

# HT1 [KHẢ QUAN +18%] - KQKD Quý 3 ấn tượng nâng cao kỳ vọng - Cập nhật

Dương Mỹ Thanh  
Chuyên viên

## CTCP Xi Măng Hà Tiên 1 (HT1), Sản xuất xi măng

Giá: 26.800VND      Giá mục tiêu: 31.700VND      TL tăng: 18%  
Giá trị vốn hóa: 380tr USD      GTGD/ngày (30 ngày): 0,1tr USD      Room KN: 10%

09/11/2015

### Các chỉ số chính

Sở hữu của khối ngoại	10%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	318 triệu
Số CP pha loãng hoàn toàn	318 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	26.900
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	15.600

### Cơ cấu cổ đông

VICEM	79,7%
Ban lãnh đạo	0,3%
Nhân viên	0,9%
Khác	19,1%

Các chỉ số chính	2013A	2014A	2015F	2016F
Doanh thu, tỷ đồng	6.369	6.758	7.709	8.318
LNST trừ lợi ích CĐTS, tỷ đồng	3	305	725	910
Tăng trưởng doanh thu	9,4%	6,1%	14,1%	7,9%
Tăng trưởng LN trước thuế	19,5%	-16,3%	62,7%	15,7%
Tăng trưởng EPS (*)	N/M	N/M	134,2%	25,5%
PER theo giá thị trường (*)	N/M	30,6	13,1	10,4
PBR theo giá thị trường	2,3	1,9	1,6	1,6
ROE	0,1%	8,8%	17,7%	18,6%
Lợi suất cổ tức theo giá thị trường	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nợ ròng / vốn CSH %	251%	187,2%	129,9%	86,6%

Ghi chú: (\*)Tăng trưởng EPS và PER được tính dựa trên EPS điều chỉnh theo Thông tư 200 (loại trừ lợi nhuận bất thường và phân phối cho quỹ khen thưởng phúc lợi). Chúng tôi giả định trong các năm 2015 và 2016, HT1 sẽ phân phối 10% LNST cả năm cho quý này.

**\* KQLN Quý 3 của HT1 đầy ấn tượng bất chấp khoản lỗ chênh lệch tỷ giá 83 tỷ đồng nhờ sản lượng bán xi măng và biên lợi nhuận tăng cao hơn dự kiến. Nhu cầu xi măng tăng mạnh nhờ lĩnh vực xây dựng.**

**\* Vì vậy, chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 31.700 đồng, sau khi điều chỉnh tăng 20% dự báo EPS 2015 (đã điều chỉnh cho việc trích quỹ khen thưởng phúc lợi theo Thông tư 200) vì chúng tôi điều chỉnh tăng thêm 4,6% đối với dự báo sản lượng xi măng bán ra và biên EBITDA tăng thêm 0.8% so với dự phóng trước đó.**

**\* Giá mục tiêu mới tương ứng mức PER 2015 (có điều chỉnh theo Thông tư 200) và EV/EBITDA lần lượt là 15,4 lần và 7,9 lần (của các công ty xi măng khác trong khu vực lần lượt là 21,9 lần và 12,3 lần). Nhìn sang năm 2016, PER theo giá mục tiêu (có điều chỉnh theo Thông tư 200) và EV/EBITDA sẽ giảm xuống còn 12,3 lần và 6,5 lần nhờ EPS tăng 26%. Chúng tôi dự báo tăng trưởng kép hàng năm của EPS giai đoạn 2015-2018 sẽ đạt 21%.**

**Lợi nhuận 9 tháng đầu năm 2015 cao hơn 87% so với mục tiêu thận trọng của ban lãnh đạo và đạt 88% dự báo trước đây của chúng tôi tại mức 535 tỷ đồng (so với 91 tỷ đồng cùng kỳ năm ngoái). Con số này gần như phản ánh lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh vì lãi chênh lệch tỷ giá tính từ đầu năm đến cuối tháng 9 chỉ còn 11 tỷ đồng.**

**... vì sản lượng xi măng bán ra vẫn ở mức cao ngay cả trong mùa thấp điểm. Sản lượng bán xi măng của HT1 trong Quý 3/2015 tăng 21% so với cùng kỳ năm ngoái (cao hơn nhiều so với dự báo của chúng tôi là tăng 13%) lên gần 1,5 triệu tấn, chỉ thấp hơn 5% so với Quý 2/2015 (Quý 2 và Quý 4 là mùa cao điểm). Đáng chú ý, sản lượng xi măng xả bán ra chỉ giảm nhẹ 3% so với Quý 2 vì các dự án lớn như Hàm Đèo Cả và Khu đô thị Đại Quang Minh vẫn được tích cực thi công trong giai đoạn này.**

**Biên EBITDA tăng mạnh hơn so với dự báo của chúng tôi nhờ sản lượng xi măng tăng, đồng thời giá than giảm. Biên EBITDA trong 9 tháng đầu năm 2015 đạt 25,7% so với dự báo trước đây cho cả năm của chúng tôi là 25,2%. Sản lượng bán xi măng Quý 3 cao hơn so với dự báo trong bối cảnh sản xuất clinker ổn định, tiếp tục giúp chi phí cố định cho trên mỗi tấn xi măng ở mức thấp. Đồng thời, biên EBITDA cũng tăng nhờ giá than giảm. Vinacomin (TKV), nhà cung cấp than chính của HT1, đưa ra mức giá thấp hơn 5%-7% trong Quý 2/2015. Đáng chú ý, than chiếm khoảng 26%-28% chi phí sản xuất xi măng và gần như là chi phí cố định.**

Hình 1: Biên EBITDA tăng liên tục theo quý trong năm nay

	Q1/2014	Q2/2014*	Q3/2014*	Q4/2014	Q1/2015	Q2/2015	Q3/2015
SL bán xi măng (nghìn tấn)	977	1.300	1.238	1.371	1.104	1.582	1.489
EBITDA (tỷ đồng)	402	336	294	455	395	530	510
Biên EBITDA	25,5%	19,5%	18,4%	24,6%	24,7%	25,7%	26,7%

(\*) Biên lợi nhuận giảm do hoạt động sản xuất clinker tại Nhà máy Bình Phước bị gián đoạn – HT1 phải mua clinker từ bên ngoài để duy trì hoạt động sản xuất xi măng.

**Vì Quý 4 là mùa cao điểm của ngành xi măng, chúng tôi nâng dự báo cả năm lên gần 5,8 triệu tấn (tăng 18% so với năm 2014).** Trong 9 tháng đầu năm, HT1 đã bán được 4,2 triệu tấn xi măng, tăng 19% so với cùng kỳ năm ngoái, cao hơn so với mức tăng trưởng của ngành tại khu vực phía nam là 15%.

**Ngoài ra, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo biên EBITDA lên 26%**, tương ứng biên EBITDA Quý 4/2015 là 26,7% (bằng Quý 3/2015). Tuy nhiên, thực tế vẫn còn có khả năng biên EBITDA sẽ cải thiện hơn nữa – việc tăng cường sản xuất để đáp ứng nhu cầu trong mùa cao điểm ngành xi măng sẽ giúp giảm chi phí cố định trên mỗi tấn xi măng. Phân tích độ nhạy của chúng tôi cho thấy nếu biên EBITDA giảm 1% thì ước tính EPS 2015 của chúng tôi sẽ tăng 8%.

**Lợi nhuận gộp ổn định giúp HT1 hoàn tất phân bổ lợi thế thương mại sớm hơn so với dự báo – đây là một tích cực cho việc ghi nhận lợi nhuận từ HĐKD năm 2016.** Tính đến cuối năm 2014, lợi thế thương mại của HT1 là 108 tỷ đồng, bao gồm 78 tỷ đồng từ việc cổ phần hóa năm 2007 và 30 tỷ đồng từ việc sáp nhập HT2 năm 2010. Theo kế hoạch, tổng giá trị phân bổ cho năm 2015 là 54 tỷ đồng và quá trình phân bổ sẽ kết thúc năm 2016 đối với khoản lợi thế thương mại từ cổ phần hóa và 2020 đối với khoản lợi thế thương mại từ việc sáp nhập HT2.

Tuy nhiên, trong 9 tháng đầu năm 2015, HT1 đã ghi nhận 81 tỷ đồng phân bổ lợi thế thương mại vào chi phí quản lý (hay 27 tỷ đồng mỗi quý). Như vậy, kết thúc năm nay, công ty hoàn tất việc phân bổ này. Do đó, chúng tôi sẽ loại bỏ khoản phân bổ lợi thế thương mại trong dự báo chi phí quản lý năm 2016, giúp EPS năm 2016 sẽ tăng thêm 170 đồng.

**Khả năng điều chỉnh tỷ giá VND/USD trong Quý 4 là rủi ro duy nhất đối với dự báo EPS 2015 của chúng tôi.** Chúng tôi giữ nguyên giả định tỷ giá EUR/VND sẽ không thay đổi trong năm 2015 nên HT1 sẽ không ghi nhận lỗ hay lãi từ chênh lệch tỷ giá. Tính đến cuối tháng chín, HT1 lãi ròng từ chênh lệch tỷ giá 11 tỷ đồng và nếu tiền đồng Việt Nam trượt giá 1% so với đồng EUR thì HT1 sẽ ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá khoảng 15 tỷ đồng. Tuy nhiên, trong tháng 10, VND đã tăng 2,4% so với đồng EUR và Bloomberg dự báo trong Quý 4, EUR sẽ trượt giá 2,7% so với đồng USD.

Hình 2: Tổng kết KQLN hàng Quý

tỷ đồng	Q1/2014	Q2/2014	Q3/2014	Q4/2014	Q1/2015	Q2/2015	Q3/2015
Doanh thu	1.578	1.727	1.599	1.853	1.600	2.063	1.909
LN từ HĐKD	251	160	137	300	246	381	358
LNST	3	14	100	279	250	146	138
Lỗ/lãi từ chênh lệch tỷ giá	-111	-16	85	94	183	-89	-83
Biên LN HĐKD	15,9%	9,3%	8,6%	16,2%	15,4%	18,4%	18,8%

## Báo cáo tài chính

KQLN	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
Doanh thu thuần	6.758	7.709	8.318
Giá vốn hàng bán	-5.424	-5.988	-6.439
Lợi nhuận gộp	1.334	1.722	1.878
Chi phí bán hàng	-321	-93	-106
Chi phí quản lý DN	-164	-248	-175
LN thuần HĐKD (EBIT)	848	1.381	1.597
Thu nhập tài chính	292	0	0
Chi phí tài chính	-746	-454	-462
Trong đó, chi phí lãi vay	-523	-431	-398
Lỗ/lãi từ công ty liên kết	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	1	3	3
Lợi nhuận trước thuế	396	930	1.138
Thuế TNDN	-91	-205	-228
LNST trước lợi ích CĐTS	305	725	910
Lợi ích CĐTS	0	0	0
<b>LNST trừ LI CĐTS. theo báo cáo</b>	<b>305</b>	<b>725</b>	<b>910</b>
<b>LNST trừ LI CĐTS. điều chỉnh <sup>(1)</sup></b>	<b>305</b>	<b>725</b>	<b>910</b>
EBITDA	944	1.350	1.560
EPS cơ bản theo báo cáo. VND	959	2.281	2.862
EPS cơ bản điều chỉnh <sup>(1)</sup> . VND	876	2.053	2.576
EPS pha loãng <sup>(2)</sup> . VND	959	2.281	2.862

CHỈ SỐ	2014A	2015F	2016F
<b>Tăng trưởng</b>			
Tăng trưởng doanh thu	6,1%	14,1%	7,9%
Tăng trưởng LN HĐKD	-16,3%	62,7%	15,7%
Tăng trưởng LN trước thuế	7254,7%	135,0%	22,4%
Tăng trưởng EPS	6881,1%	134,2%	25,5%
<b>Khả năng sinh lợi</b>			
Biên LN gộp	19,7%	22,3%	22,6%
Biên LN từ HĐKD (EBIT)	12,6%	17,9%	19,2%
Biên EBITDA	22,0%	26,0%	27,0%
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS. điều chỉnh	4,5%	9,4%	10,9%
ROE	8,8%	17,7%	18,6%
ROA	2,4%	5,8%	7,4%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>			
Số ngày tồn kho	65,4	61,5	62,3
Số ngày phải thu	23,6	25,3	26,0
Số ngày phải trả	70,3	65,4	66,2
TG luân chuyển tiền	18,7	21,3	22,0
<b>Thanh khoản</b>			
CS thanh toán hiện hành	0,4	0,5	0,5
CS thanh toán nhanh	0,2	0,2	0,2
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,0	0,0
Nợ/Tài sản	0,6	0,5	0,4
Nợ/Vốn CSH	0,7	0,6	0,5
Nợ ròng/Vốn CSH	1,9	1,3	0,9
Khả năng thanh toán lãi vay	1,6	3,2	4,0

Bảng CĐKT	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
Tiền và tương đương	219	154	166
Đầu tư TC ngắn hạn	36	36	36
Các khoản phải thu	497	570	615
Hàng tồn kho	959	1.058	1.138
TS ngắn hạn	15	15	15
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>1.726</b>	<b>1.834</b>	<b>1.971</b>
TS dài hạn (gộp)	14.769	14.969	15.269
- Khấu hao lũy kế	-4.070	-4.695	-5.345
TS dài hạn (ròng)	10.699	10.274	9.924
Đầu tư TC dài hạn	56	56	56
TS dài hạn khác	181	181	181
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>10.936</b>	<b>10.511</b>	<b>10.161</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>12.662</b>	<b>12.345</b>	<b>12.132</b>
Các khoản phải thu	1.020	1.126	1.211
Nợ ngắn hạn	2.110	1.899	1.852
Phải trả ngắn hạn	720	761	821
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>3.851</b>	<b>3.786</b>	<b>3.884</b>
Vay và nợ dài hạn	5.097	4.093	2.945
Phải trả dài hạn khác	0	0	0
Tổng nợ	8.948	7.880	6.829
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Vốn điều lệ	3.180	3.180	3.180
Thặng dư vốn CP	71	71	71
Lợi nhuận giữ lại	316	1.015	1.852
Vốn CSH khác	148	200	200
Lợi ích CĐTS	0	0	0
<b>Tổng vốn CSH</b>	<b>3.714</b>	<b>4.465</b>	<b>5.303</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>12.662</b>	<b>12.345</b>	<b>12.132</b>

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>202</b>	<b>219</b>	<b>154</b>
Lợi nhuận sau thuế	305	725	910
Khấu hao	639	625	650
Thay đổi vốn lưu động	104	-26	20
Điều chỉnh khác	-51	49	-8
<b>Tiền từ HĐKD</b>	<b>997</b>	<b>1.373</b>	<b>1.573</b>
Chi mua sắm TSCĐ	-161	-200	-300
Đầu tư	-26	0	0
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-186</b>	<b>-200</b>	<b>-300</b>
Cổ tức đã trả	0	0	0
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-629	-1.026	-1.213
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-387	-211	-48
Khác	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-794</b>	<b>-1.237</b>	<b>-1.261</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>17</b>	<b>-65</b>	<b>12</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>219</b>	<b>154</b>	<b>166</b>

Nguồn: BC tài chính của công ty, dự báo của VCSC. (1) EPS cơ bản điều chỉnh là EPS trừ lợi nhuận bất thường và trừ phân phối cho quỹ khen thưởng phúc lợi theo Thông tư 200.

## KQLN theo quý

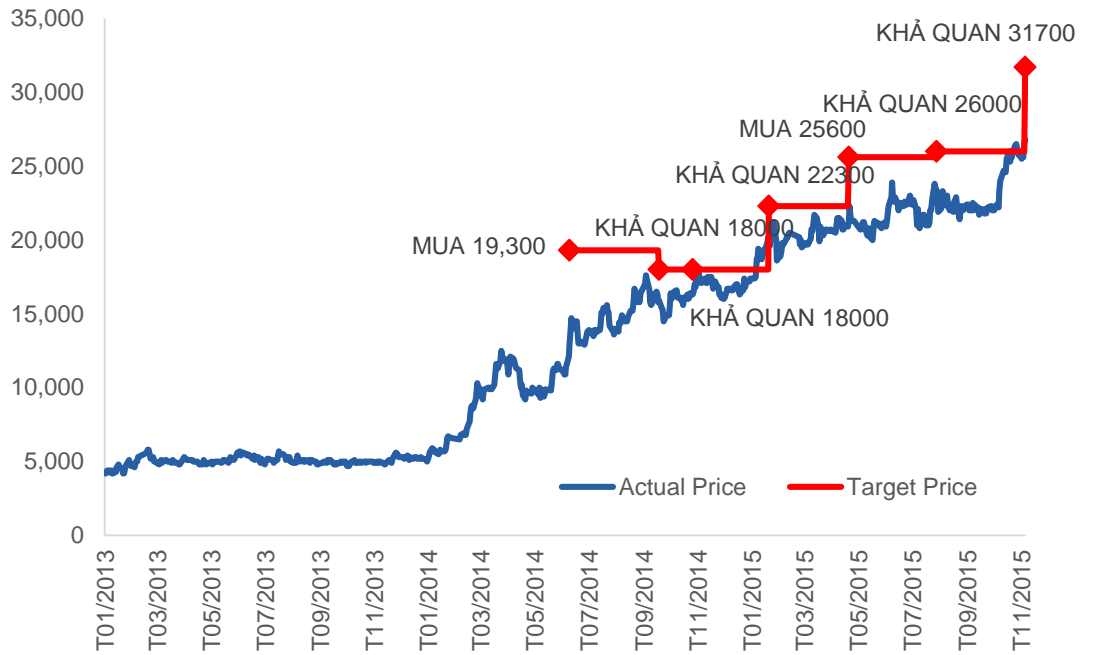
2015	Q1	Q2	Q3	Q4	KQ tính từ đầu năm	Mục tiêu của công ty	Dự báo của VCSC
Doanh thu. tỷ đồng	1.600	2.063	1.909	N/A	5.572	7.159	7.709
Mục tiêu LNST. chưa điều chỉnh	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	286	725
Mục tiêu LNST. điều chỉnh	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	725
Biên lợi nhuận gộp	22,20%	21,01%	23,08%	N/A	22,06%	N/A	22,33%
Biên lợi nhuận từ hoạt động	15,36%	18,45%	18,75%	N/A	17,66%	N/A	17,91%
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS (điều chỉnh)	15,65%	7,10%	7,22%	N/A	9,59%	N/A	9,41%
Tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ năm trước	1,36%	19,43%	19,37%	N/A	13,60%	N/A	14,07%
Tăng trưởng LN từ hoạt động so với cùng kỳ năm trước	-2,26%	137,96%	161,40%	N/A	79,53%	N/A	62,74%
<b>2014</b>							
Doanh thu. tỷ đồng	1.578	1.727	1.599	1.853	6.758		
Mục tiêu LNST. chưa điều chỉnh	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
Mục tiêu LNST. điều chỉnh	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
Biên lợi nhuận gộp	21,61%	16,59%	16,21%	24,11%	19,73%		
Biên lợi nhuận từ hoạt động	15,92%	9,26%	8,56%	16,20%	12,55%		
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS (điều chỉnh)	0,13%	0,65%	4,86%	18,37%	4,51%		
Tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ năm trước	37,06%	-7,64%	1,15%	4,94%	6,11%		
Tăng trưởng LN từ hoạt động so với cùng kỳ năm trước	32,25%	-49,51%	-37,42%	4,11%	-16,33%		
<b>2013</b>							
Doanh thu. tỷ đồng	1.152	1.870	1.581	1.766	6.369		
Mục tiêu LNST. chưa điều chỉnh	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
Mục tiêu LNST. điều chỉnh	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
Biên lợi nhuận gộp	20,37%	23,62%	19,80%	24,94%	22,45%		
Biên lợi nhuận từ hoạt động	16,50%	16,94%	13,84%	16,33%	15,92%		
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS (điều chỉnh)	0,06%	0,05%	-4,59%	4,13%	0,04%		
Tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ năm trước	-0,78%	10,74%	10,90%	14,02%	9,36%		
Tăng trưởng LN từ hoạt động so với cùng kỳ năm trước	-18,43%	44,94%	31,91%	30,51%	19,51%		

Lưu ý: LNST điều chỉnh = LNST trừ lợi ích cổ đông thiểu số trừ lợi nhuận bất thường

## Dự báo KLQN

	KQ 2014	Dự báo 2015 (trước đây)	Dự báo 2015 (hiện nay)	So sánh dự báo 2015 hiện nay với KQ2014	Ghi chú
tỷ đồng					
Doanh thu thuần	6.758	7.708	7.709	14%	
Xi măng	6.191	7.122	7.159	16%	Nâng dự báo tăng trưởng sản lượng bán xi măng lên 18% từ mức 13% (Mức tăng trưởng trong 9 tháng đầu năm 2015 so với cùng kỳ năm ngoái đạt 19%). Điều chỉnh giảm dự báo giá bán xi măng xuống còn 0% từ 2% trước đây vì HT1 đến nay vẫn chưa tăng giá đợt nào.
Clinker	417	448	380	-9%	Điều chỉnh giảm sản lượng clinker còn 418.000 tấn từ 500.000 tấn vì khi lượng sản xuất xi măng tăng sẽ khiến lượng clinker còn lại để bán ít đi.
Khác	149	138	171	15%	
LN gộp	1.334	1.564	1.722	29%	
Xi măng	1.304	1.533	1.662	27%	Giá than giảm và sản lượng bán xi măng cao hơn so với dự kiến khiến chi phí cố định cho mỗi tấn xi măng giảm.
Clinker	78	73	69	-11%	
Khác	(49)	(42)	(10)	-81%	
Chi phí bán hàng & marketing	(321)	(142)	(93)	-71%	Nhu cầu xi măng tăng mạnh giúp HT1 tiết kiệm chi phí bán hàng nhưng vẫn giữ được thị phần
Chi phí quản lý	(164)	(170)	(248)	51%	Phân bổ lợi thế thương mại vào chi phí quản lý tăng từ 54 tỷ đồng lên 108 tỷ đồng. Vì vậy, quá trình phân bổ sẽ kết thúc trong năm nay.
Phân bổ lợi thế thương mại	(54)	(54)	(108)	0%	
LN thuần HĐKD	848	1.252	1.381	63%	
LN không từ HĐKD	70	(8)	(22)	-132%	
Lỗ tỷ giá (Phân bổ dần dần)	(208)	0	0	-100%	
Lãi/lỗ tỷ giá (do VND tăng/trượt giá)	278	(8)	(22)	-108%	
Chi phí Lãi vay	(523)	(469)	(431)	-17%	
LN trước thuế	396	778	930	135%	
LN sau thuế	305	607	725	138%	
LN ròng sau thuế (sau lợi ích CĐT)	305	607	725	138%	
EBITDA	1.487	1.943	2.006	35%	
<i>Biên LN gộp %</i>	19,7%	20,3%	22,3%		
<i>Biên LN gộp xi măng %</i>	21,1%	21,5%	23,2%		
<i>Biên LN gộp clinker %</i>	18,7%	16,3%	18,2%		
<i>Biên LN gộp khác %</i>	-33,2%	-30,3%	-5,6%		
<i>Chi phí bán hàng và tiếp thị/doanh thu</i>	-4,8%	-1,8%	-1,2%		
<i>Chi phí điều hành/doanh thu</i>	-2,4%	-2,2%	-3,2%		
<i>Biên EBIT %</i>	12,6%	16,2%	17,9%		
<i>Biên EBITDA %</i>	22,0%	25,2%	26,0%		
<i>Biên LNST%</i>	4,5%	7,9%	9,4%		
<i>Thuế suất%</i>	22,0%	22,0%	22,0%		

## Lịch sử Khuyến nghị



Vui lòng xem Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC tại trang kế tiếp



## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Dương Mỹ Thanh, 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 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. Ví dụ, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự 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  
Đinh Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140  
Nguyễn Lê Hoàng Yến, CV cao cấp ext 124  
Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116  
Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149  
Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

#### Vĩ mô và Thị trường

Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142  
Lê Ngọc Trâm, CV cao cấp ext 194  
Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181  
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

Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147  
Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138

#### 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.