

CTCP TÀU CAO TỐC SUPERDONG KIÊN GIANG (SKG – HSX)

SKG – Tiềm năng tăng trưởng đến từ sự phát triển của Phú Quốc

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY15	Q4-FY14	+/- qoq	Q1-FY14	+/- yoy
Doanh thu thuần	63,6	52,3	22%	50,4	26%
Lợi nhuận sau thuế	34,8	23,7	47%	22,6	54%
EBIT	36,2	24,9	46%	23,8	52%
Tỷ suất EBIT	56,9%	47,5%	939bps	47,2%	966bps

Nguồn: SKG

- **Hoạt động kinh doanh của SKG gắn liền với sự phát triển của Phú Quốc**
- **Triển vọng nâng cao hiệu quả từ những cơ hội và vị thế sẵn có**
- **Câu chuyện cho năm 2015: tăng trưởng tiếp nối**
- **Trong ngắn hạn, rủi ro khách quốc tế suy giảm và cạnh tranh với hãng hàng không giá rẻ là chưa đáng ngại**

Quan điểm và Định Giá:

SKG có thể được xem là câu chuyện tăng trưởng hiếm có trên TTCKVN hiện nay. Trong năm 2015, với lợi thế hưởng lợi từ giá dầu thấp trong hai quý đầu năm và việc đưa vào vận hành tàu Superdong VIII, hoạt động kinh doanh của SKG kỳ vọng tiếp tục khả quan. Ngoài ra, việc tập trung chiếm lĩnh thị trường và sự linh hoạt trong việc điều chuyển tàu chạy tăng cường để gia tăng thị phần ở các tuyến mới là điểm cộng đáng chú ý khác. Trong những năm tiếp theo, chúng tôi cho rằng với tiềm năng phát triển của Phú Quốc và việc doanh nghiệp liên tục đầu tư tàu mới sẽ là cơ sở cho sự tăng trưởng tiếp tục duy trì.

Với đặc trưng kinh doanh dịch vụ tăng trưởng nhanh đồng thời cũng phải đầu tư tàu liên tục như SKG, chúng tôi xem xét thêm chỉ tiêu tỷ lệ tái đầu tư kỳ vọng để đánh giá về triển vọng tăng trưởng doanh nghiệp. Trong trường hợp SKG có thể duy trì tỷ lệ tái đầu tư (RIR ~ 49,2%) và hiệu suất đầu tư (ROC ~ 42%) như giai đoạn 2011-2014 thì công ty có thể đạt tỷ lệ tăng trưởng kỳ vọng trung bình 24%/năm trong giai đoạn 2015-2019. Trên cơ sở hai phương pháp định giá (1) chiết khấu dòng tiền, (2) định giá tương đối (P/E và P/B), chúng tôi đưa ra mức định giá hợp lý đối với cổ phiếu SKG ở mức **64.300 đồng/cp**. Từ đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu này trong **DÀI HẠN**.

Rủi ro trọng yếu đối với các giả định của mô hình định giá theo chúng tôi không phải là sự sụt giảm của khách du lịch quốc tế và cạnh tranh với các hãng hàng không giá rẻ mà là các rủi ro bất thường như tai nạn hay đối thủ cạnh tranh mới xuất hiện. Hiện tại, cơ cấu cổ đông của SKG khá cô đặc nên thanh khoản ở mức thấp. Do vậy, việc chia cổ tức bằng cổ phiếu kỳ vọng giúp gia tăng tính thanh khoản cho cổ phiếu SKG.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2012	FY2013	Lũy kế đến HT	FY2014E	FY2015F
Doanh thu thuần	143,6	164,3	63,6	223,8	271,0
% tăng trưởng	36,8%	14,4%	26,2%	36,2%	21,1%
Lợi nhuận sau thuế	58,6	55,7	34,8	103,2	135,7
% tăng trưởng	50,2%	-4,9%	53,6%	85,4%	31,5%
Tỷ suất LNST (%)	40,8%	33,9%	54,6%	46,1%	50,1%
ROA (%)	31,9%	23,1%		33,1%	35,6%
ROE (%)	33,2%	23,8%		34,1%	36,6%
EPS (VND)	3.869	3.186		5.162	6.464*
EPS đ/chính (VND)	2.704	2.302		4.302	5.656
Giá trị sổ sách (VND)	11.779	14.965		17.208	16.594
Cổ tức tiền mặt (VND)	-	-		1.000	3.000
P/E (x)	N/a	N/a		8,5	7,7**
P/BV (x)	N/a	N/a		2,6	3,0**

Nguồn: SKG, RongViet Research, (*) tính dựa trên số lượng cổ phiếu lưu hành bình quân sau khi chia cổ phiếu thưởng 20%, (**) tính dựa trên giá đóng cửa ngày 24/06/2015

MUA

Giá thị trường (VND)	49.900
Giá mục tiêu (VND)	64.300

Thời gian đầu tư	Dài hạn
-------------------------	----------------

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Du lịch – Giải trí
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.176
SLCPDLH (triệu cổ phiếu)	24
Beta	0,57
Free Float (%)	43,7
Giá cao nhất 52 tuần	51.600
Giá thấp nhất 52 tuần	24.400
KLGD bình quân 20 phiên	9.460



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
SKG	33	N/a	N/a
Du lịch-Giải trí	-4,6	37,8	N/a
VN30 Index	2,7	-2	20
HSX Index	3,9	0,7	12,9

Cổ đông lớn (%)

Puan Kwong Siing	22,48
Nguyễn Thị Thiên Hương	11,44
Hà Nguyệt Nhi	7,9
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	5,99

Trần Thị Diễm My

(084) 08- 6299 2006 – Ext 321

my.ttd@vdsc.com.vn

SKG là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực vận tải hành khách và hàng hóa ven biển được thành lập năm 2007 và chính thức niêm yết trên sàn HOSE vào tháng 07/2014. Hoạt động chính của công ty là vận tải hành khách bằng tàu cao tốc từ Kiên Giang đến Phú Quốc. Hiện tại, công ty đang giữ vững vị thế “độc quyền” khai thác tại tuyến Rạch Giá – Phú Quốc và dẫn đầu thị phần vận chuyển hành khách tại tuyến Hà Tiên – Phú Quốc (~75%). Trong vòng vài năm trở lại đây, kết quả kinh doanh của SKG gắn liền chặt chẽ với sự phát triển của Phú Quốc đồng thời cũng phản ánh được hiệu quả bên trong cách tổ chức vận hành của công ty.

Hoạt động kinh doanh của SKG gắn liền với sự phát triển của Phú Quốc

Phú Quốc và những bước chuyển mình gần đây

Phú Quốc là một huyện đảo tọa lạc ở phía Tây Nam Việt Nam, thuộc tỉnh Kiên Giang. Với vị trí đặc thù cùng với những cảnh quan thiên nhiên đẹp, trong những năm gần đây, Phú Quốc nổi lên như một điểm sáng cả nước về thu hút vốn đầu tư các dự án xây dựng hạ tầng và khu nghỉ dưỡng. Chính nhờ những tiềm năng du lịch này, Phú Quốc đã thu hút một lượng lớn khách du lịch (chiếm 33% số lượt khách du lịch đến Kiên Giang) cũng như góp phần gia tăng nhu cầu đi lại bằng đường thủy của người dân các khu vực lân cận đến đây. Theo khảo sát của nhiều tổ chức quốc tế, Phú Quốc hiện là điểm đến yêu thích của nhiều du khách trong và ngoài nước. Trong năm 2014, tổ chức National Geographic (Mỹ) bình chọn đây là một trong 3 điểm đến lý tưởng mùa đông năm 2014. Ngoài ra, theo kết quả khảo sát của tổ chức Roughguides (Anh), Phú Quốc là một trong mười điểm du lịch trăng mật hấp dẫn nhất thế giới. Vào tháng 09/2014, Phú Quốc được Thủ tướng Chính Phủ chấp thuận trở thành đô thị loại 2.

Theo Quyết định số 633/QĐ-TTg ngày 11/5/2010 của Thủ tướng chính Phủ, Phú Quốc đang được định hướng phát triển để trở thành đặc khu kinh tế quan trọng của Việt Nam. Nhờ đó, thu hút thêm nhiều dự án lớn như Cảng Thới An, sân bay quốc tế Phú Quốc và dự án cảng Hành khách quốc tế Phú Quốc tiến hành tại đây. Trong khi đó, các dự án như trục đường chính Nam – Bắc, đường vòng quanh đảo,... đang thực hiện góp phần tạo khung cơ sở hạ tầng cho địa phương. Do đó, chúng tôi cho rằng đây là những bước đệm vững chắc để khu vực này tiếp tục vươn mình phát triển trong tương lai. (xem thêm Sơ đồ định hướng tổ chức không gian Phú Quốc đến năm 2020 – [Phụ lục 1](#))

Bảng 1: Các dự án đầu tư vào Phú Quốc (đvt: tỷ đồng)

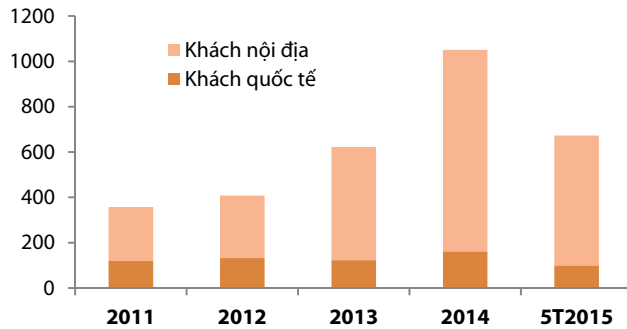
Dự án	Vốn đầu tư
Đường vòng quanh đảo	3.012
Trục đường chính Nam - Bắc đảo Phú Quốc	2.468
Sân bay Quốc tế Phú Quốc	3.000
Tuyến điện lưới quốc gia Hà Tiên Phú Quốc	2.336
Cảng du lịch quốc tế Phú Quốc	1.664
Vinpearl Phú Quốc	17.156
Sonasea Villas & Resort Phú Quốc	4.500
Khách sạn Crowne Plaza	1.500
Biệt thự cho thuê Nam Cường	3.200

Nguồn: RongViet Research

Tính đến hết tháng 05/2015, trong bối cảnh nhu cầu khách du lịch quốc tế đến Việt Nam sụt giảm do ảnh hưởng của diễn biến tỷ giá và suy thoái kinh tế của một số nước lớn, tăng trưởng khách du lịch quốc tế đến Phú Quốc vẫn duy trì mức cao, tăng 28,2% so với cùng kỳ và hiện đã đạt 48,49% kế hoạch năm 2015. Trong khi đó, số lượt khách nội địa đến Phú Quốc cũng chứng kiến mức tăng kỷ

lục, ~100% so với cùng kỳ năm ngoái. Trong cơ cấu GDP của tỉnh Kiên Giang, ngành du lịch là ngành quan trọng và mũi nhọn, đóng góp 4,17 điểm phần trăm trong tăng trưởng GDP Q12015. Đồng thời, hoạt động vận tải, vận chuyển hành khách trong quý vừa qua cũng đạt được tốc độ tăng trưởng khả quan, tăng 6,98% so với cùng kỳ.

Hình 1: Thống kê số lượng khách quốc tế và nội địa đến Phú Quốc (nghìn người)

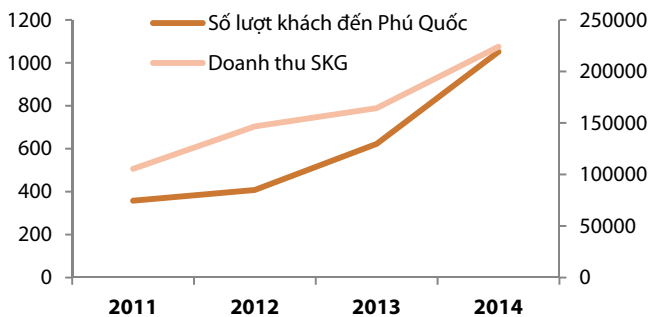


Nguồn: Kiengiangvn.vn, RongViet Research

Cùng với sự phát triển của Phú Quốc, hoạt động kinh doanh của SKG ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng

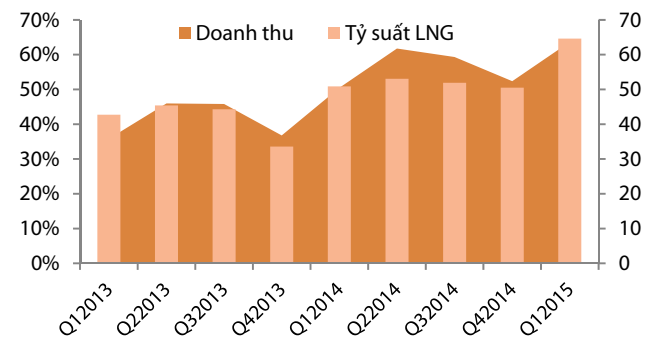
Nhìn vào diễn biến doanh thu của SKG trong quá khứ, dễ dàng có thể nhận thấy sự tương quan rõ nét giữa số lượt khách đến Phú Quốc và doanh thu của SKG. Đồng thời, doanh thu của SKG cũng thể hiện rõ đặc tính mùa vụ của du lịch Phú Quốc, cao điểm từ Tết Nguyên Đán đến hết tháng 08 hàng năm, thấp điểm vào quý cuối năm. Hiện nay, đối tượng khách hàng chính của SKG gồm khách du lịch (với ~80% là khách du lịch nội địa) và người dân địa phương. Trong tương lai, khi nhiều dự án mới được đầu tư vào Phú Quốc, nhu cầu đi lại của đối tượng là lao động đến từ các địa phương kỳ vọng sẽ mang đến một lượng khách tiềm năng lớn cho SKG.

Hình 2: Diễn biến doanh thu SKG và số lượng khách du lịch đến Phú Quốc (theo năm)



Nguồn: SKG, Kiengiangvn.vn, RongViet Research tổng hợp

Hình 3: Doanh thu (tỷ đồng) và tỷ suất lợi nhuận (theo quý)



Nguồn: SKG, RongViet Research tổng hợp

Trong Q1/2015, SKG ghi nhận mức tăng trưởng khả quan về doanh thu và lợi nhuận sau thuế. Cụ thể, doanh thu đạt 63,68 tỷ đồng và LNST đạt 34,77 tỷ đồng, tăng tương ứng 26,2% và 54,6% so với cùng kỳ. Động lực chính giúp SKG có kết quả kinh doanh ấn tượng này đến từ sự gia tăng nhu cầu khách du lịch đến Phú Quốc vào dịp lễ Tết, đi cùng với việc giá dầu ở mức thấp cũng góp phần cải thiện biên lợi nhuận gộp trong Q1/2015 của Công ty. Vào đầu năm 2015, SKG đưa vào khai thác tàu

Superdong VIII và chuyển thêm tàu Superdong VII sang khai thác tại tuyến Hà Tiên – Phú Quốc, điều này giúp doanh nghiệp mở rộng thị phần tại tuyến này cũng như đóng góp lớn vào tăng trưởng doanh thu chung.

Bảng 2: Kết quả Kinh Doanh Q1-FY15

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY15	Q4-FY14	+/- (qoq)	Q1-FY14	+/- (yoy)
Doanh thu thuần	63,6	52,3	21,6%	50,4	26,2%
Lợi nhuận gộp	41,1	28,9	42,3%	27,9	47,5%
Chi phí bán hàng và quản lý	6,3	5,8	7,9%	4,6	34,7%
Thu nhập HĐKD	34,9	20,6	68,9%	23,2	50,1%
EBITDA	40,7	29,0	40,3%	27,4	48,2%
EBIT	36,2	24,9	45,6%	23,8	52,0%
Chi phí tài chính	0,0	0,0	N/a	0,0	N/a
- Chi phí lãi vay	0,0	0,0	N/a	0,0	N/a
Khấu hao	-4,5	-4,1	8,3%	-3,6	23,4%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)	0,0	0,0	63,8%	0,0	-53,5%
Lợi nhuận trước thuế	36,2	24,9	45,6%	23,8	52,0%
Lợi nhuận sau thuế	34,8	23,7	46,5%	22,6	53,6%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	34,8	23,7	46,5%	22,6	53,8%

Nguồn: SKG, Rong Viet Research

Bảng 3: Phân tích HĐKD Q1-FY15

Chỉ tiêu	Q1-FY15	Q4-FY14	+/- (qoq)	Q1-FY14	+/-yoy
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	64,6%	55,2%	940bps	53,3%	933bps
EBITDA/Doanh thu	63,9%	55,4%	853bps	54,4%	950bps
EBIT /Doanh thu	56,9%	47,5%	939bps	47,2%	966bps
TS lợi nhuận ròng	54,6%	45,3%	931bps	44,9%	976bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	54,6%	45,3%	931bps	44,8%	979bps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	16,5	12,9	3,5	15,6	0,9
-Khoản phải thu	6,1	5,2	0,9	4,5	1,7
-Khoản phải trả	9,2	7,3	1,9	16,5	-7,3
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Nguồn: SKG, Rong Viet Research, (*) thường niên hóa

Hiệu quả vận hành đội tàu giúp thúc đẩy tăng trưởng trong kết quả kinh doanh

Những năm trước, tuyến Rạch Giá - Phú Quốc luôn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của SKG, trong khi đó, tuyến Hà Tiên – Phú Quốc mới đưa vào hoạt động thời gian đầu (năm 2011) nên không đạt được hiệu quả như mong đợi, do đó, biên lợi nhuận tại tuyến này khá thấp, thậm chí thua lỗ. Tuy nhiên, từ năm 2012, hoạt động kinh doanh của tuyến này bắt đầu có nhiều chuyển biến tích cực. Nhờ tận dụng linh hoạt việc điều tiết các tàu cũng như sự gia tăng nhu cầu, kết quả kinh doanh của tuyến Hà Tiên – Phú Quốc cũng chứng kiến sự đột phá. Trong Q1/2015, việc tăng cường tàu đã giúp doanh thu

của tuyến Hà Tiên-Phú Quốc tăng trưởng 91% so với cùng kỳ, đóng góp vào kết quả tăng trưởng của công ty. Bên cạnh đó, nắm bắt được nhu cầu phát triển du lịch tại đảo Nam Du, đầu tháng 06/2015, Công ty đã điều tàu Superdong I sang hoạt động tại tuyến Rạch Giá – Nam Du, kỳ vọng góp phần nâng cao hiệu quả khai thác của đội tàu SKG trong năm 2015.

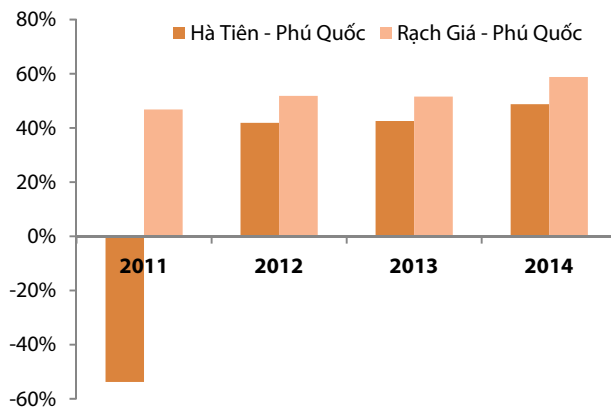
Đặc điểm chính của các tuyến đang hoạt động của SKG

Tuyến Rạch Giá – Phú Quốc: Hiện nay, SKG đang giữ vị thế “độc quyền” vận chuyển hành khách tại tuyến này và luôn duy trì công suất khai thác tàu ở mức cao (đạt 75-85% trong năm 2014) với biên lợi nhuận gộp ~50-60%.

Tuyến Hà Tiên – Phú Quốc: Công ty dẫn đầu thị phần tại tuyến này với công suất khai thác của các tàu đang dần cải thiện, từ mức bình quân 50-60% (2013) lên 60-70% (2014). Ngoài ra, biên lợi nhuận gộp của tuyến cải thiện khá tốt trong các năm vừa qua, đạt 48,8% trong năm 2014, tăng từ mức 32,2% của năm 2013. Đồng thời nhìn nhận được cơ hội gia tăng thị phần tại đây, doanh nghiệp đã điều thêm 1 tàu phục vụ sang chạy tuyến này, nâng số tàu chạy hiện nay lên 3 tàu. Trong năm nay, chúng tôi cho rằng việc điều thêm tàu mới sẽ là yếu tố giúp SKG chiếm lĩnh hoàn toàn thị phần tại tuyến này (mức hiện tại là 75%).

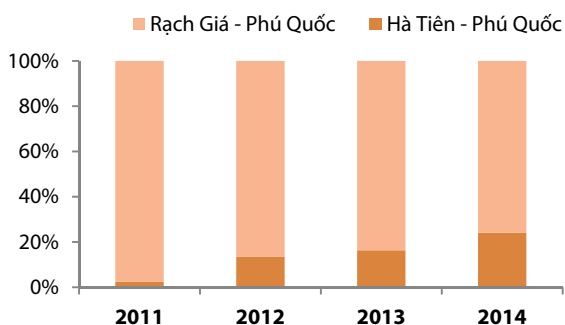
Tuyến Rạch Giá – Nam Du: Đầu tháng 06/2015, SKG vừa đưa vào hoạt động tuyến này với lộ trình khoảng 47 hải lý chạy từ Rạch Giá - Hòn Tre – Lại Sơn – Nam Du. Giá vé của tuyến này (210.000 đồng/lượt), khá cạnh tranh với các đối thủ là doanh nghiệp Ngọc Thành và Sông Hồng. Nam Du là hòn đảo được đánh giá có nhiều tiềm năng phát triển du lịch, do vậy với lợi thế thương hiệu lớn, chất lượng dịch vụ phục vụ chuyên nghiệp thì đây sẽ là những điểm cộng cho khả năng cạnh tranh của SKG so với đối thủ khác trong ngành. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, hiện nay công suất hoạt động của tuyến này duy trì ở mức cao với số lượng vé được đặt hết đến cuối tháng 06.

Hình 4: Biên lợi nhuận gộp theo tuyến của SKG



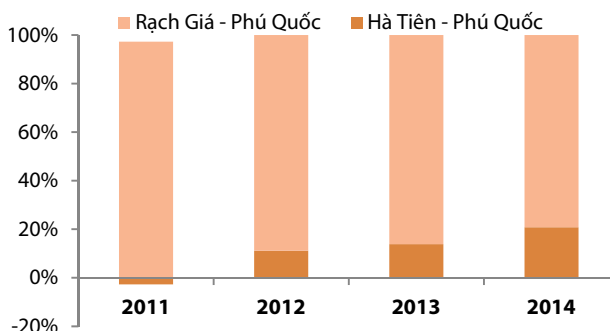
Nguồn: SKG, RongViet Research tổng hợp

Hình 5: Cơ cấu doanh thu theo tuyến của SKG



Nguồn: SKG, RongViet Research tổng hợp

Hình 6: Cơ cấu lợi nhuận theo tuyến của SKG



Nguồn: SKG, RongViet Research tổng hợp

Triển vọng nâng cao hiệu quả từ những cơ hội và vị thế sẵn có

Doanh thu các năm qua của SKG luôn ghi nhận sự tăng trưởng khả quan với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) đạt 28,5% trong giai đoạn 2011-2014. Trong năm 2014, LNST cũng ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng, tương ứng với 85,4% so với cùng kỳ nhờ (1) hưởng lợi từ chi phí nhiên liệu ở mức thấp; (2) chủ động điều tiết hoạt động của các tàu và (3) ưu đãi thuế TNDN do đăng kí hoạt động kinh doanh tại Phú Quốc. Trong năm 2015, chúng tôi cho rằng những lợi thế này sẽ tiếp tục được SKG tận dụng và phát huy.

Hưởng lợi từ giá dầu trong ngắn hạn

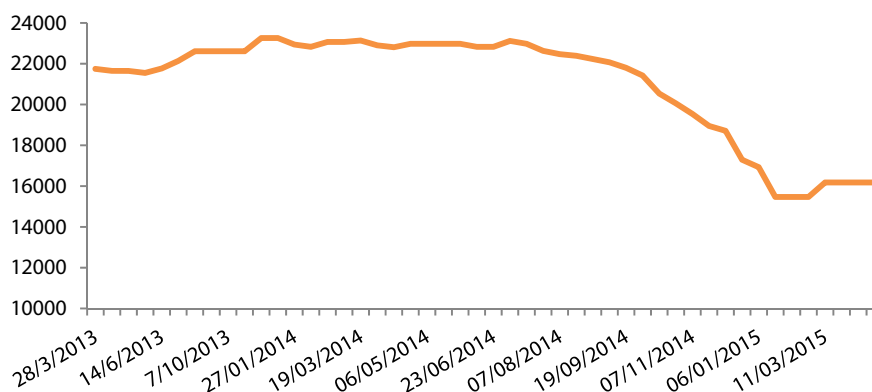
Trong cơ cấu giá vốn, chi phí nhiên liệu chiếm tỷ trọng cao nhất (~50%), do đó, diễn biến giá dầu ảnh hưởng trọng yếu đến KQKD của SKG. Việc giá dầu lao dốc mạnh vào nửa cuối năm 2014 đã giúp SKG tiết giảm đáng kể chi phí nhiên liệu. Trong Q1/2015, tuy đưa thêm một tàu mới đi vào hoạt động (Superdong VIII), chi phí nhiên liệu của doanh nghiệp vẫn giảm 23% so với cùng kỳ.

Việc đưa các tàu mới đi vào hoạt động liên tục cũng đòi hỏi phải gia tăng đội ngũ nhân viên phục vụ trên tàu cũng như chi phí khấu hao hàng năm. Do đó, hai loại chi phí này ghi nhận mức tăng lần lượt 18,5% và 23,4% so với cùng kỳ trong quý 1 năm nay. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy sự sụt giảm của chi phí nhiên liệu đã giúp bù đắp phần lớn sự gia tăng của hai loại chi phí trên. Theo tính toán của chúng tôi, tính từ đầu năm đến nay, giá dầu DO trong nước (vùng 2) duy trì mức bình quân 16.146 đồng/lít, giảm 29,7% so với cùng kỳ và tương đương 73,4% so với mức bình quân năm 2014. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng có lợi thế khi được chiết khấu từ 2-3% so với giá thị trường từ các đại lý xăng dầu. Do vậy, chi phí sản xuất kinh doanh theo các yếu tố của SKG chỉ tăng nhẹ khoảng 5,8% so với cùng kỳ dù có thêm hai tàu đi vào hoạt động so với cùng kỳ năm ngoái.

Theo báo cáo mới nhất của EIU, giá dầu dự báo đạt ~49 USD/thùng trong năm nay, tăng lên 66 USD/thùng vào năm tới và đạt mức 87-88 USD/thùng trong giai đoạn 2017-2018. Dựa trên dự báo này cùng với việc ước tính tỷ lệ gia tăng thêm chi phí khấu hao và nhân công của tàu Superdong VIII, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của SKG trong năm 2015 có thể cải thiện lên mức 60,1% so với mức 56% của năm 2014.



Hình 7: Diễn biến giá dầu DO trong nước (đvt: đồng/lít)



Nguồn: Hiephoixangdau, RongViet Research

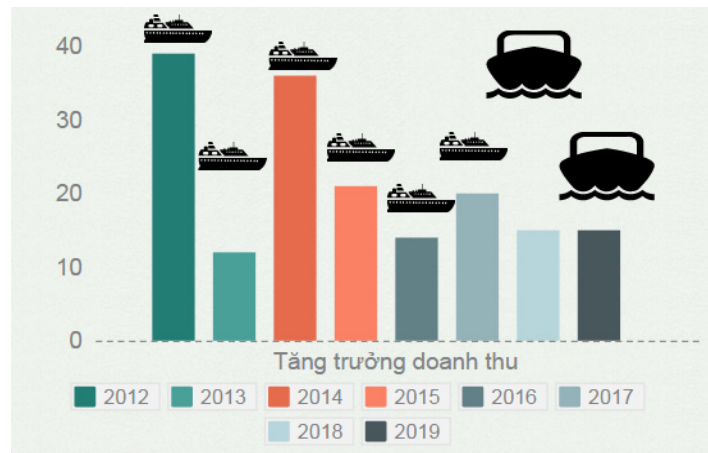
Linh hoạt trong việc điều tiết hoạt động của các tàu

Hiện nay, SKG đang “độc quyền” vận chuyển hành khách tại tuyến Rạch Giá - Phú Quốc và đang dẫn đầu thị phần (75%) tại tuyến Hà Tiên - Phú Quốc. Năng lực cạnh tranh của doanh nghiệp, thị phần lớn cùng với việc khai thác ổn định hai tàu Superdong VII và VIII (đưa vào hoạt động T07/2014 và T02/2015) đưa đến triển vọng tăng trưởng doanh thu tích cực trong năm 2015. Vào tháng 12/2014, SKG đã điều thêm tàu Superdong VII sang chạy tuyến Hà Tiên - Phú Quốc, nâng số tàu chạy lên 3 tàu so với mức 2 tàu của Q1/2014. Đối với tuyến mới được đưa vào khai thác là Rạch Giá - Nam Du, doanh nghiệp đã có kế hoạch đưa vào hoạt động tuyến này từ năm 2014, tuy nhiên, phải hoãn lại để ưu tiên phát triển thị phần ở tuyến Hà Tiên - Phú Quốc. Đầu tháng 06/2015, SKG đã điều tàu Superdong I (chuyên chạy tăng cường ở tuyến Hà Tiên - Phú Quốc) sang hoạt động tại tuyến này. Điều này cho thấy doanh nghiệp khá linh hoạt trong công tác điều hành tàu cũng như nhạy bén đối với sự thay đổi nhu cầu khách ở các tuyến mới. Trong tương lai, doanh thu tại tuyến này của SKG sẽ gắn liền với tiềm năng phát triển du lịch của Nam Du. (xem thêm Sơ đồ các tuyến SKG đang hoạt động hiện nay - [Phụ lục 2](#) và Chi tiết các loại tàu của SKG - [Phụ lục 3](#))

Việc đầu tư tàu mới không chỉ góp phần vào tăng trưởng doanh thu mà còn song hành với ưu đãi về thuế TNDN

Bên cạnh khả năng điều tiết hoạt động tàu hiện tại, việc được hưởng ưu đãi về thuế TNDN do có trụ sở kinh doanh đặt tại Phú Quốc cũng là một lợi thế khác của SKG. Đối với mỗi dự án tàu mới đi vào hoạt động, phần lợi nhuận trên mỗi tàu này được miễn thuế TNDN trong vòng 4 năm (kể từ khi bắt đầu có lãi) và giảm 50% mức thuế TNDN trong 9 năm tiếp theo. Do đó, chúng tôi cho rằng, việc đầu tư thêm tàu mới không chỉ góp phần giúp doanh thu đạt mức tăng trưởng cao trong các năm vừa qua mà còn giúp doanh nghiệp tận dụng được ưu đãi này. Với kế hoạch đầu tư thêm tàu Superdong IX và X (năm 2016 và năm 2017) và dự định đầu tư thêm tàu phà (dự kiến trong năm 2016 hoặc 2017), chúng tôi nhận thấy câu chuyện tăng trưởng của doanh nghiệp sẽ còn tiếp diễn trong nhiều năm tới.

Hình 8: Kế hoạch đầu tư thêm tàu cao tốc và tàu phà của SKG



Nguồn: RongViet Research, (*) kế hoạch đầu tư thêm tàu phà theo giả định của RongViet Research

Triển vọng gia tăng nhu cầu khách du lịch nội địa khi kinh tế phục hồi

Theo UBND huyện Phú Quốc, doanh thu của hoạt động du lịch tại Phú Quốc trong 5 tháng đầu năm đạt 10.400 tỷ đồng, tăng ~62% so với cùng kỳ. Trong bối cảnh mặt bằng giá dầu và hàng hóa thế giới đang ở mức thấp và sự ổn định của kinh tế vĩ mô trong nước, nhu cầu tiêu dùng nội địa sẽ có bước cải thiện trong năm nay. Từ đó, nhu cầu du lịch của người dân kỳ vọng kế thừa đà tăng trưởng của năm 2014 và tiếp tục ghi nhận sự đột phá. Ngoài ra, việc Phú Quốc liên tục trở thành điểm nóng về thu hút vốn đầu tư các dự án hạ tầng và du lịch cũng giúp gia tăng nhu cầu việc làm ở đây. Bên cạnh đối tượng khách hàng truyền thống, chúng tôi cho rằng sự gia tăng nhu cầu đi lại của người dân lao động giữa khu vực đồng bằng sông Cửu Long và huyện đảo sẽ là một yếu tố mới đóng góp cho tăng trưởng lượt khách của doanh nghiệp trong thời gian tới.

Dựa vào các yếu tố thuận lợi trên, chúng tôi cho rằng 2015 sẽ là một năm tích cực đối với hoạt động kinh doanh của SKG. Ngoài ra, cơ hội tăng trưởng của doanh nghiệp còn có thể kéo dài trong 2-3 năm sau khi nhiều sự kiện quan trọng được diễn ra tại đây, như năm du lịch quốc gia 2016 tổ chức tại Kiên Giang hay dự án cảng hành khách quốc tế được hoàn thành năm 2017. Đây là những bước đệm lớn không chỉ góp phần giúp nền du lịch Phú Quốc mà còn là cơ hội đối với hoạt động kinh doanh của SKG.

Câu chuyện cho năm 2015: tăng trưởng tiếp nối

Dựa trên giả định tàu Superdong VIII được đưa vào hoạt động trong tháng 02/2015, giá dầu DO dựa trên kịch bản giảm 26,4% so với mức bình quân năm 2014 và không có sự điều chỉnh về giá vé trong năm nay, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST của SKG đạt **271** tỷ đồng và **135,9** tỷ đồng trong năm nay, tăng lần lượt 21% và 50,2% so với cùng kỳ. Theo đó, EPS năm 2015 của SKG đạt **6.464** đồng/cp.

Đối với tình hình tài chính của doanh nghiệp, doanh nghiệp hiện nay không có các khoản nợ vay ngắn và dài hạn. Việc thực hiện đầu tư các tàu mới cũng được doanh nghiệp sử dụng từ nguồn vốn tự có với chi phí đầu tư một tàu cao tốc mới ~32 tỷ đồng. Điều này, ở khía cạnh rủi ro, giúp doanh nghiệp tránh được ảnh hưởng của biến động lãi suất trên thị trường. Ở một khía cạnh khác, nhà đầu tư có thể kỳ vọng công ty tiếp tục duy trì hoặc thậm chí tăng tỷ suất sinh lời trên vốn trong các dự án mở rộng trong tương lai nếu đòn bẩy tài chính được khéo léo vận dụng.

Trong thời gian đầu niêm yết, thanh khoản SKG chưa được như kỳ vọng của các nhà đầu tư, một phần do cơ cấu cổ đông khá cô đặc, phần còn lại là do quy định hạn chế thoái vốn trong 6 tháng đầu kể từ khi niêm yết đối với cổ đông người nước ngoài. Trong dài hạn, sau khi quy định thoái vốn hết thời hạn, chúng tôi đánh giá vẫn có khả năng cổ đông lớn sẽ thoái vốn tại SKG. Ngoài ra, dựa trên KQKD năm 2014, công ty đã thông qua ý kiến chia thưởng cổ tức tỷ lệ 10% bằng tiền mặt và 20% bằng cổ phiếu và sẽ chốt danh sách cổ đông để hưởng quyền vào ngày 22/06/2015. Trong ngắn hạn, việc chia thưởng cổ phiếu sẽ phần nào giúp công ty cải thiện vấn đề thanh khoản hiện nay của doanh nghiệp.

Trong ngắn hạn, rủi ro khách quốc tế suy giảm và cạnh tranh với hãng hàng không giá rẻ là chưa đáng ngại

Trong 5 tháng đầu năm, số lượt khách quốc tế đến Phú Quốc tiếp tục tăng trưởng (+28,2% so với cùng kỳ), bất chấp những khó khăn chung của nền du lịch Việt Nam (giảm 12,2% so với cùng kỳ). Ngoài ra, trong cơ cấu khách du lịch đến Phú Quốc, khách quốc tế chiếm tỷ trọng khá khiêm tốn (~17,6%), do đó, chúng tôi cho rằng tác động tiêu cực của việc sụt giảm lượng khách quốc tế đến Phú Quốc không phải là yếu tố trọng yếu trong năm nay. Tuy nhiên, xét về dài hạn, với việc lợi thế cạnh tranh của ngành du lịch Việt Nam vẫn thấp hơn so với một số nước trong khu vực là vấn đề quan ngại cho bức tranh du lịch của Việt Nam. Theo HSBC, khoảng cách năng lực cạnh tranh giữa Việt Nam và Thái Lan đang ngày càng rộng ra. Điều này cho thấy, so với Việt Nam, du lịch Thái Lan đang càng trở nên hấp dẫn hơn trong mắt du khách toàn cầu. Ngoài ra, sự tăng giá tương đối của VND và đồng tiền nội tệ của các nước có lượng lớn khách du lịch đến Việt Nam như Nhật Bản, Nga, EU cũng khiến khách du lịch cân nhắc hơn khi đến Việt Nam du lịch. Do đó, chúng tôi cho rằng hai nhân tố này có thể ảnh hưởng đến lựa chọn của khách du lịch quốc tế khi đến Việt Nam, cũng như tác động gián tiếp đến hoạt động kinh doanh của SKG.

Đối với quan ngại về việc các hãng hàng không giá rẻ mở thêm chuyến bay tới Phú Quốc, SKG cho biết khá tự tin với nội lực của mình và vấn đề cạnh tranh đối với các phương tiện thay thế này chưa phải là mối quan ngại lớn. Ngược lại, doanh nghiệp cho rằng điều này cũng góp phần gia tăng nhu cầu đi lại của khách du lịch từ đảo Phú Quốc sang khu vực đồng bằng sông Cửu Long và Campuchia. Hiện nay, theo thống kê của chúng tôi, giá vé máy bay đi từ TP Hồ Chí Minh đến Phú Quốc ~ 660.000 đồng/lượt – 1.720.000 đồng/lượt, từ Rạch Giá đến Phú Quốc 350.000~500.000 đồng/lượt, trong khi đó, giá vé của SKG đến Phú Quốc ~230.000-340.000 đồng/lượt. Tuy nhiên, về lâu dài, khi thu nhập của người dân ngày càng nâng cao, rủi ro sẽ gia tăng đối với doanh nghiệp khi người dân sẽ cân nhắc nhiều hơn khi lựa chọn phương tiện di chuyển phù hợp với nhu cầu đi lại. Ngoài ra, cần lưu ý thêm một số rủi ro khác như tai nạn, hồng hóc khi chạy trên biển, giá nhiên liệu tăng trở lại và các đối thủ cạnh tranh mới gia nhập ngành cũng có thể tác động đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của SKG.

Bảng 4: Thống kê tăng trưởng lượt khách thông quan qua các cảng hàng không Việt Nam

	2011	2012	2013	2014
Phú Quốc			39%	43%
Cam Ranh		20%	25%	
Đà Nẵng			43%	14%
Tân Sơn Nhất	10,70%	4,70%	14,40%	10,50%

Nguồn: RongViet Research

Quan điểm và Định Giá

SKG có thể được xem là câu chuyện tăng trưởng hiếm có trên TTCKVN hiện nay. Trong năm 2015, với lợi thế hưởng lợi từ giá dầu thấp trong hai quý đầu năm và việc đưa vào vận hành tàu Superdong VIII, hoạt động kinh doanh của SKG kỳ vọng tiếp tục khả quan. Ngoài ra, việc tập trung chiếm lĩnh thị trường và sự linh hoạt trong việc điều chuyển tàu chạy tăng cường để gia tăng thị phần ở các tuyến mới là điểm cộng đáng chú ý khác. Trong những năm tiếp theo, chúng tôi cho rằng với tiềm năng phát triển của Phú Quốc và việc doanh nghiệp liên tục đầu tư tàu mới sẽ là cơ sở cho sự tăng trưởng tiếp tục duy trì.

Với đặc trưng kinh doanh dịch vụ tăng trưởng nhanh đồng thời cũng phải đầu tư tàu liên tục như SKG, chúng tôi xem xét thêm chỉ tiêu tỷ lệ tái đầu tư kỳ vọng để đánh giá về triển vọng tăng trưởng doanh nghiệp. Trong trường hợp SKG có thể duy trì tỷ lệ tái đầu tư (RIR ~ 49,2%) và hiệu suất đầu tư (ROC ~ 42%) như giai đoạn 2011-2014 thì công ty có thể đạt tỷ lệ tăng trưởng kỳ vọng trung bình 24%/năm trong giai đoạn 2015-2019. Dựa trên giả định thận trọng, chúng tôi ước tính mức tăng trưởng hợp lý đối với dòng tiền FCFE từ năm 2019 trở đi đối với SKG khoảng ~14,4%.

Trên cơ sở hai phương pháp định giá (1) chiết khấu dòng tiền, (2) định giá tương đối (P/E và P/B), chúng tôi đưa ra mức định giá hợp lý đối với cổ phiếu SKG ở mức **64.300 đồng/cp**. Từ đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu này trong **DÀI HẠN**.

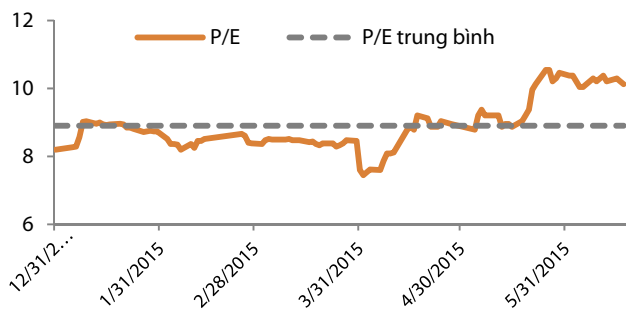
Rủi ro trọng yếu đối với các giả định của mô hình định giá theo chúng tôi không phải là sự sụt giảm của khách du lịch quốc tế và cạnh tranh với các hãng hàng không giá rẻ mà là các rủi ro bất thường như tai nạn hay đối thủ cạnh tranh mới xuất hiện. Hiện tại, cơ cấu cổ đông của SKG khá cô đặc nên thanh khoản ở mức thấp. Do vậy, việc chia cổ tức bằng cổ phiếu kỳ vọng giúp gia tăng tính thanh khoản cho cổ phiếu SKG.

Bảng 5: Ma trận định giá cổ phiếu

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFE	69.036	70%	48.325
P/E	64.636	15%	9.695
P/B	41.319	15%	6.198
Giá bình quân		100%	64.219

Nguồn: RongViet Research

Hình 9: Diễn biến chỉ số P/E của SKG



Nguồn: Bloomberg, RongViet Research

Bảng 6: Những giả định chính

Chỉ tiêu	Dự phóng	
	FY2015E	FY2016E
Tăng trưởng doanh thu (%)	36%	21%
Tăng trưởng sản lượng (%)		
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	56%	60%
Tỷ suất EBIT (%)	48%	52%
Giá dầu (USD/thùng)	49	66

Nguồn: EIU, RongViet Research

Bảng 7: Tỷ số P/E và P/B của một số công ty trong cùng ngành

Tên công ty	Ngành nghề hoạt động	Vốn hóa (tỷ đồng)	GTSS/cp (VND)	Giá thị trường (VND)	P/E	P/B
Hainan Strait Shipping Co.	Công ty chuyên vận tải hàng hóa và hành khách ven biển ở Hải Nam	47.379	16.372	111.251	115,6	6,8
Viking Line ABP	Công ty vận chuyển hành khách giữa Phần Lan với Thụy Điển và Estonia	4.413	440.818	408.601	4,7	0,9
Shun Tak Holdings LTD	Công ty vận chuyển hành khách giữa HongKong và Macao	38.431	23.937	12.632	3,1	0,5
Irish Continental Group PLC	Công ty vận chuyển hàng hóa và hành khách giữa Ireland, Anh và châu Âu (lục địa)	18.225	8.594	97.917	13,1	11,4
Minoan Lines SA	Công ty vận chuyển hành khách ven biển ở Hy Lạp	5.251	52.601	49.081	34,3	0,9

Nguồn: Bloomberg, RongViet Research tổng hợp

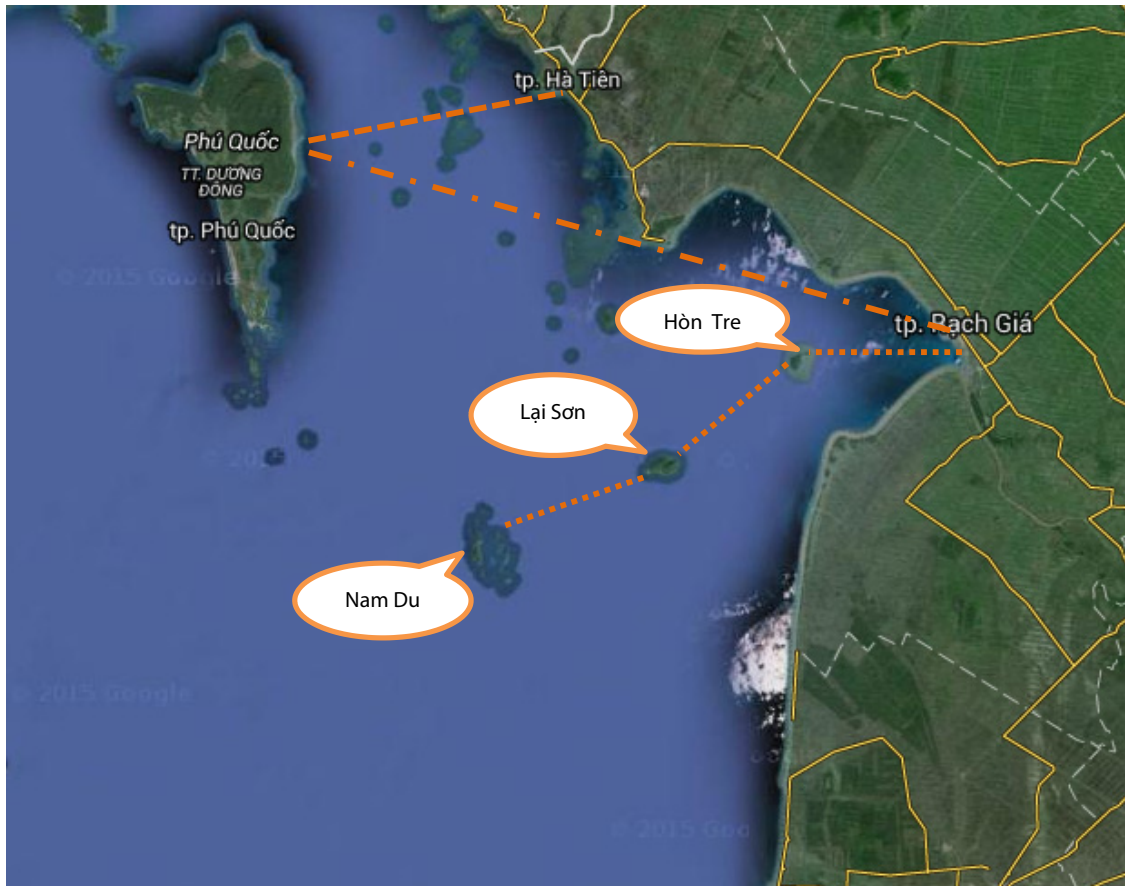
Phụ lục 1: Tiềm năng phát triển của Phú Quốc



Nguồn: Kiengiang.gov.vn



Phụ lục 2: Sơ đồ các tuyến SKG đang hoạt động hiện nay



Nguồn: SKG, RongVietResearch

Phụ lục 3: Chi tiết các loại tàu của SKG

Loại Tàu	Chi phí đóng (USD)	Tuyến	Mã lực (kw)	Sức chở (hành khách)	Đưa vào sử dụng	Ghi chú
Superdong I	500.000	Hà Tiên – Phú Quốc	1600	171	2008	Chuyển sang hoạt động tại tuyến Rạch Giá – Nam Du từ tháng 06/2015.
Superdong II	1.350.000	Hà Tiên - Phú Quốc	2060	261	2008	
Superdong III	2.349.175	Rạch Giá - Phú Quốc	2080	306	2010	
Superdong IV	2.200.000	Rạch Giá - Phú Quốc	2080	306	2011	
Superdong V	1.650.000	Rạch Giá - Phú Quốc	1518	275	2012	
Superdong VI	1.581.800	Rạch Giá - Phú Quốc	1518	275	2013	Chuyển sang chạy tuyến Hà Tiên - Phú Quốc từ tháng 06/2014
Superdong VII	1.450.000	Rạch Giá - Phú Quốc	1518	275	2014	Chuyển sang tuyến Hà Tiên - Phú Quốc từ tháng 12/2014
Superdong VIII	1.450.000	Rạch Giá - Phú Quốc	1518	275	2015	
Superdong IX	1.490.000	Chưa có kế hoạch		275	Cuối 2015 hoặc đầu năm 2016	
Superdong X	1.490.000	Chưa có kế hoạch		275	2016	

Nguồn: SKG, RongViet Research tổng hợp

Đvt: tỷ đồng					Đvt: tỷ đồng				
KQ HKKD	2012A	2013A	2014A	2015F	BẢNG CĐKT	2012A	2013A	2014A	2015F
Doanh thu thuần	144	164	224	271	Tiền	37	44	74	46
Giá vốn	71	82	98	108	Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	4	39	100
Lãi gộp	73	82	126	163	Các khoản phải thu	14	39	48	49
Chi phí bán hàng	8	18	16	19	Tồn kho	5	6	5	6
Chi phí quản lý	5	8	7	8	Tài sản ngắn hạn khác	3	0	2	2
Thu nhập từ HĐTC	1	4	5	5	TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	59	93	168	203
Chi phí tài chính	0	0	0	0	Tài sản cố định hữu hình	148	169	184	202
Lợi nhuận khác	0	0	0	1	Tài sản cố định vô hình	5	5	3	3
Lợi nhuận trước thuế	61	59	108	141	Xây dựng cơ bản dở dang	0	0	0	0
Thuế TNDN	2	4	5	6	Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	59	56	103	136	Tài sản dài hạn khác	2	1	0	0
EBIT	61	59	108	141	TSCĐ và đầu tư dài hạn	155	174	187	205
EBITDA	71	73	124	161	TỔNG TÀI SẢN	214	268	355	408
					Tiền hàng phải trả và ứng trước	2	2	2	2
					Khoản phải trả ngắn hạn khác	6	5	9	7
					Vay và nợ ngắn hạn	0	0	0	0
					Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
					Khoản phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
					Tổng nợ	8	6	11	10
					Vốn chủ sở hữu	206	262	344	398
					Vốn đầu tư của CSH	175	175	200	245
					Lợi nhuận giữ lại	31	87	132	132
					Các quỹ	0	0	12	22
					Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
					Nguồn vốn chủ sở hữu	206	262	344	398
					Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
					TỔNG NGUỒN VỐN	213	268	355	408
					LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2012A	2013A	2014A	2015F
					LNTT	61	59	108	141
					Khấu hao	0	0	16	19
					Các điều chỉnh	5	10	-5	0
					Thay đổi vốn lưu động	-4	-29	-2	-8
					Tiền thuần từ HĐKD	62	41	117	153
					Thay đổi TSCĐ	-34	-34	-39	-38
					Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	0	4	-35	0
					Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	1	4	4	0
					Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-33	-34	-70	-38
					Nhận/trả lại vốn góp	0	0	0	0
					Vay mới/trả nợ vay	0	0	0	0
					Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	0	0	-17	-145
					Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	0	0	-17	-142
					Tiền thuần trong kỳ	29	7	30	-28
					Tiền đầu năm	8	37	44	74
					Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0
					Tiền cuối kỳ	37	44	74	46

Đvt: %				
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2012A	2013A	2014A	2015F
Tăng trưởng				
Doanh thu	36,8%	14,4%	36,2%	21,1%
Lợi nhuận HKKD	56,2%	-6,7%	85,2%	30,5%
EBITDA	49,7%	2,7%	70,3%	29,5%
EBIT	55,6%	-2,4%	82,5%	30,4%
Lợi nhuận sau thuế	50,2%	-4,9%	85,4%	31,5%
Tổng tài sản	39,9%	24,8%	32,7%	14,9%
Vốn chủ sở hữu	39,8%	27,0%	31,6%	15,7%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	33,2%	23,8%	27,5%	17,2%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	50,5%	50,1%	56,4%	60,1%
LN HKKD / Doanh thu	41,9%	34,1%	46,4%	50,0%
EBITDA/ Doanh thu	49,5%	44,4%	55,5%	59,4%
EBIT/ Doanh thu	42,4%	36,2%	48,5%	52,2%
LNST/ Doanh thu	40,8%	33,9%	46,1%	50,1%
ROA	31,9%	23,1%	33,1%	35,6%
ROIC or RONA	34,2%	25,4%	35,8%	38,1%
ROE	33,2%	23,8%	34,1%	36,6%
Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay kh. phải thu	13,2	6,2	5,1	5,6
Vòng quay hàng tồn kho	14,6	15,2	17,7	19,4
Vòng quay khoản phải trả	12,5	12,0	11,4	10,3
Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	7,8	15,3	15,2	20,4
Nhanh	7,2	14,3	14,7	19,8
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	3,7%	2,3%	3,2%	2,5%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2015.**