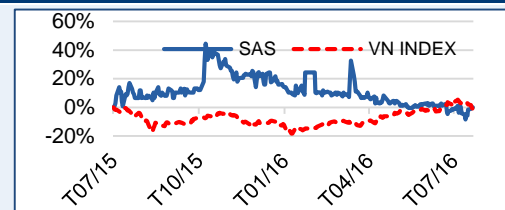




## CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Tân Sơn Nhất (SAS)

Thăm DN

Ngày báo cáo:	05/08/2016		<u>2015*</u>	<u>Q1/16</u>
Giá hiện tại:	26.300VND	Tăng trưởng DT	-2,5%	8,0%
Giá mục tiêu gần nhất:	KĐG	Tăng trưởng EPS**	-90,0%	7,8%
Lợi suất cổ tức	3,8%	Biên LN gộp	37,1%	39,4%
		Biên LN ròng**	0,5%	7,7%
		EPS (VND)	89	325
		Cổ tức/CP (VND)	0	
		P/E	N/A	



Ngành:	Duty free, F&B		<u>SAS</u>	<u>VNI</u>
GT vốn hóa:	157,0tr USD	P/E (trượt)	N/A	14,4x
Room KN:	63,4tr USD	P/B (hiện tại)	2,6x	1,8x
GTGD/ngày (30n):	0,03tr USD	Nợ/Vốn CSH	0,1	N/A
Cổ phần Nhà nước:	51,0%	ROE	0,8%	13,0%
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	131,5	ROA	0,6%	2,2%
Pha loãng (triệu)	131,5			

\* SASCO hoàn thành IPO tháng 12/2014

\*\* LN 2015 giảm do dự phòng mạnh cho các khoản phải thu

SASCO, CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Tân Sơn Nhất, là công ty con của ACV (Tổng Công ty Cảng hàng không Việt Nam). Công ty có trên 20 năm hoạt động tại các lĩnh vực kinh doanh hàng miễn thuế tại sân bay và dịch vụ thương mại. Ngoài các lĩnh vực cốt lõi, SASCO còn hoạt động tại một số lĩnh vực như CIP lounges, kinh doanh xăng, dịch vụ taxi và sản xuất nước mắm.

Hoàng Minh Hải  
Chuyên viên

### Tập đoàn IPP đóng vai trò trụ cột trong cải thiện hoạt động 2016

Chúng tôi vừa có chuyến thăm CTCP Dịch vụ Hàng không Sân bay Tân Sơn Nhất (SAS). Lĩnh vực bán lẻ tại sân bay của công ty hiện đang hưởng lợi nhờ số lượng hành khách tăng đột biến, nhưng tăng trưởng bị hạn chế do công suất đã đạt giới hạn. Dự kiến công suất sân bay Tân Sơn Nhất đến năm 2018 sẽ tăng 60%, qua đó hỗ trợ tăng trưởng của công ty trong trung hạn.

**Trong 6 tháng đầu năm 2016, lĩnh vực kinh doanh hàng miễn thuế là nguồn doanh thu chính của SAS, trong khi thương mại (các cửa hàng tại sân bay theo hình thức nhượng quyền thương hiệu và bán lẻ thực phẩm và đồ uống) giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp.** Tốc độ tăng trưởng doanh thu từ kinh doanh hàng miễn thuế ấn tượng chủ yếu nhờ lượng hành khách tại sân bay Tân Sơn Nhất tăng 30% so với cùng kỳ năm ngoái. Ngoài ra, nhà đầu tư chiến lược Imex Pan Pacific Group (IPP), giàu kinh nghiệm trong quản lý kinh doanh hàng miễn thuế và hàng xa xỉ, đã hỗ trợ SASCO tái cơ cấu lĩnh vực kinh doanh hàng miễn thuế cũng như giảm bớt hàng tồn kho. Trong khi đó, biên lợi nhuận gộp chung tăng 680 điểm cơ bản lên 39,4% nhờ khả năng sinh lời kinh doanh thương mại và các hoạt động khác cải thiện mạnh.

**Công suất bị hạn chế ảnh hưởng đến tăng trưởng trong ngắn hạn nhưng việc điều chỉnh cơ cấu sản phẩm sẽ giúp cải thiện biên LN gộp.** Hiện Sân bay Tân Sơn Nhất hoạt động với 111% công suất thiết kế và mặt bằng bán lẻ tại sân bay đã được sử dụng hoàn toàn. Vì SASCO trên thực tế đã độc quyền lĩnh vực kinh doanh hàng miễn thuế tại Sân bay Tân Sơn Nhất nhiều năm, nên không thể tăng trưởng bằng cách tăng thị phần. Tuy nhiên, đối tác chiến lược và là nhà kinh doanh bán lẻ lâu năm IPP nhiều khả năng sẽ hỗ trợ SASCO cải thiện kết quả lợi nhuận bằng cách điều chỉnh cơ cấu sản phẩm trong lĩnh vực thương mại, cũng như tăng đóng góp doanh thu từ lĩnh vực CIP lounge vốn có biên lợi nhuận cao. SASCO cũng đang trong quá trình điều chỉnh các điểm bán lẻ thực phẩm và đồ uống theo hướng phục vụ nhanh và take-away. Điều này dự kiến sẽ giúp công ty thu hút hành khách hàng không giá rẻ, đang ngày càng tăng, đồng thời cũng tăng khả năng sinh lời đối với mặt bằng bán lẻ thực phẩm và đồ uống hiện nay.

**Việc mở rộng sân bay Tân Sơn Nhất năm 2018 sẽ đóng vai trò kích thích tăng trưởng.** Việc mở rộng sân bay Tân Sơn Nhất, khi hoàn tất năm 2018, sẽ giúp công suất tăng 60% lên 40 triệu hành khách/năm. Điều này sẽ kích thích các lĩnh vực kinh doanh hàng miễn thuế, bán lẻ thực phẩm và đồ uống, cũng như CIP Lounge trong dài hạn.

**Trong dài hạn, lĩnh vực kinh doanh hàng miễn thuế và hoạt động thương mại tại sân bay sẽ được hỗ trợ nhờ ngành hàng không Việt Nam tăng trưởng mạnh.** Năm 2015, số hành khách các tuyến bay trong nước tổng cộng đạt 21 triệu, tăng 17% so với năm 2014, và dự kiến tốc độ

trên sẽ được duy trì trong những năm tới nhờ: (1) Thu nhập của người dân tăng, khiến người tiêu dùng chuyển sang di chuyển bằng đường hàng không thay vì mặt đất; (2) Sự xuất hiện của các hãng hàng không giá rẻ trong nước như Vietjet Air với các chuyến bay phù hợp với khả năng tài chính người dân, và tỷ lệ thâm nhập của các hãng hàng không giá rẻ tại Việt Nam còn thấp so với các nước Châu Á khác; (3) Cơ sở hạ tầng hàng không cải thiện nhanh chóng; (4) Sự bùng nổ của ngành du lịch Việt Nam.

**Việc gia nhập Sân bay Long Thành có thể là yếu tố tích cực kích thích tăng trưởng trong dài hạn.** Do các quy định về phân vùng của Tổng Công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV), SASCO sẽ không thể mở rộng vào các sân bay miền Trung và miền Nam, nhưng có cơ hội hoạt động tại Sân bay Long Thành, dự kiến sẽ đi vào hoạt động năm 2025 và sẽ có công suất 50 triệu hành khách/năm trong Giai đoạn 1. SASCO hiện đang lên kế hoạch cho cơ hội này.

## Tổng kết KQLN Quý 1/2016 – Biên lợi nhuận gộp tăng nhờ điều chỉnh cơ cấu sản phẩm

Trong Quý 1/2015, doanh thu và lợi nhuận trước thuế của SASCO tăng trưởng lần lượt 8% và 11%, lên 551 tỷ đồng và 52,9 tỷ đồng. LNST và sau lợi ích CĐTS đạt 42,7 tỷ đồng, tăng 7,8% so với cùng kỳ năm ngoái, tương đương EPS 325VND. Lĩnh vực kinh doanh hàng miễn thuế đóng vai trò trụ cột về doanh thu, trong khi thương mại và các hoạt động khác là yếu tố chính kích thích biên lợi nhuận gộp chung.

**Hình 1: KQLN Quý 1 của SASCO**

(tỷ VND)	Q1/2015	Q1/2016	Tăng trưởng
Doanh thu	508,4	551,4	8,5%
Kinh doanh hàng miễn thuế	235,0	272,7	16,0%
Thương mại	150,2	147,2	-2,0%
Khác	123,1	131,4	6,8%
Lợi nhuận gộp	165,7	217,1	31,0%
Lợi nhuận từ hoạt động cốt lõi	40,1	52,5	31,0%
LNST và sau lợi ích CĐTS*	39,6	42,7	7,8%
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>32,6%</b>	<b>39,4%</b>	<b>+680 bps</b>
Kinh doanh hàng miễn thuế	20,1%	20,2%	+10 bps
Thương mại	36,4%	48,6%	+ 1.220 bps
Khác	51,8%	68,7%	+ 1.690 bps
Biên lợi nhuận từ HĐ cốt lõi	7,9%	9,5%	+160 bps
Biên LNST và sau lợi ích CĐTS	7,8%	7,7%	-10 bps

Nguồn: SASCO, VCSC

\* Ghi chú: Tăng trưởng lợi nhuận Quý 1 thấp do cùng kỳ năm ngoái, SAS lãi lớn nhờ thanh lý tài sản.

**Lĩnh vực kinh doanh hàng miễn thuế tiếp tục tích cực nhờ sự hỗ trợ của cổ đông chiến lược IPP cũng như vị thế độc quyền của SASCO, được Chính phủ tạo điều kiện.** Lĩnh vực kinh doanh hàng miễn thuế, đóng góp 49% tổng doanh thu và 25% tổng lợi nhuận gộp, đạt 272 tỷ đồng doanh thu trong Quý 1/2016, tăng 16% so với cùng kỳ năm ngoái. Tốc độ tăng trưởng ấn tượng này là nhờ sự hỗ trợ của IPP, giàu kinh nghiệm về bán lẻ hàng xa xỉ và miễn thuế. IPP cũng hỗ trợ SASCO tái cơ cấu sản phẩm cũng như điều chỉnh lại chiến lược giá. SAS hiện nắm giữ 100% thị phần lĩnh vực bán hàng miễn thuế tại Sân bay Tân Sơn Nhất và khả năng xuất hiện đối thủ cạnh tranh là rất thấp do khó khăn trong việc cấp phép. Biên lợi nhuận gộp lĩnh vực này trở nên ổn định trong những năm qua, từ 20%-22% theo điều khoản hợp đồng của SASCO với các nhà cung cấp chính tại Singapore, cũng là đối tác của IPP.

**Trong lĩnh vực thương mại, SASCO hiện đang tìm cách cải thiện khả năng sinh lời bằng cách điều chỉnh cơ cấu sản phẩm, thay vì đẩy mạnh bán hàng.** Lĩnh vực thương mại, bao gồm nhượng quyền thương hiệu và bán lẻ thực phẩm và đồ uống tại Sân bay Tân Sơn Nhất, đóng góp 27% doanh thu và 33% lợi nhuận gộp. Doanh thu từ lĩnh vực này giảm 2% nhưng biên lợi nhuận gộp tăng 12 điểm phần trăm trong Quý 1/2016. Năm 2016, SASCO đã nỗ lực tái cơ cấu sản phẩm bằng cách tập trung vào các dòng sản phẩm biên lợi nhuận cao. Điều này khiến doanh thu có giảm nhưng không đáng kể, trong khi đó biên lợi nhuận gộp tăng mạnh lên 49%. Hiện SASCO sở hữu và điều hành 100 điểm bán lẻ, tổng cộng chiếm 70% tổng diện tích mặt bằng bán lẻ.

**Các dịch vụ khác cũng có biên lợi nhuận tăng đáng kể nhờ tăng đóng góp doanh thu từ lĩnh vực CIP Lounge, vốn có biên lợi nhuận gộp rất cao.** Các lĩnh vực khác gồm CPI Lounge, sản xuất nước mắm, dịch vụ taxi, kinh doanh bia và xăng, đóng góp 24% tổng doanh thu và 42% tổng lợi nhuận gộp và đạt tăng trưởng doanh thu 6,5% với biên lợi nhuận gộp tăng mạnh 1.690 điểm cơ bản. Công ty cho biết biên lợi nhuận gộp tăng mạnh nhờ đóng góp doanh thu từ lĩnh vực CIP lounge tăng, với biên lợi nhuận lên đến 70%-80%, bù đắp cho sự sụt giảm của lĩnh vực kinh doanh bia và xăng, với biên lợi nhuận chỉ 1%-2%.

Tổng cộng, lợi nhuận gộp đạt 217 tỷ đồng, tăng 31% so với cùng kỳ năm ngoái chủ yếu do biên lợi nhuận gộp tăng mạnh.

LNST và sau lợi ích CĐTS đạt 42,7 tỷ đồng, chỉ tăng 7,8% so với cùng kỳ năm ngoái do thu nhập khác giảm mạnh 18%. Thu nhập khác giảm chủ yếu do không có lợi nhuận từ thanh lý tài sản như cùng kỳ 2015.

## **Triển vọng ngắn hạn – Tiềm năng tăng trưởng hạn chế đến khi hoàn tất mở rộng Sân bay Tân Sơn Nhất năm 2018**

Công ty đề ra mục tiêu năm 2016, doanh thu tăng nhẹ 1,2% lên 2.020 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế tăng mạnh 115% lên 181 tỷ đồng. Cổ tức năm 2016 khoảng 9%-10% mệnh giá. Xin lưu ý rằng mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận trước thuế cao là do kết quả năm ngoái thấp do dự phòng mạnh cho các khoản phải thu dài hạn.

Triển vọng ngắn hạn các lĩnh vực cốt lõi không tích cực do Sân bay Tân Sơn Nhất hiện đã hoạt động với công suất tối đa, khiến các lĩnh vực này không còn nhiều cơ hội tăng trưởng, như kinh doanh hàng miễn thuế, thương mại (kinh doanh thực phẩm và đồ uống, nhượng quyền thương hiệu, v.v.) cũng như các dịch vụ khác (CIP Lounge, kinh doanh bia và xăng). Dưới đây là triển vọng từng lĩnh vực cốt lõi:

**Kinh doanh hàng miễn thuế: tăng trưởng bị kìm hãm do công suất hạn chế.** Chúng tôi cho rằng SASCO khó có thể duy trì tốc độ tăng trưởng trong lĩnh vực này trong vài năm tới, dù có vị thế độc quyền tại Sân bay Tân Sơn Nhất. Thực tế, Sân bay Tân Sơn Nhất hiện đã hoạt động với 111% công suất và mặt bằng kinh doanh hàng miễn thuế đã đạt mức tối đa. Do sân bay này cần hai năm nữa mới nâng công suất thiết kế từ 25 triệu hành khách/năm lên 40 triệu hành khách/năm, nên cách duy nhất để lĩnh vực này đạt tăng trưởng là giá trị mua hàng trung bình mỗi khách phải tăng trưởng, tuy nhiên đây là yếu tố vốn không hoàn toàn nằm trong sự kiểm soát SASCO. Tuy nhiên, đa dạng hóa danh mục sản phẩm và cải thiện trưng bày và dịch vụ khách hàng có thể giúp doanh thu lĩnh vực này tăng trưởng với tốc độ một chữ số cho đến khi việc mở rộng sân bay được hoàn tất. Ban lãnh đạo cho biết khách mua hàng miễn thuế chủ yếu là khách du lịch nước ngoài, đặc biệt là khách Trung Quốc và Nhật, nhưng ban lãnh đạo cũng tìm cách thu hút hành khách hàng không giá rẻ, hiện đang tăng trưởng mạnh gấp đôi so với hàng không truyền thống.

**Điều chỉnh cơ cấu sản phẩm để phục vụ hành khách hàng không giá rẻ đang tăng trưởng mạnh có thể giúp kích thích tăng trưởng lĩnh vực thương mại, dù công suất còn hạn chế.** Lĩnh vực này cũng bị kìm hãm về khả năng tăng trưởng vì Sân bay Tân Sơn Nhất không còn công suất trống và quy định phân vùng của ACV. Cơ cấu hành khách thay đổi nhanh chóng, trong đó tỷ trọng hành khách hàng không giá rẻ ngày càng cao, theo ban lãnh đạo cũng là một vấn đề đáng lo ngại. Thực tế, khách hàng giá rẻ đã gây ra tác động tâm lý tiêu cực cho hành khách truyền thống,

là đối tượng sử dụng dịch vụ trọn gói. Các hành khách này đã tránh xa các tụ điểm bán hàng vốn tràn ngập đám đông hàng khách hàng không giá rẻ, vốn có đẳng cấp thấp hơn họ. Theo đó, vì tỷ trọng mua từ khách hàng không giá rẻ tăng, và vì hành khách hàng không giá rẻ có sức mua thấp hơn, nên giá trị mua hàng trung bình sẽ giảm. Cụ thể, các hóa đơn bán hàng trị giá dưới 200.000VND năm 2016 chiếm 60% tổng số hóa đơn của lĩnh vực thương mại, trong khi năm 2015 chưa đến 50%. Tuy nhiên, công ty vẫn cho rằng có thể cải thiện khả năng sinh lời lĩnh vực này bằng cách tái cơ cấu sản phẩm để thu hút hành khách hàng không giá rẻ, và chú trọng các dòng sản phẩm có tỷ suất LN cao. Trong lĩnh vực bán lẻ thực phẩm và đồ uống, việc điều chỉnh hình thức điểm bán lẻ theo hướng phục vụ nhanh, phù hợp với hành khách hàng không giá rẻ có thể giúp công ty tận dụng tốt hơn mặt bằng bán lẻ hiện nay, qua đó tăng biên lợi nhuận dù giá trị mua hàng trung bình thấp hơn so với hình thức bán lẻ thực phẩm và đồ uống thông thường.

**Triển vọng các dịch vụ khác không rõ ràng:** Ban lãnh đạo SASCO dự kiến sẽ giảm dần quy mô các lĩnh vực kinh doanh taxi và xăng và mở rộng lĩnh vực CIP lounge, vì lĩnh vực này mang lại tỷ suất lợi nhuận cao hơn. Tuy nhiên, hạn chế về công suất tại sân bay Tân Sơn Nhất cũng kìm hãm việc mở rộng lĩnh vực này. Lĩnh vực nước mắm của SAS, hiện còn non trẻ, vẫn quá nhỏ, chỉ có một nhà máy và doanh thu hàng năm chỉ 10 tỷ đồng, và vẫn chưa rõ việc phát triển lĩnh vực này có được ban lãnh đạo ưu tiên hay không. Lĩnh vực dịch vụ taxi tại Phú Quốc rõ ràng đang bị ảnh hưởng do sự tham gia của các hãng taxi khác, theo đó số lượng xe taxi của công ty giảm từ khoảng 400 chiếc xuống còn khoảng 100 chiếc trong 5-10 năm qua.

**Thanh lý BĐS hoặc phối hợp phát triển có thể giúp công ty thu về một khoản giá trị.** Công ty có một số khu đất lớn tại một số vị trí chiến lược. Trong đó, có 100ha đất chưa phát triển tại một số bãi biển nổi tiếng của Nha Trang và Phú Quốc, cũng như resort Blue Lagoon với 80 phòng và hiện có tỷ lệ lấp đầy 70% trung bình. Khu đất ở Nha Trang đầy hấp dẫn với vị trí gần bãi biển và Vinpearl. Ban lãnh đạo cho biết công ty đang tìm kiếm đối tác chiến lược để phát triển các khu đất này, nhưng cũng có thể sẽ chuyển nhượng trong trung hạn. Tuy nhiên, việc định giá lại đất sẽ khó có thể mang lại lợi nhuận tài chính cho công ty vì SAS sẽ phải đền bù bằng tiền mặt cho Chính phủ một khoản tiền bằng phần giá trị tăng thêm của BĐS.

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Hoàng Minh Hải, 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
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do 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.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	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 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](http://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

Barry Weisblatt, +848 3914 3588 ext 105  
[barry.weisblatt@vcsc.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vcsc.com.vn)

#### Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp, ext 145

##### Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

- Trịnh Ngọc Hoa, CV cao cấp ext 124  
- Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116

##### Vật liệu xây dựng

- Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149

##### Vĩ mô

- Nguyễn Hải Hiền, Chuyên viên ext 132

#### Hàng tiêu dùng, Ôtô và Sắm lốp

##### Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185  
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

#### BDS và Xây dựng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng, ext 120

- Hoàng Văn Thọ, Chuyên viên ext 174

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

#### Anirban Lahiri, Trưởng phòng cao cấp ext 130

##### Logistics và Nông nghiệp

- Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138  
- Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

##### Dầu khí, Điện và Phân bón

#### Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Trưởng phòng ext 363

- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên 147  
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194

### 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](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+848 3914 3588 ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto: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](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+844 6262 6999 ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

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