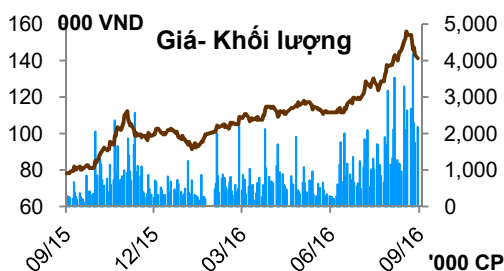


**Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG**

**VNM**

Sữa

Giá thị trường (VND)	144,900
Giá mục tiêu (VND)	177,000
Tỷ lệ tăng giá	22%
Suất sinh lợi cổ tức	0%
Suất sinh lợi bình quân năm	22%



**Diễn biến giá cổ phiếu (%)**

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	43%	6%	30%	85%
Tương đối	28%	5.5%	24%	68%

Nguồn: Stoxplus, so với VNI

**Thông kê**

**13/09/16**

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	77.8k-156k
SL lưu hành (triệu cp)	1.4
Vốn hóa (tỷ đồng)	210
Vốn hóa (triệu USD)	9,440
% khối ngoại sở hữu	48.55%
SL cp tự do (triệu cp)	653
KLGD TB 3 tháng (cp)	1.6
VND/USD	22,245
Index: VNIndex / HNX	659.72/83.86

Nguồn: Stoxplus

**Cơ cấu sở hữu**

**13/09/16**

SCIC	37.28%
F&N Dairy Investments Pte Ltd	9.13%
Khác	53.59%

Nguồn: Stoxplus

**CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM) công ty sữa hàng đầu Việt Nam**

**Quan điểm đầu tư:**

- Thị trường sữa Việt Nam rất tiềm năng nhờ vào tiêu thụ sữa còn thấp so với các quốc gia khác cũng như cơ cấu dân số vàng.
- Vinamilk là công ty sữa hàng đầu Việt Nam với hệ thống phân phối sâu rộng
- Tiền và tương đương tiền lớn không chỉ thể hiện tình hình tài chính khỏe mạnh mà còn mở ra các cơ hội M&A để mở rộng hoạt động ra toàn cầu
- Việc loại bỏ giới hạn sở hữu nước ngoài tăng sức hấp dẫn của cổ phiếu Vinamilk.
- Định giá rẻ: chúng tôi định giá cổ phiếu VNM là 177k đồng vào cuối năm 2016 theo phương pháp DDM. Tổng suất sinh lời kỳ vọng là 22% tại mức giá 144.9k. **TĂNG TỶ TRỌNG**

**Rủi ro đầu tư**

- Chi phí nguyên vật liệu đầu vào gia tăng sẽ ảnh hưởng tới suất sinh lợi
- Cạnh tranh khốc liệt hơn từ đối thủ trong và ngoài nước do các hiệp định thương mại tự do.

Tỷ đồng	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>DT Thuần (tỷ đồng)</b>	30,949	35,072	40,080	45,209	50,272
Tăng trưởng (%)	17	13	14	13	11
<b>LN hoạt động (tỷ đồng)</b>	7,295	6,912	8,772	10,398	11,211
Biên lợi nhuận (%)	23.6	19.7	21.9	23.0	22.3
<b>LN khác</b>	300.3	260.9	108.8	110.0	110.0
<b>LNST (tỷ đồng)</b>	6,536	6,120	7,770	9,103	9,852
Biên lợi nhuận (%)	21.1	17.4	19.4	20.1	19.6
<b>SLCP lưu hành (triệu cp)</b>	834	1001	1201	1452	1452
<b>EPS (hiệu chỉnh, VND)</b>	5,442	4,247	5,395	6,275	6,791
Tăng trưởng (%)	9	-22	27	16	8
<b>ROE (%)</b>	40	33	39	42	42
Nợ ròng/VCSH (%)	-37	-37	-39	-42	-42
PE (x)	26.6	34.1	26.9	23.1	21.3
PB (x)	6.9	7.4	8.4	9.2	8.7
EV/EBITDA (x)	25.2	25.5	20.5	17.4	16.1
<b>Cổ tức (VND)</b>	4,600	4,000	5,000	6,000	6,000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	2.8	1.9	2.9	4.1	4.1

**Lê Nụ**

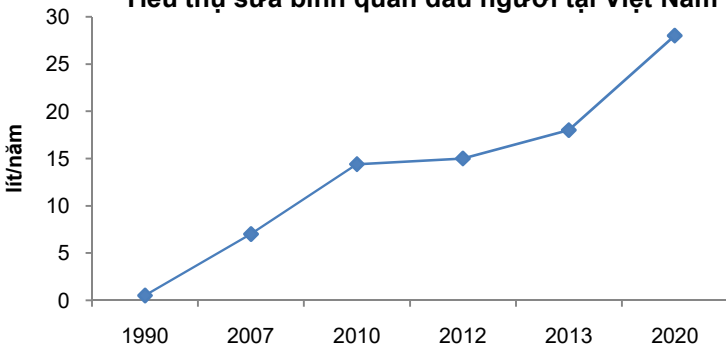
(+84 8) 3914 8585 - Ext: 1460

Nu.lt@kisvn.vn

[www.kisvn.vn](http://www.kisvn.vn)

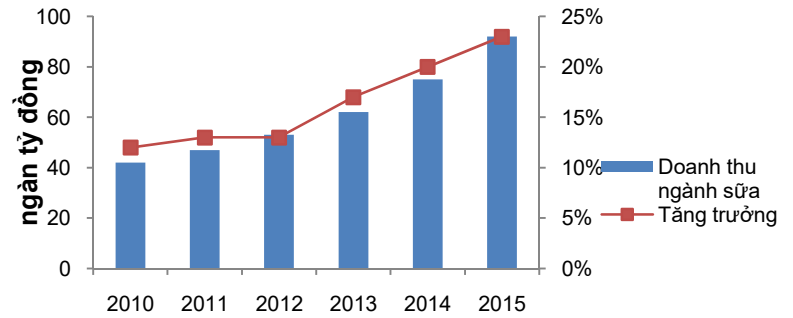
Tiềm năng tăng trưởng

Tiêu thụ sữa bình quân đầu người tại Việt Nam



Nguồn: Euromonitor International, Bộ NN&PTNT Việt Nam

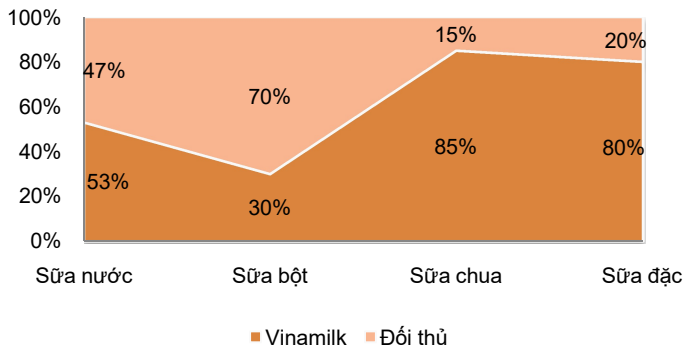
Tăng trưởng doanh thu ngành sữa Việt Nam



Nguồn: Euromonitor International

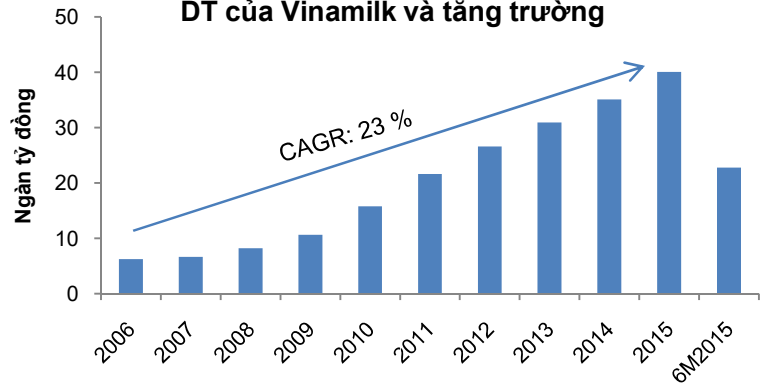
Thị trường sữa Việt Nam rất tiềm năng. Tiêu thụ sữa bình quân đầu người tại Việt Nam chỉ đạt 0.5 lít/năm vào năm 1990 và đạt 19-20 lít/năm trong năm 2014. Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn Việt Nam ước tính người Việt Nam sẽ tiêu thụ khoảng 27-28 lít/năm vào năm 2020. Tuy nhiên con số này vẫn thấp hơn khi so sánh với Singapore, Thái Lan ở mức hiện tại tương ứng đạt 45 lít và 35 lít. Với tốc độ tăng trưởng dân số tự nhiên ở mức 1.2%, chất lượng cuộc sống được cải thiện cũng như nhận nhức những sản phẩm có lợi cho sức khỏe, thị trường sữa đặc biệt tiềm năng, mang đến cơ hội tăng trưởng lớn cho các nhà sản xuất sữa, đặc biệt các công ty đứng đầu như Vinamilk.

Thị phần của Vinamilk (2015)



Nguồn: Vinamilk, Euromonitor International, KIS Research ước tính

DT của Vinamilk và tăng trưởng



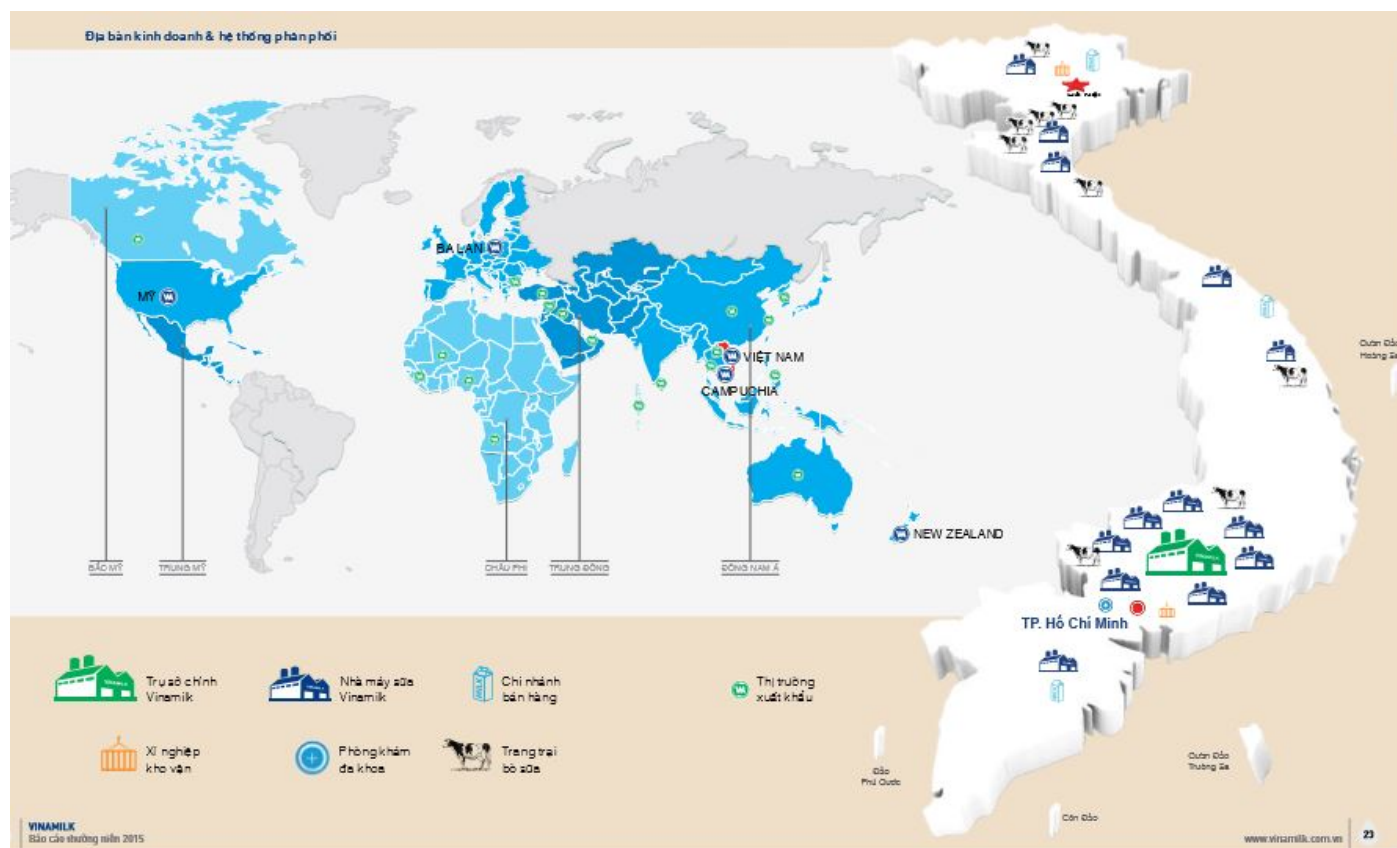
Nguồn: Vinamilk

Doanh thu thuần của Vinamilk tăng đáng kể từ 6,246 tỷ đồng trong năm 2006 lên 40,008 tỷ đồng trong năm 2015 với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm đạt 23%. Tỷ trọng thị trường nội địa và xuất khẩu tương ứng là 80% và 20%. Năm 2015, doanh thu nội địa và xuất khẩu tăng lần lượt là 9% và 39%, đóng góp vào mức tăng trưởng 14% của tổng doanh thu thuần. Đáng chú ý, tại thị trường trong nước, thị phần sữa nước và sữa bột tương ứng tăng 2% và 1%, chiếm gần 60% tổng doanh thu của Vinamilk. Đối với thị trường xuất khẩu, sự phục hồi của thị trường I-rắc chiếm tỷ trọng lớn nhất trong việc tăng trưởng tại thị trường nước ngoài của Vinamilk năm 2015.

Trong 1H2016, doanh thu thuần của Vinamilk đạt 22,782 tỷ đồng, tăng 18.6% so với cùng kỳ. Tăng trưởng thị trường nội địa và xuất khẩu lần lượt là 19% và 15%.

Hiển nhiên rằng, hệ thống phân phối đóng vai trò quan trọng trong thành công của Vinamilk. Cuối năm 2015, kênh bán hàng của Vinamilk trải rộng khắp đất nước với 243 nhà phân phối độc quyền, 1,609 siêu thị lớn, nhỏ, 212,000 điểm bán lẻ và 575 cửa hàng tiện lợi. Thêm vào đó, sản phẩm của Vinamilk cũng được xuất khẩu tới hơn 40 quốc gia và vùng lãnh thổ.

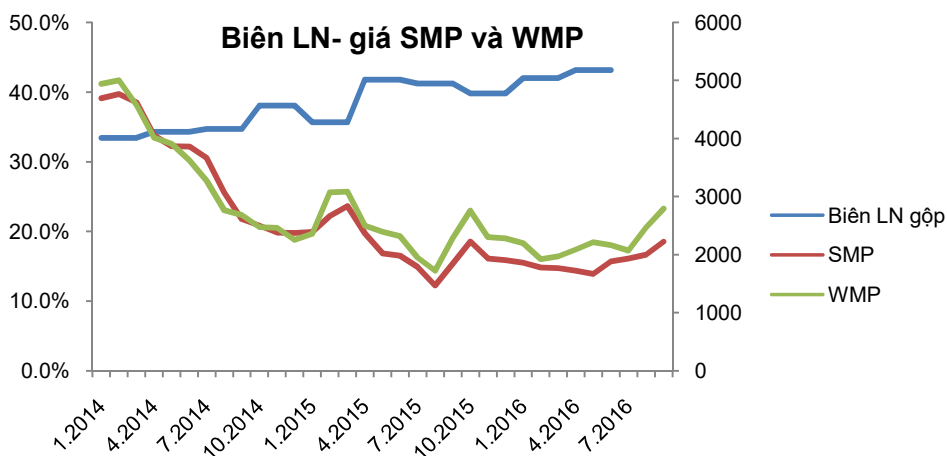
### Sự hiện diện toàn cầu của Vinamilk



Nguồn: Vinamilk

### Giá bột sữa suy giảm

Bột sữa chiếm từ 65%-70% chi phí nguyên vật liệu, do đó có tác động lớn tới biên LN gộp của Vinamilk. Từ năm 2014, giá bột sữa gầy (SMP) và bột sữa nguyên kem (WMP) đều giảm, dẫn tới biên LN gộp cao hơn.



Nguồn: Global Dairy Trade, VNM

Giá bột sữa gầy và bột sữa nguyên kem đã giảm từ năm 2014 do sự gia tăng nguồn cung toàn cầu và sự suy giảm của thị trường Trung Quốc. Cụ thể, trong khi tổng nguồn cung của những nước xuất khẩu chính trên thế giới tăng 1.6% so với cùng kỳ lên 8,837k tấn trong năm 2015, Trung Quốc đã ghi nhận sự suy giảm lượng bột sữa nhập khẩu với 547k tấn trong năm 2015 từ mức 924k tấn năm 2014.

Giá đầu vào thấp đã cải thiện biên LN ròng của Vinamilk lên 40.6% năm 2015 từ 32.5% năm 2014.

Việc suy giảm của giá bột sữa vào cuối năm 2015 cũng cải thiện biên LN trong 1H2016 khi giá đầu vào cho cả năm thường được quyết định vào cuối năm trước. Do đó, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp trong 2H2016 vẫn duy trì được mức cao như trong 1H2016 mặc dù giá bột sữa gầy và bột sữa nguyên kem đã tăng tương ứng 7% và 12.8% tại thời điểm tháng 6 so với đầu năm (do sự suy giảm của nguồn cung toàn cầu 11% so với cùng kỳ đạt 3,852k tấn trong 1H2016 và tăng trưởng 18% nhu cầu nhập khẩu của Trung Quốc đạt 407k tấn bột sữa).

Vì nguồn cung và cầu toàn cầu đang tiến tới trạng thái cân bằng, chúng tôi kỳ vọng giá bột sữa toàn cầu sẽ tăng nhẹ lên mức giá trung bình năm 2015, dẫn tới biên LN gộp thấp hơn trong năm 2017. Tuy nhiên, chúng tôi cũng kỳ vọng Vinamilk sẽ được hưởng lợi từ mức thuế suất thấp hơn đối với bột sữa nhập khẩu nhờ vào các hiệp định thương mại tự do ASEAN- New Zealand, EU- Việt Nam...

### Lượng tiền dồi dào dành cho các hoạt động M&A

Tỷ đồng	2014	2015	6M2016
Vay nợ ngắn hạn và dài hạn	1626	1,844	1,711
Tiền và tương đương tiền+ Đầu tư ngắn hạn	8,997	10,027	11,690
<b>Nợ ròng</b>	<b>-7371</b>	<b>-8,184</b>	<b>-9,979</b>
Chi phí lãi vay	40	31	17
Thu nhập từ lãi	480	531	313
<b>Chi phí lãi vay ròng</b>	<b>-440</b>	<b>-500</b>	<b>-296</b>

Vay nợ (chiếm 7% tổng nguồn vốn) quá nhỏ so với tiền và tương đương tiền (35% tổng tài sản). Vì vậy, nợ ròng, kéo theo chi phí lãi vay luôn âm. Phần lớn doanh thu

tài chính đến từ thu nhập từ lãi (tương ứng đạt 84%, 82% và 87% trong năm 2014, 2015 và 1H2016). Vinamilk không gặp khó khăn trong việc chi trả các khoản nợ, do đó có khả năng thanh khoản và trả nợ cao.

Tuy nhiên lượng tiền mặt dồi dào không phải nhằm mục đích đạt thu nhập từ lãi mà dành để áp ủ tham vọng M&A toàn cầu. Theo Bloomberg, Vinamilk đang tìm kiếm để mua công ty sữa Mỹ thứ 2 để mở rộng ra toàn cầu và thúc đẩy doanh thu. CEO Mai Kiều Liên nói rằng thương vụ này được kỳ vọng sẽ được hoàn tất vào đầu năm sau. Tuy nhiên, thông tin về công ty mục tiêu vẫn là một bí mật. Bên cạnh đó, công ty cũng đang tìm kiếm các cơ hội M&A ngoài thị trường Mỹ để đạt mục tiêu doanh thu 3 tỷ USD vào năm 2017.

**Mặc dù chi phí BH&QLDN cao hơn do cạnh tranh khốc liệt, LN ròng tiếp tục ấn tượng**

Tỷ đồng	2015	%n/n	6T2016	%n/n
<b>DTT</b>	<b>40,080</b>	14%	<b>22,782</b>	18.6%
<i>Biên LN gộp (%)</i>	40.6		42.6	
<b>Chi phí BH&amp;QLDN</b>	<b>7490</b>	67.2%	<b>4,085</b>	24%
<b>LN hoạt động</b>	<b>8,772</b>	26.2%	<b>5,627</b>	33.9%
<i>Biên LN hoạt động (%)</i>	21.9		24.7	
Chi phí lãi vay ròng	-500	-25%	-296	
Thu nhập khác	108.8	-58.3%	51	
<b>LN ròng</b>	<b>7,770</b>	27%	<b>4,986</b>	33.1%
<i>Biên LN (%)</i>	19.4		21.8	
<b>EPS đã điều chỉnh (VND)</b>	<b>5,395</b>		<b>3,452</b>	
<i>ROA (%)</i>	29			
<i>ROE (%)</i>	39			

Mặc dù thị trường sữa rất tiềm năng, cạnh tranh trên thị trường này cũng rất khốc liệt, buộc các công ty trong ngành phải chi nhiều hơn cho các hoạt động marketing. Mặc dù ghi nhận chi phí BH&QLDN tăng vọt 67% so với cùng kỳ trong năm 2015 và 24% trong 1H2016, sự cố gắng của Vinamilk đã được bù đắp bởi sự tăng trưởng doanh thu ấn tượng cũng như sự gia tăng thị phần.

Cụ thể, chi phí quảng cáo tăng gần gấp đôi lên 1,777 tỷ đồng năm 2015 từ 973 tỷ đồng năm 2014 trong khi chi phí hỗ trợ và hoa hồng gấp 3 lần năm 2014 (2,342 tỷ đồng so với 873 tỷ đồng).

Sự tăng lên của chi phí hoa hồng một phần do các nhà phân phối tại I- rác yêu cầu chi phí hoa hồng cao hơn. Tuy nhiên, Vinamilk cũng tăng giá bán trên thị trường này, cùng với sự suy giảm của chi phí đầu vào, đã tạo nên biên LN gộp cao hơn.

Mặc cho sự tăng lên của chi phí BH&QLDN, tăng trưởng của LN ròng tiếp tục ấn tượng. Đáng chú ý, LN ròng năm 2015 và 1h2016 đạt 7,770 tỷ đồng và 4,986 tỷ đồng, tương ứng tăng 27% và 33% so với cùng kỳ.

**ESOP, cổ phiếu thưởng và loại bỏ giới hạn sở hữu nước ngoài**

Trong Q3/2016, Vinamilk phát hành 9.4 triệu cổ phiếu ESOP bằng việc bán 0.5 triệu cổ phiếu và phát hành thêm 8.9 triệu cổ phiếu với mức giá 37,720 VND. Việc chuyển nhượng cổ phiếu sẽ bị giới hạn trong 3 năm theo qui định của Vinamilk. Thêm vào đó, công ty sẽ phát hành cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ 5:1, tăng tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành lên 1.45 tỷ cổ phiếu.

Vinamilk đã chính thức loại bỏ giới hạn sở hữu nước ngoài, như vậy nhà đầu tư nước ngoài có thể mua lên tới 100% cổ phần của công ty và vì vậy thu hút thêm sự chú ý của các nhà đầu tư.

**Định giá**

Năm 2016, Vinamilk đặt mục tiêu tổng doanh thu và LN là 44,450 tỷ đồng và 8,266 tỷ đồng, tương ứng tăng 11% và 6% so với cùng kỳ. Trong 1H2016, Vinamilk đạt 51% và 60% kế hoạch doanh thu và LN của năm.

Chúng tôi định giá cổ phiếu VNM ở mức 177k dựa trên phương pháp DDM vào cuối năm 2016:

- Chúng tôi giả định chi phí vốn chủ sở hữu của VNM là 12% (so với mức 15% trung bình thị trường) vì rủi ro khi đầu tư vào Vinamilk là thấp hơn trung bình thị trường.
- Chúng tôi kỳ vọng rằng trong 5 năm tới, Vinamilk sẽ không có khoản đầu tư lớn vào tài sản cố định vì công suất thiết kế của các nhà máy hiện tại nhằm đạt doanh thu 3 tỷ USD, tương đương với dự báo doanh thu của chúng tôi tại năm 2020.
- Chúng tôi không xem xét các hoạt động M&A có thể xảy ra trong định giá của chúng tôi và toàn bộ tiền được tạo ra được sử dụng để chi trả cổ tức.

Khuyến nghị **OVERWEIGHT**.

Tỷ đồng	2016	2017	2018	2019	2020
<b>FCF</b>	<b>8,637</b>	<b>9,516</b>	<b>10,602</b>	<b>11,780</b>	<b>13,065</b>
<b>Cổ tức chi trả (VND)</b>	<b>6,000</b>	<b>6,000</b>	<b>7,000</b>	<b>8,000</b>	<b>9,000</b>
<i>Growth (%)</i>	20	0	17	14	13
<b>Chi phí VCSH (%)</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>
Giá trị hiện tại của cổ tức chi trả 2016-2020 (VND)	23				
<b>Tốc độ tăng trưởng bền vững</b>	<b>8%</b>				
Giá trị hiện tại giai đoạn tăng trưởng bền vững (VND)	154				
<b>Định giá DDM/ cổ phiếu (VND)</b>	<b>177</b>				

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH VNM	Giá TT: 144.9k	Giá MT: 177k	Vốn hóa: 210k tỷ VND	
	2014	2015	2016E	2017E
<b>Đvt: Tỷ đồng</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>35,072</b>	<b>40,080</b>	<b>45,209</b>	<b>50,272</b>
Tăng trưởng (%)	13	14	13	11
<b>GVHB</b>	<b>23,680</b>	<b>23,818</b>	<b>26,221</b>	<b>29,509</b>
Biên LN gộp (%)	32.5	40.6	42.0	41.3
<b>Chi phí BH&amp; QLDN</b>	<b>4,480</b>	<b>7,490</b>	<b>8,590</b>	<b>9,552</b>
<b>EBITDA</b>	<b>7,945</b>	<b>9,869</b>	<b>11,511</b>	<b>12,415</b>
Biên lợi nhuận (%)	22.7	24.6	25.5	24.7
Khấu hao	1033	1097	1113	1204
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>6,912</b>	<b>8,772</b>	<b>10,398</b>	<b>11,211</b>
Biên LN HĐKD (%)	19.7	21.9	23.0	22.3
Chi phí lãi vay ròng	-440	-500	-526	-622
Khả năng trả lãi vay(x)	-15.7	-17.6	-19.8	-18.0
Lãi/lỗ khác	260.9	108.8	110.0	110.0
Thuế	1,545	1,598	1,931	2,090
Thuế suất hiệu dụng (%)	20.2	17.1	17.5	17.5
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>6120</b>	<b>7770</b>	<b>9103</b>	<b>9852</b>
Biên lợi nhuận (%)	17.4	19.4	20.1	19.6
Lợi ích CĐ thiểu số	-1	-4	-5	-5
<b>LN cho công ty mẹ</b>	<b>6,120</b>	<b>7,773</b>	<b>9,108</b>	<b>9,857</b>
Số lượng CP (triệu)	1,001	1,201	1,452	1,452
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	<b>4,247</b>	<b>5,395</b>	<b>6,277</b>	<b>6,891</b>
Tăng EPS (%)	-22	27	16	9
<b>Cổ tức (VND)</b>	<b>4,000</b>	<b>5,000</b>	<b>6,000</b>	<b>6,000</b>
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	65	77	96	88

- EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN
- EBIT = EBITDA – Khấu hao
- Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi
- Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi/lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác
- Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CDKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2014	2015	2016E	2017E
Vòng quay phải thu (x)	18.06	19.13	19.13	19.13
Vòng quay HTK (x)	6.99	6.47	6.47	6.47
Vòng quay phải trả (x)	5.29	5.47	5.47	5.47
Thay đổi vốn lưu động	959	-111	201	172
Capex	913	1,112	500	500
Dòng tiền khác	-183	-861	-869	-869
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>5,098</b>	<b>7,005</b>	<b>8,637</b>	<b>9,516</b>
Phát hành cp	70	0	355	0
Cổ tức	4,001	6,002	7,240	8,709
Thay đổi nợ ròng	-1,168	-1,003	-1,753	-807
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>-7,718</b>	<b>-8,720</b>	<b>-10,473</b>	<b>-11,280</b>
Giá trị doanh nghiệp (EV)	202,725	201,833	200,076	199,263
<b>Tổng VCSH</b>	<b>19,680</b>	<b>20,924</b>	<b>23,146</b>	<b>24,329</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	120	231	226	221
<b>VCSH</b>	<b>19,560</b>	<b>20,693</b>	<b>22,920</b>	<b>24,108</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	20	17	16	17
Nợ ròng / VCSH (%)	-39	-42	-45	-46
Nợ ròng / EBITDA (x)	-1.0	-0.9	-0.91	-0.91
<b>Tổng tài sản</b>	<b>25,770</b>	<b>27,478</b>	<b>27,948</b>	<b>28,324</b>

- Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2014	2015	2016E	2017E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	33	39	42	42
ROA (%)	25	29	33	35
ROIC (%)	23.7	27.7	31.2	32.9
WACC (%)	12.0	12.0	12.0	12.0
PER (x)	34.1	26.9	23.1	21.3
PBR (x)	7.4	8.4	9.2	8.7
PSR (x)	6.0	5.2	4.7	4.2
EV/EBITDA (x)	25.5	20.5	17.4	16.1
EV/sales (x)	5.8	5.0	4.4	4.0
Suất sinh lợi cổ tức (%)	1.9	2.9	4.1	4.1

**Liên hệ:****Trụ sở chính HCM**

Tầng 3, Maritime Bank Tower  
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM  
Tel: (+84 8) 3914 8585  
Fax: (+84 8) 3821 6898

**Chi nhánh Hà Nội**

Tầng 6, CTM Tower  
299 Cầu Giấy, Q.Cầu Giấy, Hà Nội  
Tel: (+84 4) 3974 4448  
Fax: (+84 4) 3974 4501

**Phòng Phân tích Doanh nghiệp****Trưởng phòng Phân tích  
Doanh nghiệp**

**Hoàng Huy, CFA**  
(+84 8) 3914 8585 (x1450)  
huy.hoang@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –  
Năng lượng, logistics**

Trần Hà Xuân Vũ  
(+84 8) 3914 8585 (x1459)  
vu.th@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –  
Tiêu dùng**

Lê Thị Nụ  
(+84 8) 3914 8585 (x1460)  
nu.lt@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –  
Bất động sản**

Hoàng Thế Trung  
(+84 8) 3914 8585 (x1457)  
trung.ht@kisvn.vn

**Phòng Phân tích Vĩ mô****Trưởng phòng Phân tích Vĩ  
mô**

**Bạch An Viễn**  
(+84 8) 3914 8585 (x1449)  
vien.ba@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích Kỹ  
thuật**

Nguyễn Kim Quang  
(+84 8) 3914 8585 (x1461)  
quang.nk@kisvn.vn

**Phòng Khách hàng Định chế****Giám đốc Quan hệ Khách  
hàng định chế**

Lâm Hạnh Uyên  
(+84 8) 3914 8585 (x1444)  
uyen.lh@kisvn.vn



**Nguyên tắc khuyến nghị**

**TĂNG TỶ TRỌNG:** nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**TRUNG LẬP:** nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**GIẢM TỶ TRỌNG:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

**Khuyến cáo**

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.