

# ACB [KQ +11,5%] - Những bước tiến vững chắc nhất kể từ năm 2011 - Cập nhật

**Ngô Hoàng Long**  
Trưởng phòng cao cấp

**Nguyễn Lê Hoàng Yến**  
Chuyên viên cao cấp

**11/09/2015**

### Các chỉ số chính

Sở hữu của khối ngoại	30,0%
Room tối đa cho khối ngoại	30,0%
SL cổ phiếu lưu hành	938 triệu
Số CP pha loãng hoàn toàn	938 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	24.200
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	14.800

### Cơ cấu cổ đông

Standard Chartered APR Ltd	9,2%
Connaught Investors Ltd	7,6%
Dragon Financial Holdings Ltd	7,1%

## ACB - Ngân hàng TMCP Á Châu

**Giá: 19.000 VND**      **Giá mục tiêu: 20.300 VND**    **TL tăng: +6,8% (cổ tức +11,5%)**  
**Giá trị vốn hóa: 757tr USD**    **GTGD/ngày (30 ngày): 0,2 tr USD**    **Room KN: 0,0%**

Các chỉ số chính	2013A	2014A	2015F	2016F
LN trước dự phòng	1.890	2.193	2.561	3.025
LNST trừ lợi ích CĐTTS	826	952	1.239	1.245
Tăng trưởng LN trước dự phòng	20,9%	16,0%	16,8%	18,1%
Tăng trưởng LNST	5,4%	15,2%	30,1%	0,6%
Tăng trưởng EPS	-14,9%	41,1%	31,5%	0,6%
PER theo giá hiện tại	26,7x	18,9x	14,4x	14,3x
PBR theo giá hiện tại	1,4x	1,4x	1,4x	1,3x
ROE	6,6%	7,6%	9,8%	9,3%
Lợi suất cổ tức theo giá hiện tại	3,7%	3,7%	4,7%	4,2%
Nợ xấu	3,0%	2,2%	1,8%	1,8%
Tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu	14,7%	14,1%	12,6%	11,8%

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

- Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2015 của Ngân hàng TMCP Á Châu cho thấy dấu hiệu khả quan nhất trong 4 năm qua, dù chưa thể so sánh với giai đoạn thành công lớn 2010/2011.

- Chúng tôi hoàn toàn ủng hộ ACB khi 2 sự kiện sau diễn ra: 1) những giải pháp xử lý nợ từ 6 công ty có liên quan đến nguyên Chủ tịch HĐQT diễn ra theo chiều hướng chấp nhận được và 2) diễn biến về trần sở hữu khối ngoại (FOL) đối với các ngân hàng. ACB dự định hoàn tất kế hoạch 1) vào thời điểm gần cuối năm và chúng tôi cho rằng kế hoạch 2) sẽ tuân theo các điều chỉnh pháp lý trong năm nay mà không thông báo trước, hoặc ít nhất là công bố trong năm 2016.

- Trong quý trước, chúng tôi đã nhận định về khả năng ACB đang cảm nhận "sức ép" từ việc các ngân hàng quốc doanh đang thâm nhập lĩnh vực ngân hàng bán lẻ, và việc lãi suất cho vay của ACB giảm 120 điểm cơ bản so với cuối năm 2014 - mức giảm mạnh nhất trong số các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi - đã cho thấy nhận định này là đúng (số liệu dự phóng trong 6 tháng đầu năm 2015). ACB vẫn đang có lãi suất cho vay cao thứ hai là 8,1% (do lĩnh vực cho vay cá nhân/DN vừa và nhỏ-SME có tính rủi ro cao hơn), nhưng không thể phủ nhận rằng mảng ngân hàng bán lẻ đang trở nên ngày càng cạnh tranh.

- Tuy nhiên, trong khi các đối thủ cạnh tranh trực tiếp của ACB trong lĩnh vực cho vay bán lẻ/SME đang gặp khó khăn, kết hợp yếu tố CAR (hệ số an toàn vốn) vững chắc với khả năng quản trị tốt giúp ngân hàng này là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong số các ngân hàng tư nhân.

- Tính đến quý 2/2015, chúng tôi tính toán dư nợ ròng của 6 công ty đề cập bên trên là 5.292 tỷ đồng so với giá trị tài sản thế chấp tại ACB là 5.340 tỷ đồng, con số tài sản thế chấp thấp hơn 3,1% so với giá trị sổ sách ban đầu.

- Mỗi hoài nghi sau cuộc họp ĐHCĐ của chúng tôi về mức tăng trưởng dư nợ bán lẻ 25% đã biến mất, chúng tôi giờ đây sử dụng con số theo dự báo. Dự báo KQKD của các ngân hàng không cần quá chú trọng đến con số LNST mà phải hiểu rõ làm cách nào để đạt kết quả này. Dự báo năm 2015 của chúng tôi là ACB sẽ quay lại vị thế dẫn đầu tăng trưởng tín dụng ngành ngân hàng khi đạt 18,7%, NIM (tỷ lệ lãi cận biên) sẽ cải thiện đạt 3,19% và khoản trích dự phòng về cơ bản sẽ không thay đổi nhiều ở mức 968 tỷ đồng (mặc dù chúng tôi mong muốn con số cao hơn), nhằm đạt con số LNST 1.238 tỷ đồng so với kế hoạch 1.300 tỷ đồng. Với mức giá đóng cửa 19.000 đồng, ACB đang giao dịch với P/E dự phóng 14,4 lần và P/B dự phóng 1,4 lần. Giá mục tiêu đã điều chỉnh tăng của chúng tôi là 20.300 đồng, tương ứng với tổng mức sinh lời 11,5% và khuyến nghị **KHẢ QUAN**.

## Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ KINH DOANH	2014A	2015F	2016F	BẢNG CĐKT	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng				tỷ đồng			
Thu nhập từ lãi	13.703	13.989	16.630	Tiền mặt	2.496	2.921	3.213
Chi phí lãi	-8.937	-8.232	-9.898	Tiền gửi tại NHNN	3.358	3.791	4.397
Thu nhập lãi thuần	4.766	5.758	6.732	Cho vay các TCTD khác	4.559	5.235	5.850
Thu nhập từ dịch vụ	945	992	1.042	Chứng khoán KD	1.105	1.062	1.110
Chi phí từ dịch vụ	-250	-263	-271	Chứng khoán KD	1.108	1.065	1.113
Lãi thuần dịch vụ	694	729	771	Dự phòng giảm giá	-3	-3	-3
Lãi kinh doanh ngoại hối	184	129	138	Công cụ phái sinh	14	15	16
Lãi CK kinh doanh	341	150	186	Cho vay KH	114.745	136.460	162.934
Lãi từ HĐ khác	49	176	233	Cho vay KH	116.324	138.025	164.633
Thu nhập từ góp vốn	23	24	25	Dự phòng rủi ro	-1.579	-1.566	-1.699
Chi phí hoạt động	-3.864	-4.404	-5.059	Chứng khoán đầu tư	39.677	46.196	49.157
LN trước dự phòng	2.193	2.561	3.025	Sẵn sàng để bán	23.572	26.264	28.197
Chi phí dự phòng	-977	-968	-1.469	Giữ đến ngày đáo hạn	16.105	20.651	22.156
LN trước thuế	1.215	1.592	1.557	Dự phòng giảm giá	-393	-719	-1.196
Thuế	-264	-354	-311	Đầu tư dài hạn	887	737	737
LN sau thuế	952	1.239	1.245	Tài sản cố định	2.805	2.966	3.137
Trừ: lợi ích CĐTS	0	0	0	TS cố định hữu hình	2.385	2.504	2.629
<b>LN ròng trừ CĐTS, báo cáo</b>	<b>952</b>	<b>1.239</b>	<b>1.245</b>	TS cố định cho thuê	0	0	0
<b>LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh<sup>(1)</sup></b>	<b>942</b>	<b>1.239</b>	<b>1.245</b>	TS cố định vô hình	420	462	508
<b>Định giá</b>				Bất động sản đầu tư	9	9	9
EPS cơ bản báo cáo, VND	1.015	1.321	1.328	Tài sản khác	9.955	6.761	7.787
EPS cơ bản điều chỉnh VND	1.004	1.321	1.328	<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>179.610</b>	<b>206.151</b>	<b>238.346</b>
EPS pha loãng hoàn toàn <sup>(2)</sup> , VND	1.004	1.321	1.328	Nợ phải trả	167.212	193.359	224.231
Giá trị sổ sách/CP (ĐỒNG)	13.221	13.642	15.053	Nợ CP và NHNN	0	0	0
P/E (lần)	18,9	14,4	14,3	Tiền gửi & vay TCTD khác	6.145	8.485	10.334
P/B (lần)	1,4	1,4	1,3	Tiền gửi KH	154.614	177.806	206.255
<b>Chỉ số khả năng sinh lợi</b>				Công cụ phái sinh	0	0	0
Biên lãi ròng (NIM) (%)	3,0	3,2	3,2	Nguồn vốn khác	188	166	166
Suất sinh lợi/ tài sản (%)	8,6	7,7	7,9	Giấy tờ có giá	3.078	3.078	3.078
Chi phí vốn (%)	5,7	4,7	4,8	Các khoản nợ khác	3.187	3.825	4.399
Tỷ lệ chi phí/ thu nhập (CIR) (%)	63,8	63,2	62,6	Vốn CSH	12.397	12.792	14.115
ROAE (%)	7,6	9,8	9,3	Vốn của TCTD	9.377	9.377	9.540
ROAA (%)	0,5	0,6	0,6	Quý của TCTD	2.208	2.387	2.568
ROAA trước dự phòng	1,3	1,3	1,4	Chênh lệch tỷ giá	0	0	0
<b>Tăng trưởng tài sản</b>				Cổ phiếu quỹ	-665	-665	0
Tăng trưởng tín dụng (%)	8,5	18,7	19,3	Lợi nhuận giữ lại	1.478	1.693	2.007
Tăng trưởng huy động (%)	11,9	15,0	16,0	Lợi ích của CĐTS	0	0	0
<b>Chất lượng tài sản</b>				<b>NỢ PHẢI TRẢ &amp; VỐN</b>	<b>179.610</b>	<b>206.151</b>	<b>238.346</b>
Tỷ lệ nợ xấu (NPL) (%)	2,2	1,8	1,8				
Dự phòng/NPL (%)	62,3	63,0	57,3				
Dự phòng/cho vay (%)	1,4	1,1	1,0				
Chi phí dự phòng/cho vay (%)	0,8	0,7	0,9				
NPL/Vốn CSH (%)	20,4	19,4	21,0				
<b>Thanh khoản</b>							
Cho vay/ HĐ từ KH (%)	74,7	77,0	79,4				
Vay liên ngân hàng (%)	3,7	4,5	4,7				
CAR (%)	14,1	12,6	11,8				
Vốn CSH/tài sản (%)	6,9	6,2	5,9				

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC. (1) Các tỷ lệ được tính dựa theo lợi nhuận báo cáo. LNST và EPS điều chỉnh được điều chỉnh có khấu trừ khoản trích vào quỹ thưởng cho nhân viên (Thông tư 200). (2) Bao gồm lợi tức cổ phiếu, phát hành riêng lẻ, quyền mua sắp thực hiện (nếu có)

## Dự báo KQLN

	2015 Trước đây	2016 Trước đây	2015 Hiện nay	2016 Hiện nay	Lý do điều chỉnh dự báo
<b>Tỷ đồng</b>					
Thu nhập lãi ròng	5.512	6.600	5.758	6.732	Giả định tăng trưởng tín dụng khách hàng trong năm 2015 tăng từ 13,5% lên mức 18,7% hiện tại là lý do chính làm tăng dự báo thu nhập lãi ròng
Thu nhập ngoài lãi	1.341	1.402	1.207	1.353	Khoản lỗ đối với danh mục trái phiếu phi Chính phủ trong quý 2/2015 và việc phân loại lại phí bảo lãnh vào thu nhập lãi ròng khiến chúng tôi điều chỉnh giảm con số này
Lợi nhuận trước dự phòng	2.655	3.133	2.561	3.025	
Chi phí dự phòng	-1.479	-1.926	-968	-1.469	Trong 6 tháng đầu năm, chi phí dự phòng của ACB đã chứng lại và có khả năng sẽ sử dụng chi phí dự phòng là công cụ để đạt lợi nhuận kế hoạch
LN trước thuế	1.177	1.207	1.592	1.557	
LN ròng sau thuế	915	966	1.239	1.245	Áp lực về lợi nhuận khá cao ở các ngân hàng và chúng tôi điều chỉnh dự báo LNST của chúng tôi gần với kế hoạch. Chúng tôi tái khẳng định rằng không cần quá chú trọng đến con số LNST mà phải hiểu rõ làm cách nào để đạt kết quả này
<b>Tăng trưởng hàng năm %</b>					
Thu nhập lãi ròng	15,7	19,7	20,8	16,9	
Thu nhập ngoài lãi	3,9	4,6	-6,5	12,1	
Lợi nhuận trước dự phòng	21,1	18,0	16,8	18,1	
Chi phí dự phòng	51,3	30,3	-0,9	51,7	
LN trước thuế	-3,2	2,6	31,0	-2,2	
LN sau thuế	-3,8	5,5	30,1	0,6	
Cho vay khách hàng	13,5	15,0	18,7	19,3	
Tiền gửi	12,0	12,0	15,0	16,0	
<b>Các chỉ báo chính</b>					
Tỷ lệ lãi biên NIM (%)	3,2	3,4	3,2	3,2	NIM thấp hơn trong năm 2016, ghi nhận sự gia tăng cạnh tranh từ thị trường ngân hàng bán lẻ
Thay đổi NIM (%)	+17	+23	+19	0	
Tỷ lệ chi phí/thu nhập CIR (%)	61,3	60,8	63,2	62,6	Chúng tôi sử dụng giả định giảm chi phí tiền lương và chi phí hoạt động khác, do đó sẽ có mức giảm rõ ràng hơn trong năm những cuối cùng trong mô hình giả định
Tỷ lệ cho vay/huy động LDR (%)	76,2	78,3	77,0	79,4	
Tỷ lệ nợ xấu (NPL) (%)	3,0	3,0	1,8	1,8	Đây thực sự là thành tựu của ACB dựa trên cách thức ghi nhận nợ xấu quá hạn của ngân hàng này (mức nợ xấu của ACB giảm có ý nghĩa lớn hơn nhiều so với mức giảm tương ứng ở các ngân hàng bán lẻ/SME khác)
Tỷ lệ trích lập dự phòng/nợ xấu (LLR) (%)	49,2	50,4	63,0	57,3	
ROAA (%)	0,5	0,5	0,6	0,6	
ROAE (%)	7,3	7,1	9,8	9,3	
Tỷ lệ an toàn vốn CAR (%)	13,1	12,9	12,6	11,8	
<b>Chỉ báo định giá</b>					
Cổ tức/CP (đồng)	500	500	900	800	Sau ĐHCĐ, chúng tôi nâng giả định cổ tức tiền mặt
Lợi suất cổ tức (%)	2,6	2,6	4,7	4,2	
EPS (đồng)	976	936	1.321	1.328	
Tăng trưởng EPS (%)	-3,8	-4,1	31,5	0,6	
Giá trị sổ sách/số CP (đồng)	13.697	14.024	13.642	15.053	
PER (lần)	19,5	20,3	14,4	14,3	
PBR (lần)	1,4	1,4	1,4	1,3	

Nguồn: Số liệu do ngân hàng cung cấp và ước tính của VCSC

## KQKD 6 tháng đầu năm 2015:

Tăng trưởng dư nợ tín dụng đạt 10,3% so với thời điểm cuối năm 2014 cùng với việc các cam kết (của các khoản mục ngoài bảng cân đối kế toán) tăng gần gấp 3 trong quý 2/2015 so với quý 1/2015 là hai cột mốc chính mang lại sự tự tin cho ACB: tỷ lệ CAR cao (con số quý 2/2015 là 13,5% và nếu các yếu tố khác không đổi sẽ tăng thêm 38 điểm cơ bản khi cổ phiếu quỹ được bán hết) tạo ra cho ACB sự linh hoạt lớn để có thể chủ động phát triển kinh doanh trong những quý tới.

Khi theo dõi tỷ lệ NIM dự phóng cho năm từ số liệu quý, nhà đầu tư có nhận thấy sức mạnh trong quý 1/2015 đã giảm nhẹ trong quý 2, giảm từ 3,26% còn 3,21%: chủ yếu do lãi suất cho vay giảm như đã được đề cập ở trang 1.

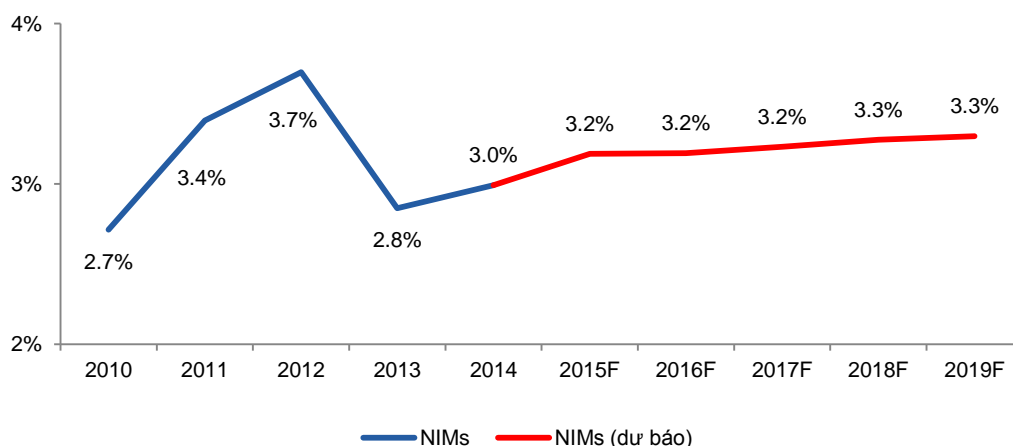
Sau 14 quý có xu hướng giảm đối với các hoạt động liên ngân hàng nói chung, quý 2/2015 cho thấy những dấu hiệu hoạt động này bắt đầu quay trở lại thị trường: mặc dù lãi suất liên ngân hàng nhìn chung có xu hướng biến động, mức lãi suất 6,7%/năm được dự phóng trong nửa đầu năm 2015 là mức cao so với biên độ 4,6%-8,2% kể từ năm 2013. Một điểm tích cực khác là ACB đã giảm các khoản vay cho các tổ chức tín dụng khác, thay vào đó tập trung vào các khoản tiền gửi kỳ hạn 3 tháng cho các tổ chức tín dụng, một phân khúc có vẻ ít rủi ro hơn.

Dù không phải là thách thức cho riêng ACB, áp lực đạt được lợi nhuận đã bộc lộ ở khoản dự phòng cụ thể khi các khoản xóa nợ gia tăng trong 6 tháng đầu năm 2015 đi đôi với khoản trích dự phòng thấp hơn so với 6 tháng đầu năm 2014: ACB đã xóa nợ 323 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2015 so với con số 35 tỷ đồng cùng kỳ năm 2014, trong khi các khoản trích dự phòng cụ thể chỉ là 178 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2015 so với 408 tỷ đồng cùng kỳ năm ngoái, do chi phí dự phòng đã được chuyển sang dự phòng cho trái phiếu của VAMC.

## Các giả định trong mô hình định giá

Mô hình giả định NIM không quá khả quan trong khoảng 3,2%-3,3%: một nhận định chung cho thấy mảng ngân hàng bán lẻ sẽ trở nên cạnh tranh gay gắt hơn trong thời gian tới.

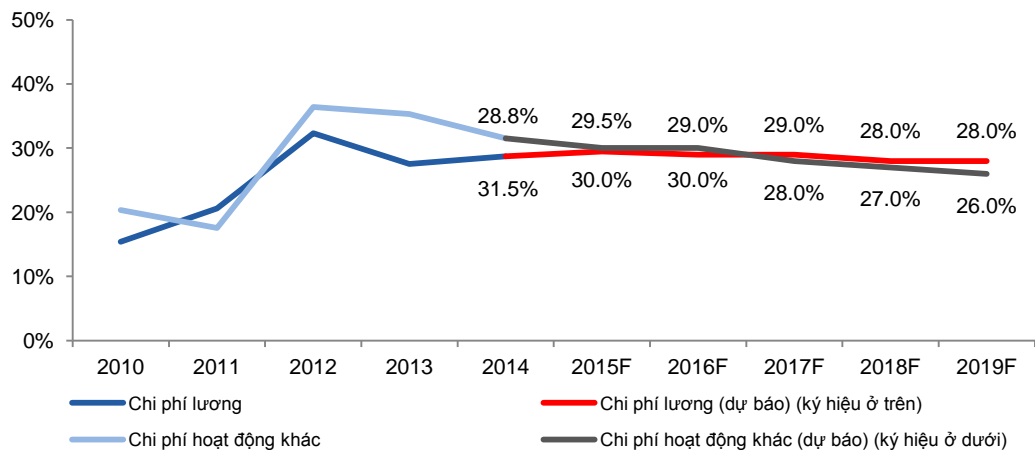
Hình 1: Diễn biến NIM từ năm 2010 đến 2019



Nguồn: Ước tính của VCSC

Mức lương nhân viên cao và các chi phí hoạt động khác sẽ giảm, củng cố cho định giá của chúng tôi. Bằng cách so sánh, lương và các chi phí hoạt động khác của ACB trong năm cuối cùng của mô hình định giá lần lượt 28% và 26%, so với con số của VCB chỉ là 20% và 10%.

Hình 2: Diễn biến tiền lương và chi phí hoạt động khác từ năm 2010 đến 2019



Nguồn: Ước tính của VCSC

**Cổ phiếu quỹ được giả định sẽ được bán hết trong năm 2016 với giá 20.000 đồng/CP.** Điểm đáng chú ý theo quy định mức trần FOL 30% dành cho các ngân hàng, các cổ phiếu này sẽ chỉ được bán cho các đầu tư trong nước.

#### Giả định thu nhập thặng dư của ACB

Giả định	2015	2016	2017	2018	2019	Cuối kỳ
Lãi suất phi rủi ro	5,5%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,0%
Phần bù rủi ro	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Chi phí chủ sở hữu	10,1%	10,1%	10,6%	11,1%	11,6%	11,6%
Hệ số beta	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x
ROE (vốn chủ sở hữu đầu kỳ)	10,0%	9,7%	10,9%	11,8%	15,0%	
Chi phí chủ sở hữu	10,1%	10,1%	10,6%	11,1%	11,6%	
Thu nhập thặng dư	-0,1%	-0,3%	0,3%	0,8%	3,4%	
Giá trị vốn CSH đầu kỳ	12.397	12.792	14.115	16.702	17.848	
Thu nhập thặng dư	-7	-40	48	126	610	
Giá trị hiện tại TN thặng dư	-7	-36	38	91	395	
Tăng trưởng liên tục	4%					
Vốn CSH đầu kỳ	12.397					
Giá trị hiện tại TN thặng dư 2015-2019	481					
Giá trị hiện tại TN thặng dư cuối kỳ	5.062					
Giá trị hiện tại thu nhập thặng dư	17.940					
Số cổ phiếu (triệu)	938					
<b>Giá mục tiêu 12 tháng (VND)</b>	<b>19.132</b>					

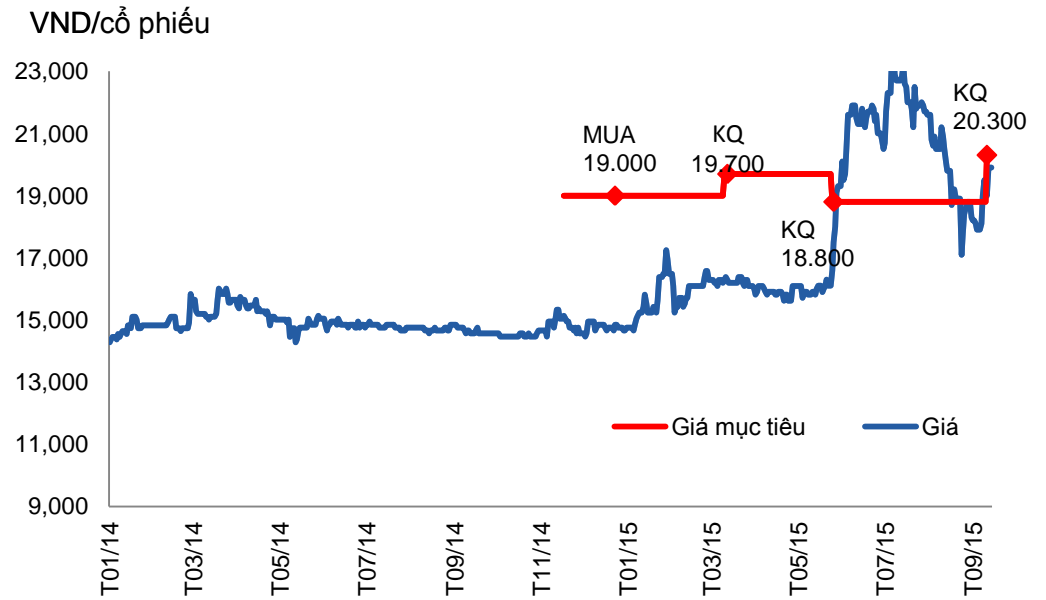
Nguồn: Ước tính của VCSC

**Giá trị hợp lý có hệ số của ACB**

	Mục tiêu	Giá trị mục tiêu	Hệ số	Giá trị có hệ số
Phương pháp P/B	1,75x GT sổ sách 2015	23.873	25%	5.951
Phương pháp thu nhập thặng dư		19.132	75%	14.349
<b>Giá trị hợp lý có hệ số</b>			<b>100%</b>	<b>20.300</b>
Giá hiện tại				19.000
TL tăng tiềm năng và LS cổ tức				11,5%

*Nguồn: Ước tính của VCSC*

## Lịch sử Khuyến nghị



Vui lòng xem Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC ở trang sau

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Ngô Hoàng Long và Nguyễn Lê Hoàng Yến, 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 đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (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 đông (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 đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (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 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

Vũ Thanh Tú, +848 3914 3588 ext 105  
[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto: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

Văn Đình Phong, Chuyên viên ext 139

#### Vĩ mô và Thị trường

Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142

Dương Mỹ Thanh, CV vĩ mô ext 173

### 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)

### 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)

#### 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)

#### 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

#### Tổ chức trong nước

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