

Nguyễn Thị Anh Đào
Chuyên viên cao cấp

26/01/2016

Công ty Cổ phần Dược Hậu Giang (DHG)
Y tế, thuốc gốc

Giá thị trường: 63.000 VND	Giá mục tiêu 1 năm : 71.500 VND	TL tăng 13,5% / LS cổ tức 4,8%
SL cổ phiếu lưu hành 86,9 triệu / Pha loãng 86,9 triệu	Thấp nhất 52 tuần 60.000 / cao nhất 94.000	Cổ phần Nhà nước 43,4% / Nội bộ 1%
Giá trị vốn hóa : 253 triệu USD	GTGD trung bình/ngày (30 ngày): 0,03 triệu USD	Sở hữu KN 49% / Room KN 49%

	2014A	2015A	2016F	2017F
Doanh thu (tỷ đồng)	3.913	3.609	3.589	3.948
Tăng trưởng %	15%	-8%	-1%	10%
LNST và sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	533	590	679	726
Tăng trưởng %	-9%	11%	15%	7%
Tăng trưởng EPS theo báo cáo (*)	-9%	11%	15%	7%
Tăng trưởng EPS chuẩn hóa (*)	7%	11%	15%	7%
PER theo giá thị trường (theo báo cáo)	11,7	10,5	9,2	8,6
PER theo giá thị trường (chuẩn hóa)	11,7	10,5	9,2	8,6
PBR theo giá thị trường	2,1	2,2	1,9	1,7
ROE %	25%	25%	25%	24%
Cổ tức / cổ phiếu (đồng)	3.000	3.000	3.000	3.000
Lợi suất cổ tức theo giá thị trường	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Nợ ròng / Vốn chủ sở hữu	-14%	-13%	-17%	-21%

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.

Chúng tôi điều chỉnh tăng 3,8% giá mục tiêu dành cho CTCP Dược Hậu Giang (DHG) lên 71.500VND và nâng khuyến nghị lên KHẢ QUAN vì các lý do sau:

Việc cắt giảm các hoạt động quảng cáo và khuyến mãi để tập trung vào tái cơ cấu đội ngũ bán hàng khiến LNST 2015 cao hơn so với dự báo. Doanh thu thuần năm 2015 giảm 7,8%, phù hợp với dự báo của chúng tôi, nhưng LNST lại tăng 10,7% và vượt 8% dự báo. Lý do là biên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh đạt 19,3%, cao hơn so với dự báo của chúng tôi là 18,0%. Chúng tôi cho rằng kết quả này là nhờ việc giảm các hoạt động quảng cáo và khuyến mãi để tập trung vào tái cơ cấu đội ngũ bán hàng, nhằm phục vụ các khách hàng nhỏ tốt hơn (đóng góp 20% doanh thu).

Doanh thu từ hàng sản xuất phục hồi từ mức thấp sẽ hỗ trợ KQLN 2016. Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo tăng trưởng doanh thu từ hàng sản xuất lên +15%, từ mức +6,3% trước đây, do (1) Việc DHG nỗ lực đẩy mạnh doanh thu từ các khách hàng nhỏ nhưng chưa được khai thác tốt sẽ mang lại kết quả trong năm 2016; và (2) Doanh thu từ các khách hàng lớn phục hồi từ mức thấp của năm 2015. Vì vậy, chúng tôi điều chỉnh tăng 19,1% dự báo LNST 2016. Tuy nhiên, doanh thu 2016 được điều chỉnh giảm 7,4% so với báo cáo trước do thay đổi cách hạch toán đối với hàng khuyến mãi, khiến doanh thu từ phân phối giảm 39%, nhưng lợi nhuận sẽ không bị ảnh hưởng.

Chiến lược cạnh tranh vẫn là vấn đề then chốt giữa tình trạng cạnh tranh tại kênh OTC ngày càng gay gắt. Chúng tôi cho rằng việc tái cơ cấu đội ngũ bán hàng vẫn chưa đủ trong trung hạn, vì cạnh tranh tại kênh OTC (chiếm 90% doanh thu của DHG) ngày càng trở nên gay gắt do các doanh nghiệp dược trong nước chuyển sang OTC nhiều hơn vì Thông tư 1. Ban lãnh đạo vẫn chưa đưa ra kế hoạch thuyết phục để đối phó với việc này và lợi thế cạnh tranh (mạng lưới phân phối) có thể yếu đi khi các đối thủ tích cực mở rộng sự hiện diện của mình tại kênh OTC.

Điều chỉnh tăng giá mục tiêu vì dự báo lợi nhuận tăng. Giá mục tiêu tính theo phương pháp chiết khấu dòng tiền của chúng tôi cao hơn, nhưng phần nào cũng bị ảnh hưởng do việc điều chỉnh lãi suất phi rủi ro từ 5,5% lên 6,5% để phản ánh lợi suất trái phiếu Chính phủ hiện nay, và điều chỉnh phần bù rủi ro từ 7,5% lên 8%. Việc chúng tôi đưa vào định giá PER tương đối (hệ số 20%) cũng khiến giá mục tiêu tăng.

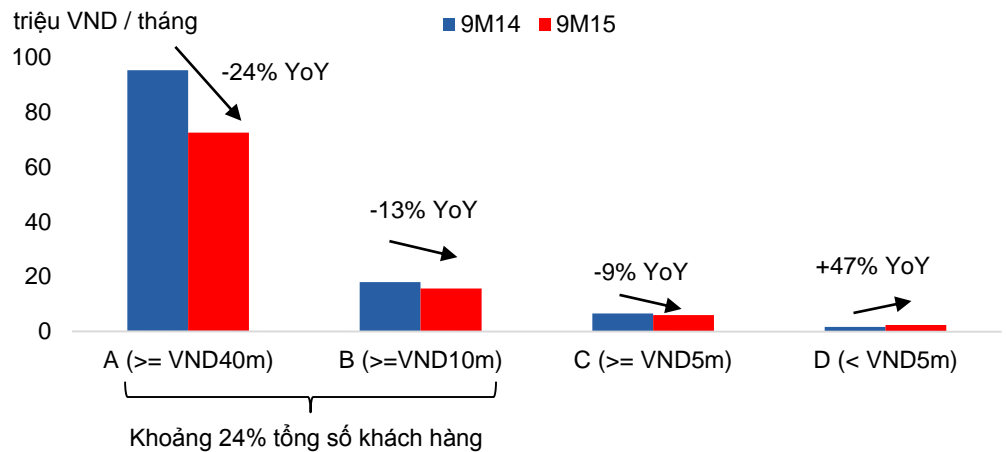
Định giá hấp dẫn so với các công ty cùng ngành. Sau khi giá cổ phiếu giảm khoảng 30% kể từ năm 2014, DHG hiện đang giao dịch tại mức PER 2016 là 9,2 lần, mức mà chúng tôi cho rằng là khá thấp so với mức trung bình 12,1 lần của các doanh nghiệp dược khác trong nước như TRA và IMP, vì DHG có vị thế dẫn đầu trên thị trường, tăng trưởng EPS cao, và lợi suất cổ tức đạt 4,8%.

Tổng kết KQLN 2015 – Kết quả tích cực nhờ tái cơ cấu đội ngũ bán hàng, nhưng vẫn không bù đắp được 6 tháng đầu năm

tỷ đồng	2014	2015	% YoY	Ghi chú
Doanh thu thuần	3.912	3.609	-7,8%	
<i>Hàng sản xuất</i>	3.569	2.673	-25,1%	Các khách hàng lớn gặp vấn đề hàng tồn kho vì DHG tích cực đẩy mạnh doanh thu Quý 4/2014.
<i>Thương mại và khác</i>	344	935	172,1%	Doanh thu thuần 2015 có bao gồm doanh thu hàng khuyến mãi.
Lợi nhuận gộp	2.131	1.414	-33,6%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	54,5%	39,2%		Theo Thông tư 200, một số khoản chiết khấu được xem là giá vốn hàng bán thay vì chi phí bán hàng như trước đây.
Chi phí quản lý và bán hàng	-1.411	-718	-49,2%	
<i>Chi phí quản lý và bán hàng/ Doanh thu thuần</i>	-36,1%	-19,9%		Theo Thông tư 200, một số khoản chiết khấu được xem là giá vốn hàng bán thay vì chi phí bán hàng như trước đây.
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	719	697	-3,1%	Chi phí quảng cáo và khuyến mãi giảm do chuyển sang tập trung vào tái cơ cấu đội ngũ bán hàng và các khách hàng nhỏ.
Lợi nhuận trước thuế	722	704	-2,5%	
LNST	533	590	10,7%	
<i>Thuế suất hiện hành</i>	26,1%	15,6%		Được ưu đãi thuế nhờ nhà máy mới.

Việc tái cơ cấu đội ngũ bán hàng mang lại một số kết quả tích cực nhưng không thể bù đắp sụt giảm doanh thu từ các khách hàng lớn. Trước năm 2015, 20% khách hàng của DHG đóng góp đến 80% doanh thu. Nhờ nỗ lực tái cơ cấu, bao gồm huấn luyện nhân viên kỹ càng hơn, quản lý chặt chẽ hơn với việc trang bị thiết bị kỹ thuật số hỗ trợ cá nhân (PDA), và tăng cường quan hệ với 80% khách hàng còn lại nên DHG để khai thác thêm doanh thu từ nhóm khách hàng này (thông qua tăng cường tổ chức hội thảo giới thiệu sản phẩm, giảm bớt danh mục sản phẩm, v.v.), doanh thu từ các khách hàng nhỏ đã tăng mạnh trong năm 2015. Tuy nhiên, kết quả này vẫn chưa thể bù đắp cho việc doanh thu từ các khách hàng lớn sụt giảm, vì các khách hàng này còn phải giải quyết lượng hàng tồn kho lớn từ việc DHG nỗ lực đẩy mạnh bán hàng vào Quý 4/2014.

Hình 1: Trung bình doanh thu hàng tháng trong 9 tháng đầu năm 2015 của từng nhóm khách hàng (A, B, C, D)



Nguồn: DHG, ước tính của VCSC

Triển vọng tương lai – Chiến lược cạnh tranh mới là yếu tố quan trọng đối với triển vọng trung hạn của DHG

Dù đã thực hiện đợt tái cơ cấu như đã đề cập ở trên, khi không có những thông tin rõ ràng về những chiến lược trong tương lai nhằm giành lấy lợi thế, triển vọng trung hạn của DHG chưa trở nên rõ ràng trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gay gắt trong kênh OTC (kênh thương mại). Khi Thông tư 01 (đối với kênh bán hàng ETC/Bệnh viện) ưu tiên những mức giá chào thầu thấp hơn, các công ty trong nước khó có thể cạnh tranh với sản phẩm giá rẻ từ nước ngoài, đặc biệt là thuốc từ Trung Quốc và Ấn Độ. Vì vậy, chúng tôi nhận thấy ngày càng có nhiều công ty đang dần chuyển hướng khỏi kênh ETC sang kênh OTC. Các công ty này đang tích cực mở rộng mạng lưới phân phối qua việc mở thêm nhiều chi nhánh phân phối và/hoặc hợp tác với các chuỗi nhà thuốc bán lẻ, ví dụ như IMP hợp tác với Phano. Điều này có thể khiến DHG gặp rủi ro dần mất đi lợi thế cạnh tranh lớn nhất khi mạng lưới phân phối chỉ còn ít dư địa để phát triển thêm.

Trong khi đó, kế hoạch thúc đẩy doanh số thực phẩm chức năng bằng cách gia tăng hoạt động quảng cáo và khuyến mãi (A&P) của ban lãnh đạo không dễ thực hiện. Thị trường hiện tại đã có sự cạnh tranh cao với sự góp mặt của các công ty lớn như TRAPHACO (mảng thuốc bổ gan) và Hoa Thiên Phú (các sản phẩm liên quan đến chăm sóc sắc đẹp).

Với những yếu tố trên, chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng với các dự báo với CAGR doanh thu 5% giai đoạn 2016-2020, và CAGR EPS 2,3% cùng giai đoạn này. Chúng tôi dự kiến chi phí A&P gia tăng sẽ làm giảm biên LN của DHG trong tương lai

Ban lãnh đạo kỳ vọng mức tăng trưởng doanh thu khiêm tốn nhưng có mức tăng trưởng LNTT cao hơn. Kế hoạch của ban lãnh đạo trong năm 2016 đối với doanh thu thuần là tăng trưởng 3% và LNTT 14% so với 2015. Những mục tiêu này sẽ được hỗ trợ bởi mức tăng trưởng 17% của các sản phẩm tự sản xuất, với mặt hàng chính là

thuốc kháng sinh và thực phẩm chức năng. Trong khi đó, doanh thu, chứ không phải lợi nhuận, sẽ bị ảnh hưởng do những thay đổi phương thức kế toán của doanh thu hàng khuyến mãi, ước tính sẽ làm giảm doanh thu phân phối 40%.

Dự báo 2016 của chúng tôi phù hợp với kế hoạch của ban lãnh đạo. Chúng tôi ước tính LNST sẽ tăng 15% trong khi đó, doanh thu dự phóng không tăng trưởng so với 2015 (vui lòng xem bảng chi tiết ở trang 6). Cũng cần chú ý rằng dự báo tăng trưởng ở mức cao này là nhờ vào việc doanh thu từ các khách hàng lớn sẽ phục hồi từ mức thấp năm 2015, và doanh thu từ các khách hàng nhỏ hơn tăng mạnh cũng đóng góp phần nào.

Định giá

Hình 2: Tổng hợp định giá của VCSC (đồng/CP)

Phương pháp	Giá hợp lý	Tỷ trọng	Đóng góp (đồng/CP)
DCF	70.893	80%	56.714
Hệ số PER	74.998	20%	15.000
Giá mục tiêu			71.714

Nguồn: VCSC

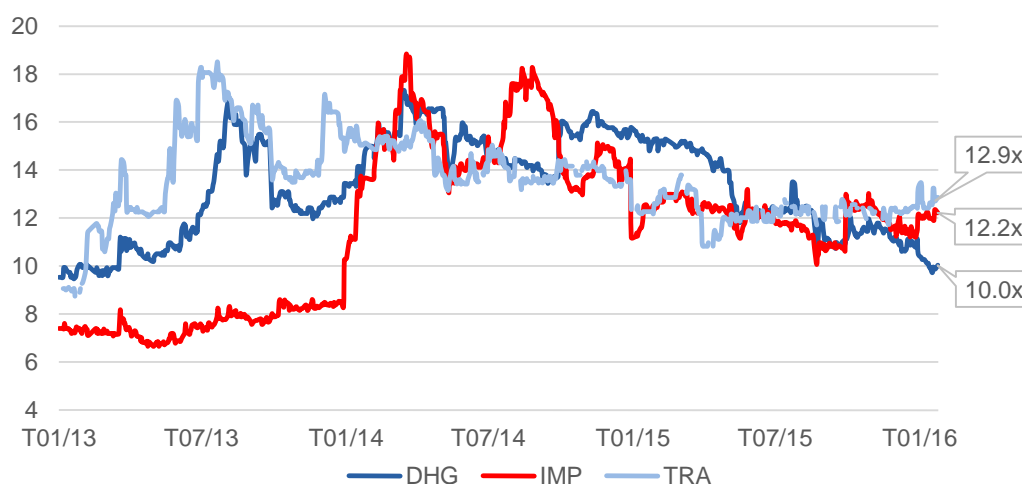
Chúng tôi dự định định giá tổng hợp từ DCF (80%) và hệ số PER (20%) để đạt được giá mục tiêu của DHG 71.500 đồng của DHG (tỷ lệ tăng 12,6%).

(triệu USD) Công ty	Mã	GT vốn hóa	DT thuần 12 tháng gần nhất	Y-o-Y %	LNST 12 tháng gần nhất	Y-o-Y %	Nợ/Vốn CSH %	ROE %	P/E trượt	P/E 2016	P/B quý gần nhất
Traphaco JSC	TRA	95,0	91,0	26,9	7,7	24,3	4,0	21,1	12,9	12,6	2,6
Imexpharm Corp	IMP	49,0	45,0	16,7	4,3	46,2	0,0	11,1	12,2	11,5	1,2
Trung bình		72,0	68,0	21,8	6,0	35,3	2,0	16,1	12,6	12,1	1,9
Hau Giang Pharma		254,7	167,4	-7,8	27,4	10,7	10,7	23,0	10,0	9,2	2,2

Nguồn: Bloomberg, VCSC

Trong những năm qua, PER của DHG đã biến động cùng chiều với các công ty cùng ngành (TRA và IMP). Tuy nhiên, DHG hiện đang giao dịch với PER trượt 4 quý gần nhất là 10 lần, mức thấp nhất kể từ năm 2014, và thấp hơn nhiều so với trung bình các công ty cùng ngành là 12,5 lần, chúng tôi cho rằng là do KQKD kém ấn tượng năm 2015, tương tự với PER 2016 (9,2 lần so với 12,1 lần). Với vị thế dẫn đầu thị trường của DHG, tăng trưởng EPS 15% trong năm 2016, và mức lợi suất cổ tức 4,7%, chúng tôi cho rằng mức chiết khấu định giá này đối với DHG là không hợp lý. Do đó, chúng tôi áp dụng mức PER 2015 12,6 lần, tương ứng với giá mục tiêu 74.998 đồng/CP.

Hình 3: Diễn biến PER của DHG so với các công ty cùng ngành (TRA và IMP)



Nguồn: Bloomberg

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN tỷ đồng	2015A	2016F	2017F
Doanh thu thuần	3.609	3.589	3.948
Giá vốn hàng bán	-2.194	-2.036	-2.247
Lợi nhuận gộp	1.415	1.553	1.701
Chi phí bán hàng	-457	-502	-572
Chi phí quản lí DN	-261	-269	-294
LN thuần HĐKD	697	781	835
Doanh thu tài chính	35	36	45
Chi phí tài chính	-89	-89	-98
Trong đó, chi phí lãi vay	-9	-9	-13
Lợi nhuận từ công ty LDLK	-1	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	72	63	61
LNTT	704	781	830
Thuế TNDN	-110	-98	-100
LNST trước CĐTS	594	683	730
Lợi ích CĐ thiểu số	-4	-4	-5
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	590	679	726
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	590	679	726
EBITDA	795	888	940
EPS cơ bản báo cáo, VND	5.976	6.873	7.344
EPS cơ bản điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	5.976	6.873	7.344
EPS pha loãng hoàn toàn ⁽²⁾ , VND	5.976	6.873	7.344

TỶ LỆ	2015A	2016F	2017F
Tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu	-7,8%	-0,6%	10,0%
Tăng trưởng LN HĐKD	-3,1%	12,1%	6,9%
Tăng trưởng LNTT	-2,5%	11,0%	6,2%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	10,7%	15,0%	6,8%

Khả năng sinh lời	2015A	2016F	2017F
Biên LN gộp %	39,2%	43,3%	43,1%
Biên LN từ HĐ %	19,3%	21,8%	21,1%
Biên EBITDA	22,2%	25,0%	24,0%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	16,4%	18,9%	18,4%
ROE %	24,7%	25,4%	24,1%
ROA %	17,4%	19,4%	18,7%

Chỉ số hiệu quả vận hành	2015A	2016F	2017F
Số ngày tồn kho	118	120	120
Số ngày phải thu	68	68	68
Số ngày phải trả	39	39	39
TG luân chuyển tiền	147	149	149

Thanh khoản	2015A	2016F	2017F
CS thanh toán hiện hành	2,9	3,2	3,3
CS thanh toán nhanh	2,0	2,3	2,4
CS thanh toán tiền mặt	0,8	1,0	1,1
Nợ/Tài sản	8,1%	7,3%	7,2%
Nợ/Vốn sử dụng	9,7%	8,7%	8,5%
Nợ/Vốn CSH	10,7%	9,5%	9,3%
Khả năng thanh toán lãi vay	80,1	85,7	62,2

BẢNG CĐKT tỷ đồng	2015A	2016F	2017F
Tiền và tương đương	595	752	967
Đầu tư TC ngắn hạn	333	333	333
Các khoản phải thu	600	673	740
Hàng tồn kho	635	669	739
TS ngắn hạn khác	55	55	55
Tổng TS ngắn hạn	2.218	2.482	2.833
TS dài hạn (gộp)	1.533	1.715	1.894
- Khấu hao lũy kế	-453	-560	-666
TS dài hạn (ròng)	1.080	1.155	1.228
Đầu tư TC dài hạn	11	11	11
TS dài hạn khác	51	51	51
Tổng TS dài hạn	1.142	1.217	1.291
Tổng Tài sản	3.360	3.699	4.124

Phải trả ngắn hạn	209	218	241
Nợ ngắn hạn	271	271	298
Nợ ngắn hạn khác	295	293	322
Tổng nợ ngắn hạn	775	782	861
Nợ dài hạn	0	0	0
Nợ dài hạn khác	62	62	62
Tổng nợ	837	844	924

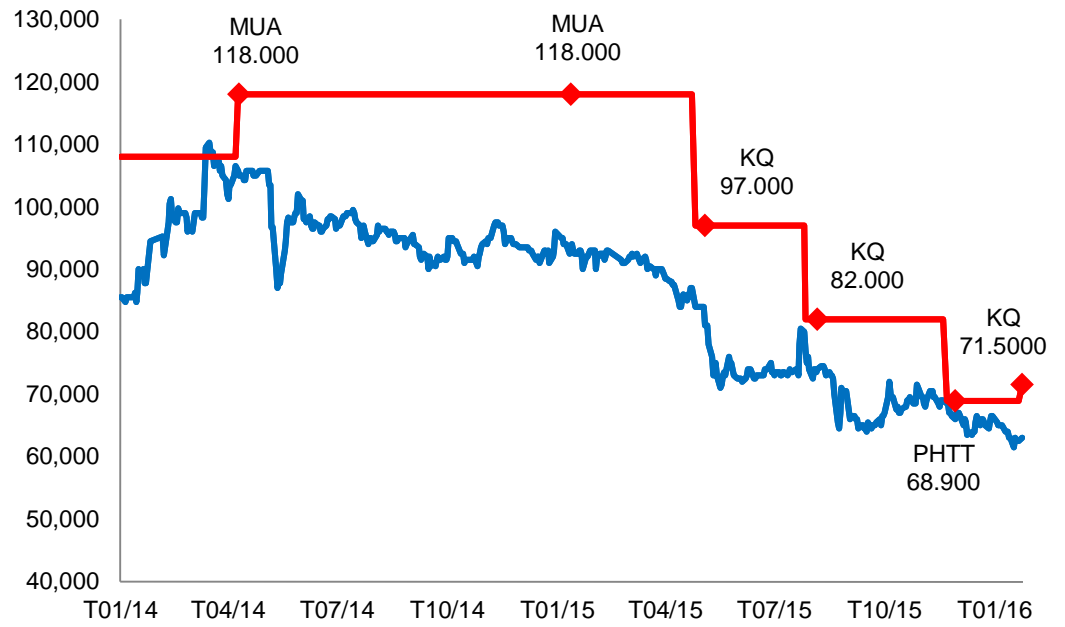
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Vốn cổ phần	872	872	872
Thặng dư vốn CP	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	591	927	1.277
Vốn khác	1.040	1.040	1.040
Lợi ích CĐTS	20	16	12
Vốn chủ sở hữu	2.523	2.855	3.200
Tổng cộng nguồn vốn	3.360	3.699	4.124

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ tỷ đồng	2015A	2016F	2017F
Tiền đầu năm	597	595	752
Lợi nhuận sau thuế	590	679	726
Khấu hao	98	107	106
Thay đổi vốn lưu động	-109	-100	-85
Điều chỉnh khác	-78	-86	-92
Tiền từ hoạt động KD	501	601	655
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-163	-183	-179
Đầu tư	-157	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-320	-183	-179
Cổ tức đã trả	-262	-261	-261
Tăng (giảm) vốn	-16	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	94	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-183	-261	-261
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-2	157	215
Tiền cuối năm	595	752	967

Dự báo KQLN

Tỷ đồng	KQ 2015	Dự báo 2016 (trước đây)	Dự báo 2016 (hiện nay)	Dự báo mới so với KQ 2015	Ghi chú
Doanh thu	3.609	3.876	3.589	-1%	
In-house products	2.673	3.027	3.074	15%	Doanh số tăng mạnh từ các khách hàng nhỏ và doanh số từ các khách hàng lớn phục hồi từ mức cơ sở thấp năm 2015
Trading and others	935	774	514	-45%	Thay đổi trong việc phân loại kế toán cho khoản mục doanh thu hàng khuyến mãi
Lợi nhuận gộp	1.415	1.428	1.553	10%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị	(457)	(485)	(502)	10%	
Chi phí điều hành	(261)	(289)	(269)	3%	
LN từ HĐKD	697	655	781	12%	
Chi phí lãi vay	(9)	(9)	(9)	5%	
LN ngoài HĐKD	16	(5)	9	-41%	
LN trước thuế	704	641	781	11%	
LN sau thuế	594	570	683	15%	
LNST và sau lợi ích CĐTS	590	570	679	15%	
EBITDA	799	757	898	12%	
Biên lợi nhuận gộp %	39,2%	36,9%	43,3%		Đóng góp cao hơn từ doanh số các sản phẩm tự sản xuất
Chi phí bán hàng và tiếp thị/Doanh thu %	-12,7%	-12,5%	-14,0%		Con số 2015 thấp do khoản thưởng và hoa hồng cho giảm trong năm 2015, khi không đạt chỉ tiêu đề ra. Trong khi đó, DHG có kế hoạch thúc đẩy doanh số thực phẩm chức năng trong năm 2016, qua việc gia tăng hoạt động A&P
Chi phí điều hành/Doanh thu %	-7,2%	-7,5%	-7,5%		
Biên LN từ hoạt động %	19,3%	16,9%	21,8%		
Biên EBITDA %	22,2%	19,5%	25,0%		
Biên LNST % (điều chỉnh)	16,4%	14,7%	18,9%		
Thuế suất %	15,6%	11,0%	12,5%		

Lịch sử khuyến nghị



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thị Anh Đào, 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 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

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

Đinh 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.