

Hoàng Minh Hải
 Chuyên viên

CTCP Tập đoàn Container Việt Nam (VSC)
Điều hành cảng

Giá thị trường : 75.500VND	Giá mục tiêu 1 năm: N/A	TL tăng N/A / LS cổ tức 2,0%
SL cổ phiếu lưu hành: 41,4 triệu / Pha loãng 41,4 triệu	Thấp nhất 52 tuần 39.400VND / cao nhất 80.000VND	Cổ phần Nhà nước 0% / Nội bộ N/A
Giá trị vốn hóa: 118 triệu USD	GTGD trung bình/ngày (30 ngày): 0,53 triệu USD	Sở hữu KN 49% / Room KN 49%

18/01/2015

	KQ 2012	KQ 2013	KQ2 014	Dự báo 2015
Doanh thu (tỷ đồng)	779,4	791,9	891,2	931,0
Tăng trưởng %	+20,9%	+1,5%	+12,6%	+4,5%
LNST và sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	228,6	240,5	248,0	295,0
Tăng trưởng %	+19,7%	+5,2%	+3,3%	+18,9%
Tăng trưởng EPS theo báo cáo (*)	-4,0%	-12,8%	-14,4%	-2,9%
Tăng trưởng EPS lõi (*)	-7,2%	+0,9%	-13%	-3,1%
PER theo giá thị trường (theo báo cáo)	7,4	9,0	10,5	11,4
PER theo giá thị trường (theo EPS lõi)	9,4	9,5	10,9	11,8
PBR theo giá thị trường	2,3	3,5	2,9	2,1
ROE %	32,6%	29,3%	25,6%	22,0%
Cổ tức / cổ phiếu (đồng)	3.500	1.500	1.500	1.500
Lợi suất cổ tức theo giá thị trường	4,7%	2,0%	2,0%	2,0%
Nợ ròng / Vốn chủ sở hữu	33%	n/m	5,9%	14,7%

Ghi chú: (*) Việc tính EPS có phản ánh đóng góp vào quỹ khen thưởng, phúc lợi cho nhân viên trích từ LNST theo Thông tư 200; EPS chuẩn hóa được tiếp tục điều chỉnh bằng cách loại trừ tác động của các khoản mục bất thường.

Năm 2015, biên lợi nhuận gộp của CTCP Tập đoàn Container Việt Nam (VSC) tăng mạnh nhờ dịch vụ container lạnh tăng bất thường. Doanh thu từ container lạnh theo ước tính đạt 140 tỷ đồng (6,4 triệu USD) trong năm 2015, tăng mạnh 250% so với năm 2014. Trong 9 tháng đầu năm 2015, có hơn 2.000 container lạnh tồn đọng tại khu vực Cảng Hải Phòng, chủ yếu vận chuyển thực phẩm đông lạnh được nhập khẩu bằng đường biển vào Việt Nam để vận chuyển tiếp sang Trung Quốc bằng đường bộ. Việc Trung Quốc thắt chặt biên giới Việt-Trung trong các tháng gần đây đã khiến thủ tục hải quan tốn nhiều thời gian, kéo dài giai đoạn lưu kho các kho lạnh này. Các dịch vụ container lạnh (bốc xếp, điện) có biên lợi nhuận gộp cao hơn nhiều (lên đến 50%) so với các dịch vụ bốc xếp container khác do tính chất chuyên biệt.

Các cảng tại Hải Phòng dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh nhờ dòng vốn FDI vào thành phố này tiếp tục ổn định. Trong ba năm qua, Hải Phòng luôn là một trong năm thành phố thu hút nhiều FDI nhất tại Việt Nam. Xu hướng tăng của dòng vốn FDI từ các doanh nghiệp Nhật Bản, và gần đây là các doanh nghiệp Hàn Quốc như LG, dự kiến sẽ ổn định trong các năm tới, qua đó giúp duy trì mức tăng trưởng 14%-18% về lưu lượng hàng hóa đi qua các cảng tại Hải Phòng từ 2016 đến 2020.

Vị trí thuận lợi sẽ giúp cảng Vip-Green hưởng lợi từ việc tăng trưởng hàng hóa thông qua tại khu vực Hải Phòng. Năm 2016, chúng tôi cho rằng chỉ các công ty điều hành cảng tại khu vực hạ nguồn (như Vip-Green) của sông Bạch Đằng có thể thu hút lượng hàng hóa tăng thêm tại Hải Phòng. Tính đến cuối tháng 12/2015, lưu lượng hàng hóa qua Hải Phòng dự kiến lên đến 3,75 triệu TEU, tăng 12,1% so với năm 2014. Chúng tôi giả định năm 2016, tỷ lệ tăng trưởng lưu lượng hàng hóa trong khu vực này sẽ được duy trì, như vậy sẽ có thêm 400.000-450.000TEU được xếp dỡ tại khu vực Hải Phòng vào năm tới, cao hơn so với năm 2015.

Tổng kết năm 2015 – Dịch vụ container lạnh đóng vai trò cốt lõi trong tăng trưởng biên lợi nhuận gộp

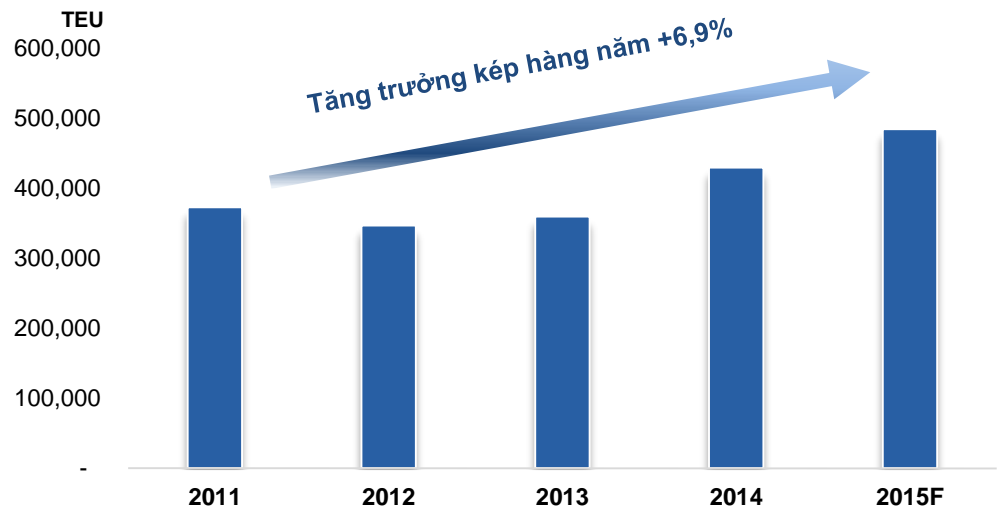
Năm 2015, biên lợi nhuận gộp tăng mạnh nhờ dịch vụ container lạnh tăng bất thường. Doanh thu từ container lạnh theo ước tính đạt 140 tỷ đồng (6,4 triệu USD) trong năm 2015, tăng mạnh 250% so với năm 2014. Trong 9 tháng đầu năm 2015, có hơn 2.000 container lạnh tại khu vực Cảng Hải Phòng, chủ yếu vận chuyển thực phẩm đông lạnh được nhập khẩu bằng đường biển vào Việt Nam để vận chuyển tiếp sang Trung Quốc bằng đường bộ. Việc Trung Quốc thắt chặt biên giới Việt-Trung trong các tháng gần đây đã khiến thủ tục hải quan tốn nhiều thời gian, kéo dài giai đoạn lưu kho các container lạnh này. Các dịch vụ container lạnh (bốc xếp, điện) có biên lợi nhuận gộp cao hơn nhiều (lên đến 50%) so với các dịch vụ bốc xếp container khác.

KQKD 2015: Doanh thu dự kiến tăng nhẹ nhưng biên lợi nhuận gộp tăng mạnh. Chúng tôi cho rằng VSC nhiều khả năng đạt 931 tỷ đồng (42,7 triệu USD), tăng 4,5% trong năm 2015. Biên lợi nhuận gộp 2015 dự báo đạt khoảng 40,5%, cao hơn nhiều so với mức 34,5% năm 2014. Trong đó, kết quả cụ thể các lĩnh vực như sau:

- **Điều hành cảng:** Tổng lưu lượng hàng hóa năm 2015 thông qua hệ thống cảng của VSC dự kiến đạt 485.000TEU (tăng 12,7% so với năm 2014). Dự báo tổng lượng hàng hóa qua Cảng Green Port đạt 360.000TEU, xấp xỉ năm 2014. Lượng hàng hóa đi qua cảng PTSC Đình Vũ, do VSC thuê lại để thực hiện các dịch vụ bốc xếp khi cảng Green Port bị quá tải, dự kiến đạt 100.000TEU (tăng 43% so với năm 2014). Về cảng mới VIP-Green, vì đang giai đoạn chạy thử nên chỉ có thể tiếp nhận 3-4 tàu/tuần, tương đương 25.000TEU năm 2015. Doanh thu từ hoạt động điều hành cảng dự báo đạt 574 tỷ đồng (26,3 triệu USD), tăng 13% so với năm 2014.
- **Lĩnh vực CFS:** Chúng tôi dự báo lượng hàng hóa sẽ đạt 19.000 TEU, tăng 11% so với năm 2014, mang lại 97 tỷ đồng doanh thu (4,4 triệu USD), tăng 9% so với năm 2014.
- **Bãi depot:** Chúng tôi dự báo tổng lượng hàng hóa sẽ đạt 237.000 TEU, tăng 13% so với năm 2014. Lượng hàng hóa qua hệ thống depot này mang lại khoảng 180 tỷ đồng doanh thu (8,2 triệu USD), tăng 13% so với năm 2014.
- **Các lĩnh vực khác:** Vì VSC thanh lý hai xà lan năm 2014, chúng tôi cho rằng doanh thu từ các lĩnh vực khác năm 2015 chỉ đạt 80 tỷ đồng (3,7 triệu USD), giảm 40% so với năm 2014.

Chúng tôi cho rằng LNST năm 2015 sẽ tăng 18,9% lên 295 tỷ đồng (13,5 triệu USD), với EPS sau khi khấu trừ khoản trích vào quỹ khen thưởng - phúc lợi khoảng 6.496 đồng. Theo giá đóng cửa ngày 15/01/2016 là 74.000 đồng/cổ phiếu, VSC hiện đang giao dịch tại mức P/E 2015 là 11,4 lần, khá hợp lý so với các công ty khác trong ngành.

Hình 1: Lưu lượng hàng hóa đi qua hệ thống cảng của VSC theo năm



Nguồn: VCSC, số liệu của VSC

Cảng mới sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu nhưng không mang lại nhiều lợi nhuận trong năm 2016

Dự án cảng VIP – Green Port là liên doanh giữa VSC và VIPCO (CTCP Vận tải Xăng dầu VIPCO, mã VIP). VSC sở hữu 65%, VIP sở hữu 35%, và cán bộ, nhân viên của VSC nắm giữ 5% còn lại. Tổng vốn đầu tư vào liên doanh khoảng 1.373 tỷ đồng (62,9 triệu USD), trong đó 373 tỷ đồng (17,1 triệu USD) được dùng để trả tiền sử dụng đất cho VIPCO và 1.000 tỷ đồng (45,8 triệu USD) được đầu tư vào xây dựng cảng. Cảng nằm tại hạ nguồn sông Cấm, có thể tiếp nhận các tàu trọng tải lên đến 30.000DWT, cao nhất trong số các cảng tại khu vực Hải Phòng. Công suất thiết kế của cảng vào khoảng 500.000 TEU/năm; qua đó, tổng công suất của hệ thống cảng của VSC sẽ lên đến 860.000TEU/năm, gấp khoảng 2,4 lần công suất tối đa hiện tại. Cầu cảng đầu tiên đã được hoàn tất tháng 11/2015 và cầu cảng thứ hai dự kiến sẽ được hoàn tất tháng 06/2016.

Vì cảng Green Port hiện đã hoạt động với công suất tối đa, cảng VIP-Green Port dự kiến sẽ là yếu tố thúc đẩy tăng trưởng cho VSC năm 2016. Giai đoạn 1 của dự án đã được hoàn tất và cầu cảng thứ nhất đã đi vào hoạt động tháng 11/2015. Vì VIP-Green hiện đang giai đoạn chạy thử nên mỗi tuần chỉ có thể tiếp nhận 3-4 tàu, tương đương 100.000 TEU trong bốn tháng đầu sau khi đi vào hoạt động. Chúng tôi đưa ra hai kịch bản cho cầu cảng thứ hai như sau:

- 1) Nếu cầu cảng thứ hai đi vào hoạt động trong Quý 2/2016, tổng lượng hàng hóa đi qua cảng VIP-Green năm 2016 có thể đạt 323.200 TEU và tổng lượng hàng hóa đi qua hệ thống cảng của VSC có thể tăng 90%; hoặc
- 2) Nếu cầu cảng thứ hai đi vào hoạt động trong Quý 3, tổng lượng hàng hóa đi qua VIP-Green năm 2016 có thể lên đến 280.000TEU và do đó, tổng lượng hàng hóa đi qua hệ thống cảng của VSC có thể tăng 78%. Trong cả hai kịch bản, doanh thu của VSC tăng mạnh. Tuy nhiên, vì mỗi cảng sẽ chỉ bắt đầu mang lại lợi nhuận khi hoạt động trên 50% công suất, lợi nhuận từ cảng mới dự báo sẽ không đáng kể trong năm 2016.

Triển vọng ngành năm 2016

Trong năm 2016, chỉ những công ty vận hành cảng nằm tại hạ lưu sông Cấm mới có thể tiếp nhận lượng hàng hóa xử lý gia tăng tại Hải Phòng. Vào cuối tháng 12/2015, có dự báo cho rằng số lượng hàng hóa đi qua cảng Hải Phòng sẽ đạt mức 3,75 triệu TEU, tăng 12,1% so với con số năm 2014. Trong năm 2016, chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng hàng hóa đi qua cảng trong khu vực này sẽ được duy trì, tương ứng với mức tăng trưởng lượng hàng hóa 400.000 – 450.000 TEU sẽ được xử lý tại Hải Phòng trong năm 2016, vượt xa con số 2015. Tuy nhiên, lượng hàng toán tăng thêm này sẽ không dành cho tất cả các công ty vận hành cảng do những lý do sau:

- 1) Việc xây dựng cầu Bạch Đằng làm gián đoạn lượng hàng hóa lưu thông ở khu vực thượng lưu sông Cấm. Do đó, cả 7 cảng trong khu vực này bao gồm Cảng Xanh, Nam Hải, Đoàn Xá, Transvina, Chùa Vẽ, SNP 128 và Hải An có khả năng chỉ đạt mức tăng trưởng không đáng kể hoặc khiếm tốn về lượng hàng hóa xử lý năm 2016. Cũng cần chú ý rằng tất cả các cảng tại thượng nguồn chỉ có thể tiếp nhận tàu 10.000 DWT, trong khi việc đi vào hoạt động của các cảng lớn hơn tại khu vực hạ nguồn, như NHDV, VIP-Green gần đây đã thu hút nhiều tàu hàng lớn từ các khách hàng mới, với công suất tàu từ 20.000-30.000 DWT. Công suất của các đội tàu mới đang gia tăng, cao hơn 10.000 DWT khi các hãng vận chuyển tàu biển chuyển sang tàu hàng lớn nhằm tận dụng lợi thế về quy mô.
- 2) Chỉ có 4 cảng tại khu vực hạ lưu sông Cấm vẫn còn công suất trống hoặc công suất mới sắp triển khai để thu hút lượng hàng hóa mới trong khu vực này: Tân Vũ (PHP), SNP 189, Nam Hải Đình Vũ (GMD) và VIP – Green (VSC). (hình 8).
- 3) Các cảng tại hạ lưu nằm liền kề với khu công nghiệp Đình Vũ. Do đó, các cảng này sẽ được ưu tiên lựa chọn để xuất khẩu hàng hóa trung gian và thành phẩm của các công ty sản xuất FDI.

Nhìn chung, việc lượng hàng hóa xử lý tăng mạnh sẽ giúp các công ty vận hành cảng như VSC và GMD gia tăng thị phần trong khu vực. Ngược lại, thị phần của các công ty nhỏ hơn nằm tại khu vực thượng lưu có thể bị thu hẹp tương ứng.

Hình 2: Triển vọng của các công ty vận hành cảng ở Hải Phòng bị ảnh hưởng đáng kể bởi vị trí



Nguồn: VCSC, Google maps

Hình 3: Triển vọng của các công ty vận hành cảng năm 2016

Vị trí	Cảng	Công suất	Hiệu suất năm 2015	Quan điểm của VCSC về triển vọng năm 2016
Các cảng ở thượng lưu	SNP 128	200.000	93,8%	Cảng ở khu vực thượng lưu sông Cẩm không thể tiếp nhận thêm hàng hóa do 3 lý do: (1) công suất đã đầy hoặc gần đầy, (2) chất lượng dịch vụ khá thấp tại các cảng, ví dụ như Transvina và Chùa Vẽ, (3) gián đoạn do việc xây dựng cầu Bạch Đằng, (4) không thể tiếp nhận tàu lớn hơn 10.000 DWT do những trở ngại về mặt địa lý khi các tàu này không thể đi sâu vào nội địa.
	Hải An (HAH)	200.000	137,5%	
	Chùa Vẽ (PHP)	800.000	36,3%	
	Cảng Xanh (VSC)	400.000	88,5%	
	Transvina	200.000	42,5%	
	Đoàn Xá (DXP)	250.000	88,0%	
	Nam Hải (GMD)	200.000	108,0%	
Các cảng ở hạ lưu	PTSC Đình Vũ (PVS)	200.000	102,5%	Đầy công suất
	SNP 189	200.000	56,3%	Có thể thu hút thêm hàng hóa nhưng vị trí và quy mô là khá bất lợi so với các đối thủ xung quanh
	Đình Vũ (DVP)	600.000	100,8%	Đầy công suất
	Tân Vũ (PHP)	800.000	93,8%	Tổng lượng hàng hóa xử lý có thể tăng 20.000 TEU (+3% YoY)
	Nam Hải Đình Vũ (GMD)	650.000*	69,2%	Tổng lượng hàng hóa xử lý có thể tăng 150.000 TEU (+33% YoY)
	VIP-Green (VSC)	500.000	0,0%	Tổng lượng hàng hóa xử lý trong năm đầu tiên có

Dự kiến sẽ tận dụng mức gia tăng hàng hóa 450.000 TEU tại Hải Phòng trong năm 2016

				thể tăng 280.000 TEU
--	--	--	--	----------------------

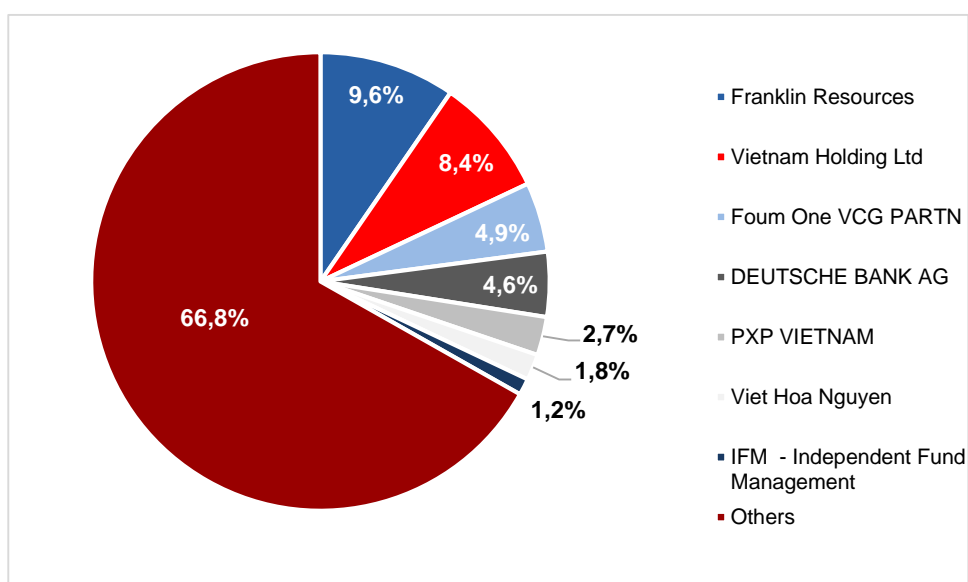
Nguồn: VCSC, Số liệu từ phía công ty, VPA.

*Ghi chú: Cảng Nam Hải Đình Vũ có thể gia tăng công suất thiết kế từ 500.000 – 650.000 TEU do gia tăng kho và bãi chứa container mới

Các thông tin khác

Chính sách cổ tức: Chúng tôi ước tính tỷ lệ cổ tức sẽ là 10% trong năm 2016, do VSC cần đầu tư vốn đáng kể vào các cảng mới

Hình 4: Cơ cấu cổ đông



Nguồn: VCSC, Bloomberg

So sánh định giá

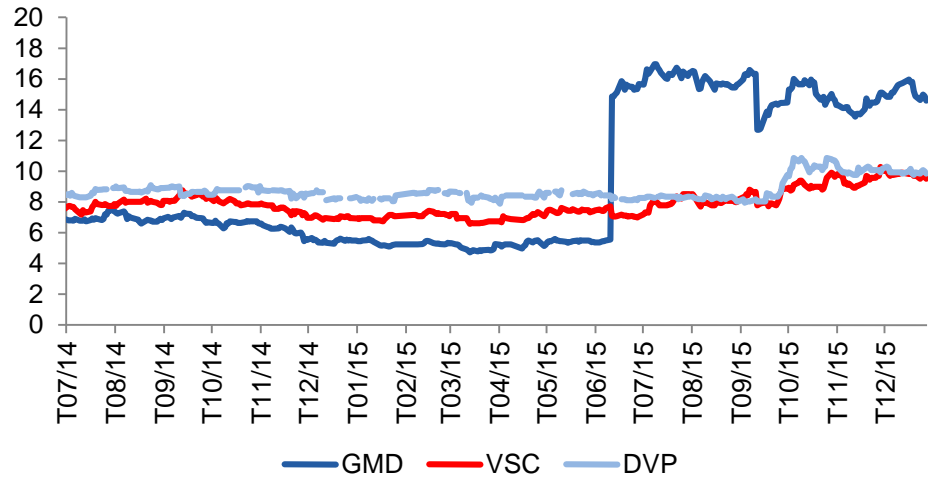
Công ty	GT vốn hóa (tỷ đồng)	Tăng trưởng DT	Biên LN gộp	Biên LNST	ROE	ROA	12 tháng gần nhất P/E	LQ P/B
GMD	4.809	+23,3%	20,8%	17,6%	6,4%	3,7%	14,9	0,9
DVP	3.127	+21,5%	43,6%	42,1%	31,6%	24,7%	10,0	2,9
VSC	2.540	+4,5%	35,0%	27,8%	28,1%	19,9%	9,7	2,6
Trung bình							12,5	1,9

Trung vị

n/a

n/a

Hình 5: Diễn biến P/E của các công ty vận hành cảng



Nguồn: Bloomberg

Ghi chú: Tỷ lệ P/E của GMD bất ngờ tăng sau ngày 25/06 do lợi nhuận trượt sử dụng trong cách tính tỷ lệ P/E vào thời điểm đó không bao gồm mức lợi nhuận cao đáng kể trong quý 2/2014. Cũng cần lưu ý rằng mức lợi nhuận đáng kể trong quý 2/2014 chủ yếu cho lợi nhuận hơn 600 tỷ đồng (27,5 triệu USD) từ việc bán 85% cổ phần tại Gemadept Tower.

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN tỷ đồng				BẢNG CĐKT tỷ đồng			
	2013A	2014A	2015F		2013A	2014A	2015F
Doanh thu thuần	791,9	891,2	931,0	Tiền và tương đương	281,7	216,0	n/a
Giá vốn hàng bán	488,6	579,4	544,0	Đầu tư TC ngắn hạn	60,9	52,1	n/a
Lợi nhuận gộp	303,2	311,8	387,0	Các khoản phải thu	121,0	154,3	n/a
Chi phí bán hàng	3,3	2,9	7,7	Hàng tồn kho	10,3	7,3	n/a
Chi phí quản lí DN	31,3	45,0	34,6	TS ngắn hạn khác	19,5	50,6	n/a
LN thuần HĐKD	268,6	263,9	344,7	Tổng TS ngắn hạn	493,5	480,4	n/a
Doanh thu tài chính	15,6	16,2	12,3	TS dài hạn (gộp)	704,2	770,0	n/a
Chi phí tài chính	4,2	7,8	0,9	- Khấu hao lũy kế	294,4	349,0	n/a
Trong đó, chi phí lãi vay	1,4	0,4	0,3	TS dài hạn (ròng)	409,8	421,0	n/a
Lợi nhuận từ công ty LDLC	13,0	13,3	6,2	Đầu tư TC dài hạn	41,6	100,3	n/a
Lợi nhuận/(chi phí) khác	2,4	1,4	1,4	TS dài hạn khác	140,9	493,4	n/a
LNTT	303,8	302,4	363,6	Tổng TS dài hạn	639,1	1.014,7	n/a
Thuế TNDN	63,4	54,3	68,6	Tổng Tài sản	1.132,6	1.495,1	n/a
LNST trước CĐTS	240,5	248,0	295,0				
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	Phải trả ngắn hạn	78,8	88,4	n/a
Doanh thu thuần	240,5	248,0	295,0	Nợ ngắn hạn	0	3,9	n/a
Giá vốn hàng bán	229,1	241,1	284,4	Nợ ngắn hạn khác	160,5	177,4	n/a
EBITDA	333,0	350,0	n/a	Tổng nợ ngắn hạn	239,3	269,7	n/a
EPS cơ bản báo cáo, VND	8.394	7.182	6.496	Nợ dài hạn	8,9	9,0	n/a
EPS cơ bản điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	8.009	6.979	6.263	Nợ dài hạn khác	0,8	0,6	n/a
EPS pha loãng hoàn toàn ⁽²⁾ , VND	8.009	6.979	6.263	Tổng nợ	249,1	9,6	n/a
TỶ LỆ				CỔ PHIẾU ƯU ĐÃI			
	2013A	2014A	2015F		2013A	2014A	2015F
Tăng trưởng				Vốn cổ phần	288,1	345,4	n/a
Tăng trưởng doanh thu	+1,7%	+12,5%	+4,5%	Thặng dư vốn CP	37,2	37,2	n/a
Tăng trưởng LN HĐKD	+13,9%	-1,7%	+30,3%	Lợi nhuận giữ lại	234,3	250,8	n/a
Tăng trưởng LNTT	+4,8%	-0,5%	+20,3%	Vốn khác	323,9	425,0	n/a
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-4,8%	n/a	-3,1%	Lợi ích CĐTS	0	157,5	n/a
				Vốn chủ sở hữu	883,5	1.058,4	n/a
Khả năng sinh lời				Tổng cộng nguồn vốn	1.132,6	1.495,1	n/a
Biên LN gộp %	38,3%	35,0%	41,6%				
Biên LN từ HĐ %	33,9%	29,6%	37,0%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ tỷ đồng			
Biên EBITDA	42,0%	39,3%	n/a	Tiền đầu năm	46,9	281,7	n/a
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	28,9%	27,0%	30,5%	Lợi nhuận sau thuế	240,5	248,0	n/a
ROE %	29,3%	28,1%	22,0%	Khấu hao	64	70,0	n/a
ROA %	21,9%	19,9%	n/a	Thay đổi vốn lưu động	n/a	n/a	n/a
				Điều chỉnh khác	n/a	n/a	n/a
Chỉ số hiệu quả vận hành				Tiền từ hoạt động KD	239,7	-39,4	n/a
Số ngày tồn kho	10,1	5,5	n/a				
Số ngày phải thu	57,0	56,6	n/a	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-174,2	-34,0	n/a
Số ngày phải trả	36,5	34,1	n/a	Đầu tư	290,5	30,0	n/a
TG luân chuyển tiền	30,5	28,0	n/a	Tiền từ HĐ đầu tư	116,3	-4,0	n/a
Thanh khoản				Cổ tức đã trả	-89,6	-48,7	n/a
CS thanh toán hiện hành	2,0	1,8	n/a	Tăng (giảm) vốn	0	22,5	n/a
CS thanh toán nhanh	2,0	1,6	n/a	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-8,9	-9,0	n/a
CS thanh toán tiền mặt	1,2	0,8	n/a	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-22,4	-3,9	n/a
Nợ/Tài sản	0,8%	0,8%	n/a	Tiền từ các hoạt động TC khác	-0,3	16,8	n/a
Nợ/Vốn sử dụng	1,0%	1,2%	n/a	Tiền từ hoạt động TC	-121,2	-22,3	n/a
Nợ/Vốn CSH	N/m	0	n/a				
Khả năng thanh toán lãi vay	N/m	660,0	n/a	Tổng lưu chuyển tiền tệ	234,8	-65,7	n/a
				Tiền cuối năm	281,7	216,0	n/a

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

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

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

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

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

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

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

Phòng giao dịch

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

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Barry Weisblatt, +848 3914 3588 ext 105
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

BDS, Xây dựng và Vật liệu

Hoàng Văn Thọ, Chuyên viên ext 174
Vương Khắc Huy, Chuyên viên ext 139
Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149

Hàng tiêu dùng, Ôtô và Sắm lốp

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng ext 143
Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185
Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147

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

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
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

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

Đình Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140
Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

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

Tổ chức trong nước

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

Hà Nội

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

Khuyến cáo

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