

NAF [KHÔNG ĐÁNH GIÁ] - Doanh nghiệp xuất khẩu chanh leo hàng đầu Châu Á

Đặng Văn Pháp
Chuyên viên cao cấp

07/10/ 2015

Các chỉ số chính

Sở hữu của khối ngoại	0,0%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	30,0 triệu
Số CP pha loãng hoàn toàn	30,0 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	NA
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	NA

Cơ cấu cổ đông

Chủ tịch & TGD	25,0%
Phó TGD	4,8%
Khác	70,2%

Sơ lược công ty

Nafoods là nhà xuất khẩu nước ép chanh leo cô đặc hàng đầu trên thế giới. Ngoài sản phẩm chính, NAF còn chế biến và xuất khẩu trái cây đông lạnh (IQF), rau IQF và quả Gấc. Sở hữu chuỗi liên kết giá trị hoàn chỉnh đối với chanh leo, NAF đang chủ động mở rộng nguồn nguyên liệu thô để tận dụng cơ hội từ các FTA đã ký kết hoặc trong tương lai

CTCP Nafoods Group (NAF), Trồng trọt và chế biến rau quả

Giá: VND 23.000

Giá mục tiêu: NA

TL tăng: NA

Giá trị vốn hóa: 31 tr USD

GTGD/ngày: NA

Room NN: 49%

Các chỉ số chính	2012A	2013A	2014A	2015G
Doanh thu (tỷ đồng)	6	147	292	530
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS %	-75,0%	1,0%	6,4%	10,6%
Tăng trưởng doanh thu	NA	2.306,7%	98,2%	81,5%
Tăng trưởng LN trước thuế	NA	NA	NA	NA
Tăng trưởng EPS (*)	NA	NA	1211,1%	-49,0%
PER theo giá niêm yết	NA	64,8	4,9	9,7
PBR theo giá niêm yết	4,7	2,7	2,0	2,0
ROE	-23,5%	5,3%	24,6%	24,2%
Lợi suất cổ tức theo giá niêm yết	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nợ ròng / Vốn CSH	38,1%	46,9%	-2,4%	-17,6%

Ghi chú: (*) Tăng trưởng EPS được tính dựa trên lợi nhuận được điều chỉnh, không tính thu nhập bất thường và có khấu trừ khoản trích vào quỹ khen thưởng và phúc lợi (Thông tư 200). NAF không có quỹ khen thưởng và phúc lợi.

*** CTCP Nafoods Group (NAF) là công ty xuất khẩu chanh leo hàng đầu Châu Á và là nhà xuất khẩu quả Gấc hàng đầu thế giới.**

*** Các hiệp định thương mại tự do sẽ củng cố vị thế cạnh tranh của NAF do giảm thuế nhập khẩu 7-10%.**

*** Các dự án mở rộng sẽ sớm được thực hiện để hỗ trợ cho mục tiêu tăng trưởng bao gồm tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) doanh thu 11% và lợi nhuận ròng sau thuế 26% trong giai đoạn 2015-2019.**

*** Bắt đầu từ năm 2015, NAF sẽ có doanh thu từ bán cây giống chanh leo được chính NAF tự phát triển, đây là nguồn doanh thu có biên lợi nhuận cao (Biên LN gộp 50-60%).**

*** Do NAF đã có hai đợt phát hành quyền diễn ra trong 12 tháng qua để huy động vốn cho các dự án mở rộng, mà các dự án này chỉ đóng góp lợi nhuận đáng kể từ năm 2017 trở đi, tăng trưởng EPS của NAF sẽ bị ảnh hưởng trong ngắn hạn. Vì vậy, trong thời gian một năm tới, định giá của NAF sẽ không thực sự hấp dẫn. Tuy nhiên, với tiềm năng tăng trưởng tốt, NAF có thể là một khoản đầu tư hấp dẫn đối với những nhà đầu tư dài hạn hơn. Đồng thời, có vẻ như NAF cũng có ý định sử dụng nguồn vốn nợ nhiều hơn để tối ưu hóa cơ cấu vốn của công ty.**

Lợi thế cạnh tranh sẵn có. NAF hưởng lợi từ điều kiện khí hậu và tự nhiên đặc thù tại Việt Nam, chi phí nhân công thấp và ủng hộ từ nhà nước, đặc biệt là đối với các dự án phát triển ở vùng sâu vùng xa, qua hai hình thức là miễn giảm thuế thu nhập doanh nghiệp và chi phí thuê đất thấp.

Nhà xuất khẩu nước ép chanh leo cô đặc trên toàn thế giới. NAF chiếm 8% lượng nước ép chanh leo cô đặc xuất khẩu trên thế giới, và gần 90% lượng xuất khẩu nước ép chanh leo tím, có chất lượng và hương vị vượt trội so với quả chanh leo vàng phổ biến.

Chuỗi giá trị khép kín mang lại nhiều giá trị cho công ty. Lợi ích từ chuỗi giá trị khép kín có thể thấy qua việc NAF đạt 50-60% LN gộp biên từ hoạt động bán giống cây chanh leo.

Mở rộng nguồn nguyên liệu để tận dụng cơ hội tăng trưởng. NAF có kế hoạch mở rộng diện tích nguồn nguyên liệu chanh leo tự trồng thêm 62%, tăng sản lượng cây giống lên năm lần và triển khai trang trại nuôi bò thịt nhập từ Úc với số lượng 24.000 con/năm.

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN	2013A	2014A	1H15A
tỷ đồng			
Doanh thu thuần	147	292	244
Giá vốn hàng bán	-136	-258	-190
Lợi nhuận gộp	12	34	54
Chi phí bán hàng	-8	-15	-13
Chi phí quản lí DN	-3	-5	-4
LN thuần HĐKD	0	14	36
Doanh thu tài chính	3	12	4
Chi phí tài chính	-2	-7	-5
trong đó: chi phí lãi vay	-1	-3	-4
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	0	0	-1
LNTT	1	20	35
Thuế TNDN	0	-1	-3
LNST trước lợi ích CĐTS	1	19	32
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	-7
LN ròng trừ CĐTS . báo cáo	1	19	26
LN ròng trừ CĐTS. điều chỉnh⁽¹⁾	1	19	26
EBITDA	2	18	37
EPS cơ bản báo cáo. VND	355	4.650	1.915
EPS cơ bản điều chỉnh ⁽¹⁾ . VND	355	4.650	1.915
EPS pha loãng hoàn toàn ⁽²⁾ . VND	355	4.650	1.915

TỶ LỆ	2013A	2014A	1H15A
Tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu	2306,7%	98,2%	81,0%
Tăng trưởng LN HĐKD	NA	NA	214,5%
Tăng trưởng LNTT	NA	1287,9%	215,3%
Tăng trưởng EPS	NA	1211,1%	-31,3%
Khả năng sinh lời			
Biên LN gộp %	8,0%	11,7%	22,0%
Biên LN từ HĐ %	-0,1%	4,9%	14,8%
Biên EBITDA	1,2%	6,0%	15,3%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	1,0%	6,4%	10,5%
ROE	5,3%	24,6%	22,5%
ROA	2,1%	14,4%	15,3%
Chỉ số hiệu quả vận hành			
Số ngày tồn kho	16,3	12,3	21,3
Số ngày phải thu	31,8	54,0	94,4
Số ngày phải trả	9,1	19,2	22,6
TG luân chuyển tiền	39,1	47,0	93,1
Thanh khoản			
CS thanh toán hiện hành	1,0	2,3	3,3
CS thanh toán nhanh	0,5	1,9	2,8
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,6	1,3
Nợ/Tài sản	0,4	0,2	0,2
Nợ/Vốn sử dụng	0,5	0,2	0,2
Nợ/Vốn CSH	0,5	(0,0)	(0,2)
Khả năng thanh toán lãi vay	(0,1)	5,3	8,6

BẢNG CĐKT	2013A	2014A	1H15A
tỷ đồng			
Tiền và tương đương	4	21	14
Đầu tư TC ngắn hạn	10	15	144
Các khoản phải thu	11	75	177
Hàng tồn kho	6	11	33
TS ngắn hạn	14	13	23
Tổng TS ngắn hạn	44	136	391
TS dài hạn (gộp)	36	29	31
- Khấu hao lũy kế	-8	-7	-5
TS dài hạn (ròng)	29	24	29
Đầu tư TC dài hạn	9	15	56
TS dài hạn khác	0	1	19
Tổng TS dài hạn	39	39	104
Tổng Tài sản	83	175	495
Phải trả ngắn hạn	7	21	26
Nợ ngắn hạn	30	33	78
Phải trả ngắn hạn khác	10	4	16
Tổng nợ ngắn hạn	47	58	120
Vay và nợ dài hạn	0	0	17
Phải trả dài hạn khác	2	0	0
Tổng nợ dài hạn	2	0	18
Tổng nợ	49	58	137
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Vốn cổ phần	40	104	300
Thặng dư vốn CP	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	-6	13	39
Vốn khác	0	0	0
Lợi ích CĐTS	0	0	20
Vốn chủ sở hữu	34	117	358
Tổng cộng nguồn vốn	83	175	495

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2013A	2014A	1H15A
tỷ đồng			
Tiền đầu năm	0	4	21
Lợi nhuận sau thuế	1	19	26
Khấu hao	2	3	1
Thay đổi vốn lưu động	-13	-61	-116
Điều chỉnh khác	0	13	-17
Tiền từ hoạt động KD	-9	-26	-107
Chi mua sắm TSCĐ	-8	0	17
Đầu tư	-7	-15	-166
Tiền từ HĐ đầu tư	-15	-15	-149
Cổ tức đã trả	0	0	-9
Tăng (giảm) vốn	13	64	196
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	17
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	15	4	44
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	-9	0
Tiền từ hoạt động TC	28	58	248
Tổng lưu chuyển tiền tệ	4	17	-7
Tiền cuối năm	4	21	14

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC. (1) Các tỷ lệ được tính dựa theo lợi nhuận báo cáo. EPS điều chỉnh có khấu trừ lợi nhuận bất thường và khoản trích 5% LNST vào quỹ thưởng cho nhân viên (Thông tư 200).

Sơ lược về Công ty

Lĩnh vực kinh doanh
Giá trị vốn hóa
Giá trị doanh nghiệp

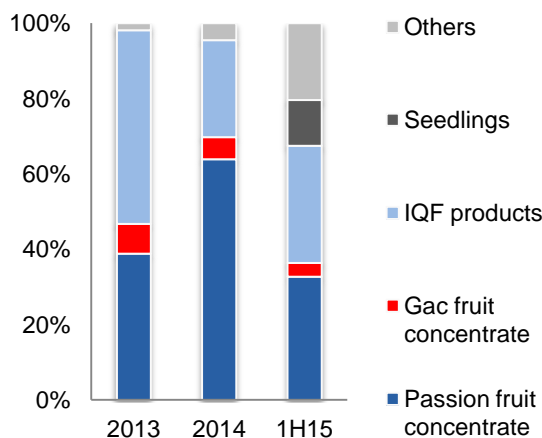
Trồng trọt và chế biến rau quả
31 triệu USD
28 triệu USD

Yếu tố doanh thu chính
Yếu tố chi phí chính
Yếu tố rủi ro chính
Các khách hàng chính
Lãnh đạo
Địa chỉ
Website
Email
Điện thoại

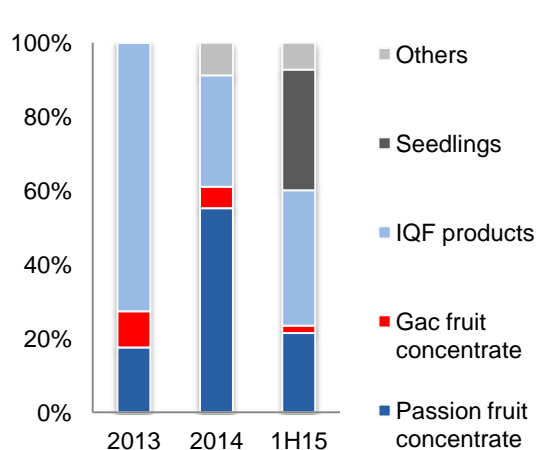
Xuất khẩu nước ép cô đặc trái cây và bán cây giống
Nguyên liệu thô, chi phí nhân công và phí sử dụng đất
Thời tiết, biến động giá đầu ra và cạnh tranh toàn cầu
Các nhà sản xuất sản phẩm từ trái cây và người tiêu dùng
Ông Nguyễn Mạnh Hùng (Chủ tịch HĐQT kiêm CEO)
47 Nguyễn Cảnh Hoàn, Thành phố Vinh, Tỉnh Nghệ An
www.nafoodsgroup.com.vn
ir@nafoods.com.vn
(+84) 383 532 632

CÁC CHỈ SỐ CHÍNH

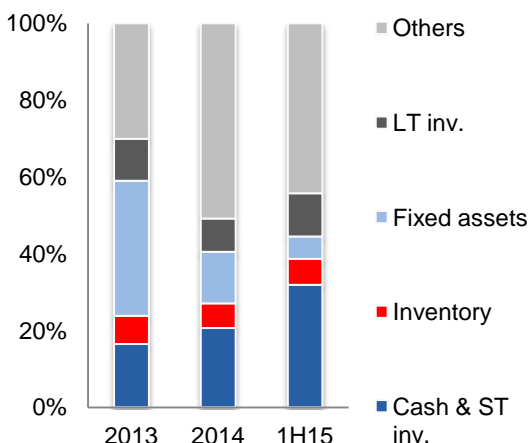
Cơ cấu doanh thu



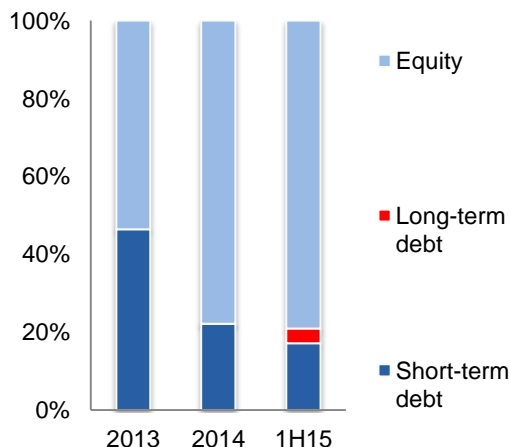
Cơ cấu LN gộp



Cơ cấu tài sản



Cơ cấu vốn



Nguồn: Báo cáo tài chính của NAF

NAF – Nhà xuất khẩu chanh leo cô đặc trên toàn cầu với chuỗi giá trị khép kín

Là một trong những công ty xuất khẩu nước ép chanh leo cô đặc lớn nhất. Theo NAF, công ty chiếm hơn 8% sản lượng nước ép chanh leo cô đặc xuất khẩu trên thế giới, với sản phẩm của công ty đã được xuất khẩu sang hơn 50 quốc gia. Trong nước, NAF nắm giữ vị thế thống trị, chiếm 80% sản lượng nước ép chanh leo cô đặc tại Việt Nam. Đáng chú ý, tính theo loại chanh leo tím, có giá trị và hương vị vượt trội so với loại chanh leo vàng cô đặc phổ biến, NAF chiếm 90% lượng xuất khẩu trên toàn thế giới.

NAF là công ty trồng và xuất khẩu quả gác lớn nhất thế giới, nhờ điều kiện tự nhiên đặc thù tại Việt Nam cho phép công ty trở thành doanh nghiệp trồng gác lớn trên thế giới.

Nước ép gác cô đặc sẽ trở thành một nguồn doanh thu quan trọng trong tương lai. Theo NAF, công ty đã hoàn tất quá trình tuyển chọn cây trong nông trại trồng gác 150ha. Từ năm 2016, sản lượng từ nông trại này sẽ tăng vọt đáng kể để biến nước ép gác trở thành một nguồn doanh thu quan trọng. Nhu cầu cho sản phẩm gác sẽ duy trì ở mức cao do 1) giá trị dinh dưỡng và y học của gác đang ngày càng được thừa nhận rộng rãi trên toàn cầu và 2) nguồn cung vẫn khá hạn chế, vì chỉ có Việt Nam là nước trồng gác đáng kể.

Các loại nước ép/rau quả đông lạnh (IQF) và các sản phẩm nước ép khác là nhóm sản phẩm đóng góp doanh thu chính còn lại. Các loại nước ép/rau quả IQF bao gồm dưa, chanh leo, chuối, xoài, ớt đỏ, khoai tây,... trong khi các sản phẩm nước ép cô đặc khác bao gồm vải, măng cầu xiêm, thanh long, me, đu đủ,...

Lợi thế cạnh tranh riêng biệt nhờ điều kiện tự nhiên đặc thù, sự ủng hộ của nhà nước và chuỗi giá trị khép kín

Theo NAF, Việt Nam và Đài Loan là 2 nước trồng chanh leo tím lớn duy nhất, nhưng sản lượng của Đài Loan chỉ đủ để phục vụ cho tiêu dùng trong nước.

Lợi thế cạnh tranh về giá thành nhờ nhân công giá rẻ và sự hỗ trợ của Chính phủ.

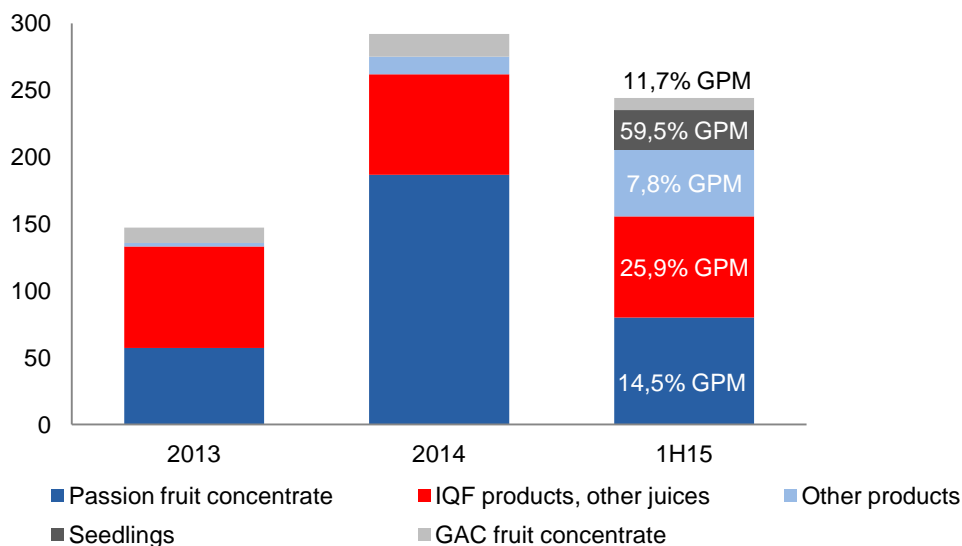
- Nguồn nguyên liệu của NAF nằm tại các khu vực vùng sâu vùng xa của Việt Nam, do đó chi phí sử dụng đất thấp. Thực tế, việc hợp tác với NAF đã làm tăng mức thu nhập và cải thiện điều kiện sống của nông dân ở các khu vực này.
- Ưu đãi thuế - với một dự án tiêu biểu, NAF thường chịu thuế như sau 1) Miễn thuế trong 4 năm đầu tiên, 2) Giảm thuế 50% trong vòng 9 năm tiếp theo và 3) Đảm bảo thuế suất 10% trong 15 năm kế tiếp.

NAF sở hữu chuỗi giá trị khép kín đối với cây chanh leo

Cây giống chanh leo tự phát triển đã hoàn tất chuỗi giá trị của NAF và tạo ra thêm nguồn doanh thu có biên LN cao kể từ năm 2015. Mặc dù biên LN của mảng nước ép chanh leo cô đặc thấp hơn các mảng khác, sự tăng trưởng của sản phẩm này sẽ cho phép NAF tiếp tục thu được giá trị từ bán cây giống. Trong nửa đầu năm 2015, cây giống đã chiếm 33% LN gộp của NAF dù chỉ đóng góp 12% doanh thu. Tự phát triển cây giống cũng giúp làm giảm chi phí cho nguồn nguyên liệu tự trồng của NAF, do đó càng củng cố vị thế cạnh tranh.

NAF giờ đây đã có thể hoàn toàn kiểm soát toàn bộ chuỗi giá trị chanh leo, từ cây giống, hỗ trợ trồng trọt/kỹ thuật cho nông dân liên kết, đến chế biến và xuất khẩu.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu theo từng nhóm sản phẩm (tỷ đồng) và Biên LN gộp (GPM) tương ứng trong 6 tháng đầu năm 2015

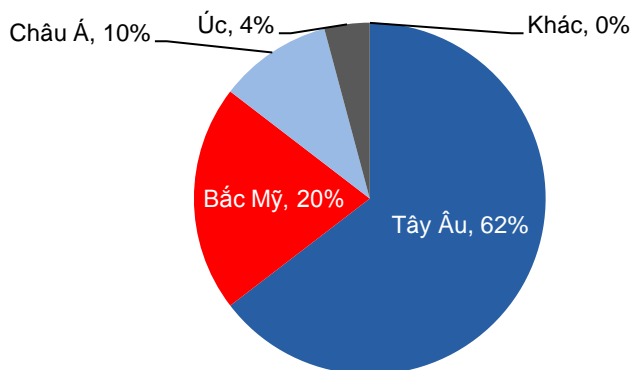


Nguồn: Báo cáo tài chính công ty & VCSC

Vị thế cạnh tranh càng được củng cố bởi các Hiệp định thương mại tự do (FTA)

Theo NAF, các FTA chủ chốt như Việt Nam – EU FTA (đạt thỏa thuận sơ bộ), Việt Nam – Hàn Quốc (đã ký kết), Việt Nam – Nhật Bản (đã ký kết), và TPP (đạt thỏa thuận sơ bộ) có khả năng sẽ giúp giảm thuế nhập khẩu cho các sản phẩm của công ty trung bình 7-10%, giúp NAF trở nên cạnh tranh hơn trên thị trường toàn cầu.

Hình 2: Cơ cấu doanh thu của NAF năm 2014 theo từng khu vực địa lý



Nguồn: NAF

Hình 3: Tổng hợp mức áp thuế cho các sản phẩm xuất khẩu từ Việt Nam

	EU	Mỹ	Nhật bản (VJEPA)
Nước ép cam	ít nhất 8,5%	4,5 - 7,85 cent/lít	ít nhất 16,8% hiện tại, còn 0% năm 2024
Nước ép bưởi	ít nhất 8,5%	4,5 - 7,9 cent/lít	ít nhất 16,8% hiện tại, còn 0% năm 2024
Nước ép thuộc họ Cam khác	ít nhất 10,9%	1,8 cents/kg	ít nhất 16,8% hiện tại, còn 0% năm 2024
Nước ép dứa	11,7%-12,5%	1,0 - 4,2 cent/lít	17,2% - 23%
Nước ép cà chua	12,5%-13,3%	0,14 cent/lít	19,2% & 23,8%
Nước ép nho		4,4 cent/lít	ít nhất 16,8% hiện tại, còn 0% năm 2024
Nước ép táo	14,50%	0%	10,7% -12,9% hiện tại, còn 0% năm 2024
Các loại nước ép khác	ít nhất 9,8%	0,5 cent/lít	1%-12,9% hiện tại, còn 0% năm 2024
Nước ép rau củ		0,2 cent/lít	1% hiện tại, còn 0% năm 2016
Nước ép hỗn hợp	ít nhất 28,5%	7,4 cent/lít	ít nhất 16,8% hiện tại, còn 0% năm 2024

Nguồn: Tổng cục Hải quan & VCSC

Các dự án mở rộng sẽ sớm được thực hiện để hiện thực hóa các cơ hội tăng trưởng

Hình 4: Tổng hợp các dự án đang hoạt động và các dự án mở rộng của NAF

	Hiện tại	Mở rộng	Thời gian hoàn thành
Sản lượng cây giống chanh leo	0,5 triệu cây/năm	1,9m triệu cây/năm	05/2016
Nguồn nguyên liệu chanh leo tự trồng	650ha	400ha	11/2016 – 05/2018
Nguồn nguyên liệu chanh leo liên kết với nông dân	2.900ha	NA	
Nguồn nguyên liệu gấc tự trồng	150ha	NA	
Nguồn nguyên liệu gấc liên kết với nông dân	1.000ha	NA	
Trang trại bò thịt	NA	24.000 con/năm	05/2016

Nguồn: NAF

Mở rộng nguồn nguyên liệu giống chanh leo

- Tổng vốn đầu tư: 53 tỷ đồng
- Sản lượng: tăng sản lượng từ mức hiện tại là 0.5 triệu cây/năm lên 2.4 triệu cây/năm
- Thời gian thực hiện: 01/2016 – 05/2016
- Doanh thu hàng năm: 55-60 tỷ đồng
- LNST hàng năm: 17-20 tỷ đồng

Mở rộng nguồn nguyên liệu chanh leo tự trồng

- Tổng vốn đầu tư: 86,6 tỷ đồng (50% tài trợ từ vốn vay)
- Quy mô: 400ha
- Thời gian thực hiện: 3 giai đoạn – 100ha vào tháng 05/2016, 100ha vào tháng 04/2017 và 200ha vào tháng 04/2018).
- Doanh thu hàng năm: 90-143 tỷ đồng
- LNST hàng năm: 20-38 tỷ đồng

Dự án nuôi bò nhập khẩu từ Úc

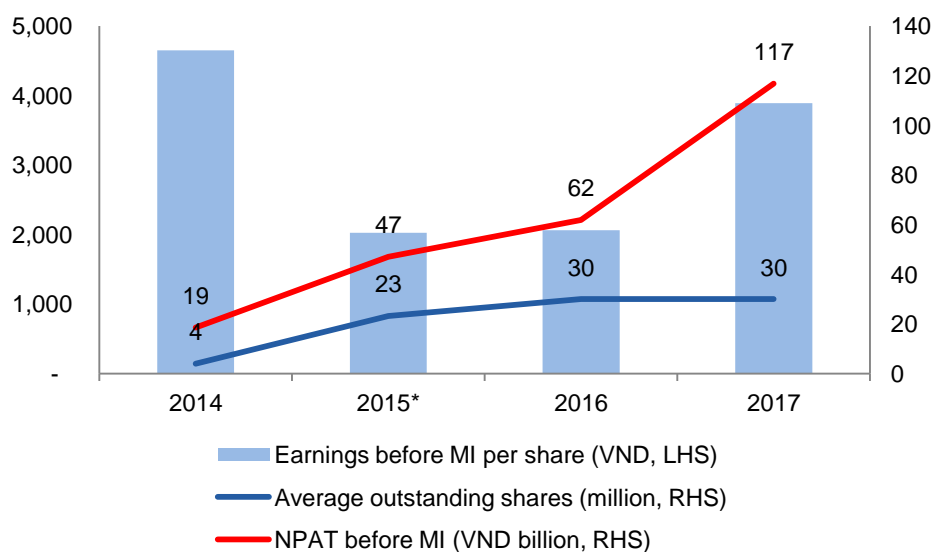
- Tổng vốn đầu tư: 245 tỷ đồng (50% tài trợ từ vốn vay)
- Quy mô: 24,000 con/năm
- Thời gian thực hiện: tháng 12/2015 – tháng 05/2016
- Doanh thu hàng năm: 600 tỷ đồng
- LNST hàng năm: 60 tỷ đồng

Các đợt tăng vốn ảnh hưởng đến tăng trưởng EPS trong ngắn hạn, nhưng cổ phiếu tỏ ra hấp dẫn đối với các nhà đầu tư dài hạn

Chúng tôi cho rằng giá trị tài sản ròng (NAV) hoặc định giá bằng phương pháp so sánh với tầm nhìn trên hai năm là cách phù hợp để đánh giá mức độ hấp dẫn của NAF, do những đợt phát hành quyền trong vòng 12 tháng qua sẽ ảnh hưởng đến tăng trưởng EPS của NAF trong giai đoạn 2015-2016, vì các dự án được tài trợ vốn từ những đợt phát hành quyền này sẽ không mang lại lợi nhuận cho đến nửa sau năm 2016, và đặc biệt là từ năm 2017 trở đi. Tại mức giá niêm yết, cổ phiếu NAF không quá hấp dẫn với PER 9,7 lần so với PER 11 lần của chỉ số VNI, mặc dù các công ty cùng ngành trong khu vực (các công ty trồng trọt lương thực với giá trị vốn hóa thấp hơn 300 triệu USD) đang giao dịch ở mức PER 4 quý gần nhất là 22 lần.

Kế hoạch cho giai đoạn 2016-2019 của NAF là thận trọng theo quan điểm của chúng tôi. Thứ nhất, chúng tôi hiểu rằng trong dự phóng của NAF đối với các dự án mở rộng, công ty đang giả định giá bán trung bình ở mức thấp hơn 30-45% so với mức hiện hành. Thứ hai, với việc NAF đã điều chỉnh ước tính LN năm 2015 từ 47 tỷ lên 70 tỷ, mục tiêu 62 tỷ cho năm 2016 là khá thận trọng.

Hình 5: Lợi nhuận của NAF trước lợi ích CBTS/cổ phiếu dựa theo kế hoạch của công ty



Nguồn: Hội thảo giới thiệu niêm yết cổ phiếu NAF & VCSC (*con số này từ lợi nhuận kế hoạch cũ năm 2015, đã được điều chỉnh từ 47 tỷ đồng lên 70 tỷ đồng)

Hình 6: Các công ty trồng trọt lương thực ở Châu Á

	GT vốn hóa (tr USD)	PER 4 quý gần nhất	PBR	ROE	Biên LN gộp	Biên LN từ hoạt động
Trung bình	114,2	22,0	1,1	4,5	28,1	17,9
Trung vị	68,9	22,0	0,8	3,5	26,8	15,9
THP MK Equity	296,5	38,0	1,1	2,9	18,3	14,1
UMR MK Equity	286,5	26,6	0,7	2,9	33,8	24,7
054050 KS Equity	270,5	NA	1,9	8,9	57,2	17,1
PALM IJ Equity	267,7	51,3	2,3	4,8	33,5	22,1
BISI IJ Equity	254,0	15,3	2,2	15,3	34,9	17,9
FEH MK Equity	238,8	14,5	0,9	6,5	NA	24,3
UVAN TB Equity	231,3	21,1	2,6	12,4	15,1	12,6
TDM MK Equity	226,6	33,3	0,8	2,3	43,6	11,6
KHP MK Equity	192,6	NA	0,9	(0,3)	18,9	6,0
CTP MK Equity	174,7	24,6	NA	4,9	56,7	33,4
SGRO IJ Equity	149,4	8,4	0,7	8,7	26,8	17,7
6183 HK Equity	143,2	NA	NA	27,5	(1,0)	32,4
TMK MK Equity	126,3	8,2	1,3	14,5	NA	25,8
KWAN MK Equity	110,3	NA	0,4	(5,0)	7,6	(2,2)
DTL MK Equity	88,8	8,0	0,4	5,6	NA	145,5
NPC MK Equity	76,5	29,9	1,2	3,9	15,6	5,6
GLBH MK Equity	71,6	NA	0,6	0,6	22,0	(25,2)
NSOP MK Equity	68,9	NA	0,8	(1,4)	37,1	4,8
JAWA IJ Equity	66,8	NA	0,7	(0,3)	28,4	19,0
INNO MK Equity	60,7	22,8	1,1	5,0	27,7	19,4
1260 TT Equity	54,9	24,3	1,1	4,5	9,4	(0,9)
RRE MK Equity	53,3	29,5	0,8	2,6	59,7	35,2
UPOIC TB Equity	53,0	NA	1,8	(1,1)	26,9	15,4
UNSP IJ Equity	48,2	NA	0,2	(20,0)	27,7	11,8
SBR MK Equity	46,9	37,8	0,4	1,1	NA	26,3
YGR SP Equity	44,9	2,4	0,2	10,5	24,3	17,8
154030 KS Equity	42,8	NA	NA	NA	47,5	2,2
VPO TB Equity	42,1	14,8	1,2	8,5	19,5	6,5
GZCO IJ Equity	38,8	8,2	0,2	3,2	29,8	13,3
HARN MK Equity	36,4	NA	0,5	(2,7)	18,1	2,6
EOIL BD Equity	31,7	22,0	3,7	15,8	20,4	16,2
MAGP IJ Equity	31,6	NA	0,5	(5,1)	24,9	15,9
AAB MK Equity	28,8	NA	0,6	(3,0)	40,5	18,3
GOLL IJ Equity	22,4	NA	0,3	1,1	19,9	10,7
VDL VN Equity	19,9	21,4	3,2	16,2	25,3	7,3

Nguồn: Bloomberg

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đặng Văn Pháp, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Vũ Thanh Tú, +848 3914 3588 ext 105
tu.vu@vcsc.com.vn

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

Trưởng phòng cao cấp

Ngô Hoàng Long, ext 145

Đặng Văn Pháp, CV cao cấp ext 143

Đình Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140

Nguyễn Lê Hoàng Yến, CV cao cấp ext 124

Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116

Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

Vĩ mô và Thị trường

Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142

Dương Mỹ Thanh, CV vĩ mô ext 173

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+844 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Bất động sản, Hàng tiêu dùng

Trưởng phòng cao cấp

Anirban Lahiri, ext 130

Hoàng Anh Tuấn, CV cao cấp ext 120

Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147

Dầu khí

Nguyễn Đức Tuấn, Trưởng phòng ext 185

Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

Nguyễn Thị Kim Chung, Chuyên viên ext 132

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+848 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+848 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+844 6262 6999 ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.