 ngày	13.500
Kháng cự trung hạn	13.500
Hỗ trợ trung hạn	10.000
Khuyến nghị	GIỮ



PHỤ LỤC 1 – DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU GẦN ĐÂY



Trong Báo cáo lần đầu phát hành vào ngày 26/11/2014, cổ phiếu PVT đang được giao dịch với mức giá 17.900 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi đã đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** dài hạn với mức giá mục tiêu 19.700 đồng/cổ phiếu, cao hơn 10% so với giá đóng cửa ngày hôm đó. Tuy nhiên, tại ngày 11/12/2014, giá cổ phiếu rớt xuống mức 15.500 đồng/cổ phiếu, thấp hơn 27% so với giá mục tiêu dài hạn của chúng tôi nên chúng tôi đã thay đổi khuyến nghị sang **MUA**.

Giá cổ phiếu sau đó tiếp tục đi xuống do tác động tiêu cực từ xu hướng giảm giá của dầu thô. Giá mục tiêu mới của chúng tôi là 15.000 đồng/cổ phiếu, cao hơn 27% so với giá đóng cửa ngày 7/5/2015 là 11.800 đồng/cổ phiếu.

PHỤ LỤC 2 – VPBS DỰ PHÓNG

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)	2011A	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Vận tải	2.561	1.796	2.355	2.491	2.228	2.513	2.858	3.617	3.921
FSO	210	225	362	147	419	558	564	573	581
Thương mại	1.122	1.353	1.667	2.112	2.323	2.556	2.811	3.092	3.402
Khác	264	1.087	577	518	300	300	300	300	300
Doanh thu	4.157	4.461	4.961	5.268	5.271	5.926	6.534	7.582	8.204
% tăng trưởng	17,6%	7,3%	11,2%	6,2%	0,1%	12,4%	10,3%	16,0%	8,2%
Giá vốn hàng bán	3.357	3.633	4.034	4.322	4.246	4.770	5.305	6.216	6.696
Lợi nhuận gộp (loại trừ chi phí khấu hao)	801	827	927	946	1.025	1.156	1.228	1.366	1.508
Chi phí bán hàng	3	9	11	6	6	7	7	8	9
Chi phí quản lý doanh nghiệp	135	239	176	190	184	207	229	265	287
Tổng CPBH và CPQLDN	138	248	188	195	190	214	236	274	296
EBITDA	663	579	739	751	834	942	992	1.093	1.212
Khấu hao	407	366	368	397	471	514	514	517	589
EBIT	256	213	372	353	363	428	478	576	622
Doanh thu tài chính	252	158	164	159	108	110	119	166	160
Chi phí tài chính	472	504	178	146	194	218	235	252	232
Lợi nhuận khác	17	152	16	91	16	16	16	16	16
Lợi nhuận từ công ty liên doanh	13	15	22	28	31	34	38	42	46
EBT	66	33	396	486	324	370	416	547	612
Thuế	22	26	82	84	64	67	76	101	113
Thuế suất hiệu dụng	34,1%	77,2%	20,7%	17,2%	19,9%	18,1%	18,2%	18,5%	18,5%
Lợi nhuận sau thuế	43	8	314	402	260	303	340	446	499
Lợi ích của cổ đông thiểu số	18	(102)	74	61	39	46	52	68	76
LNST cổ đông công ty mẹ	25	109	239	341	220	257	289	379	423
Biên LN ròng	0,6%	2,5%	4,8%	6,5%	4,2%	4,3%	4,4%	5,0%	5,2%
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	109	470	1.029	1.333	861	1.005	1.129	1.480	1.655

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2011A	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Tiền và các khoản tương đương tiền	820	1.089	1.995	1.719	1.753	1.935	2.880	2.761	2.923
Các khoản đầu tư ngắn hạn	472	142	577	678	678	678	678	678	678
Các khoản phải thu	1.479	1.881	665	646	647	807	796	1.064	948
Hàng tồn kho	94	83	111	103	111	129	135	170	160
Tài sản ngắn hạn khác	55	32	97	112	112	126	139	190	238
Tài sản ngắn hạn	2.920	3.228	3.445	3.258	3.300	3.674	4.627	4.863	4.947
Tài sản cố định	4.749	4.159	5.597	5.599	5.883	5.384	5.325	5.923	6.009
Các khoản đầu tư dài hạn	153	345	357	378	428	478	528	578	628
Tài sản dài hạn khác	204	198	147	114	114	128	131	190	226
	3	2	1	1	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn	5.109	4.704	6.102	6.092	6.425	5.991	5.984	6.691	6.863
Tổng tài sản	8.029	7.932	9.548	9.350	9.726	9.665	10.611	11.554	11.810
Các khoản phải trả	448	414	649	502	649	640	779	863	914
Vay nợ ngắn hạn	785	944	812	629	630	708	781	758	820
Nợ ngắn hạn khác	277	238	359	390	391	439	484	562	574
Nợ ngắn hạn	1.510	1.596	1.820	1.522	1.669	1.787	2.044	2.183	2.309
Vay nợ dài hạn	3.517	3.006	3.491	3.238	3.185	2.678	2.998	3.317	2.907
Nợ dài hạn khác	5	17	614	617	617	617	617	617	617
Nợ dài hạn	3.522	3.023	4.105	3.856	3.803	3.295	3.615	3.935	3.524
Nợ phải trả	5.033	4.619	5.925	5.378	5.472	5.083	5.659	6.118	5.833
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	2.326	2.326	2.326	2.559	2.559	2.559	2.559	2.559	2.559
Lợi nhuận chưa phân phối	45	106	286	426	647	904	1.193	1.571	1.995
Vốn chủ sở hữu	2.274	2.590	2.819	3.131	3.373	3.656	3.974	4.390	4.856
Lợi ích cổ đông thiểu số	722	723	804	842	881	927	979	1.046	1.122
Tổng nguồn vốn	8.029	7.932	9.548	9.350	9.726	9.665	10.611	11.554	11.810

BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2011A	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	166	53	2.734	672	829	605	976	644	1.117
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(507)	362	(2.252)	(520)	(804)	(65)	(505)	(1.165)	(725)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	62	(146)	424	(427)	9	(358)	473	403	(231)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(279)	269	906	(276)	34	182	944	(118)	162
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1.098	820	1.089	1.995	1.719	1.753	1.935	2.880	2.761
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	820	1.089	1.995	1.719	1.753	1.935	2.880	2.761	2.923
Dòng tiền tự do	150	1.005	1.044	557	147	699	644	(335)	562

Phân tích các chỉ số	2011A	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2018F
Chỉ số định giá									
Chỉ số P/E	108,3	25,1	11,5	8,9	13,7	11,7	10,5	8,0	7,1
EV / EBIT	23,5	28,2	16,2	17,0	16,6	14,0	12,6	10,4	9,7
EV / EBITDA	9,1	10,4	8,1	8,0	7,2	6,4	6,1	5,5	5,0
Chỉ số P/S	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
Chỉ số P/B	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6
Lợi suất cổ tức	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Chỉ số sinh lời									
Biên LN gộp (loại trừ chi phí khấu hao)	19,3%	18,5%	18,7%	18,0%	19,4%	19,5%	18,8%	18,0%	18,4%
Biên EBITDA	15,9%	13,0%	14,9%	14,2%	15,8%	15,9%	15,2%	14,4%	14,8%
Biên LN hoạt động	6,2%	4,8%	7,5%	6,7%	6,9%	7,2%	7,3%	7,6%	7,6%
Biên LN ròng	0,6%	2,5%	4,8%	6,5%	4,2%	4,3%	4,4%	5,0%	5,2%
Tỷ số LN/tổng tài sản	0,3%	1,4%	2,7%	3,6%	2,3%	2,7%	2,8%	3,4%	3,6%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	1,1%	4,5%	8,9%	11,5%	6,8%	7,3%	7,6%	9,1%	9,2%
Chỉ số đòn bẩy									
Tỷ số thanh toán lãi vay (EBIT/I)	1,5x	1,6x	3,3x	3,7x	4,1x	3,2x	3,2x	3,4x	4,2x
Tỷ số thanh toán lãi vay và chi phí đầu tư từ EBITDA (EBITDA / (I + capex))	0,8x	2,4x	4,9x	2,6x	1,0x	6,4x	1,6x	0,9x	1,5x
Tỷ số nợ vay/tổng nguồn vốn	65,4%	60,4%	60,4%	55,3%	53,1%	48,1%	48,7%	48,1%	43,4%
Tỷ số nợ vay/vốn chủ sở hữu	189,2%	152,5%	152,7%	123,5%	113,1%	92,6%	95,1%	92,8%	76,8%
Chỉ số thanh khoản									
Hệ số vòng quay tài sản	0,5x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,7x	0,7x
Hệ số vòng quay các khoản phải thu (ngày)	109,0	137,5	93,7	45,4	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8
Hệ số vòng quay các khoản phải trả (ngày)	36,9	39,4	44,1	44,5	44,5	44,5	44,5	44,5	44,5
Hệ số vòng quay hàng tồn kho (ngày)	10,0	8,1	8,1	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
Hệ số thanh toán hiện hành	1,9x	2,0x	1,9x	2,1x	2,0x	2,1x	2,3x	2,2x	2,1x
Hệ số thanh toán nhanh	1,8x	1,9x	1,8x	2,0x	1,8x	1,9x	2,1x	2,1x	2,0x

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

Lưu Bích Hồng

Giám đốc - Phân tích cơ bản
honglb@vpbs.com.vn

Nguyễn Thị Quỳnh Trang

Chuyên viên phân tích
trangntq@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
& Nhà đầu tư Nước ngoài
marcdjandji@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 158

Lý Đức 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, lượng và thường 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 có 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 vốn 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 và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. 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 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