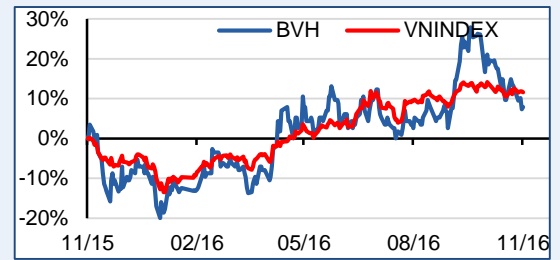


Ngày:	25/11/2016		2015	2016F	2017F
Giá hiện tại:	62.100VND	Tổng doanh thu	14,2%	22,6%	19,7%
Giá mục tiêu:	70.600VND	LNTT	-9,8%	14,2%	11,0%
Giá mục tiêu gần nhất:	73.300VND	LNST trừ lợi ích CĐT	-10,4%	14,8%	11,0%
		Tăng trưởng phí BH gốc	17,1%	20,8%	20,7%
TL tăng:	+13,7%	Dự phòng/Tổng TS	58,8%	61,6%	64,1%
Lợi suất cổ tức:	1,3%	P/B	3,3x	3,2x	3,1
Tổng mức sinh lời:	+15,0%				



Ngành:	Bảo hiểm		BVH	*Peers	VNI
GT vốn hóa:	1.890 triệu USD	P/B (hiện tại)	3,2x	3,1x	2,2x
Room KN:	456 triệu	ROE (trượt)	9,8%	16,4%	11,8%
GTGD/ngày (30n):	0,6 triệu USD	ROA (trượt)	2,0%	4,6%	1,9%
Cổ phần Nhà nước:	74%				
SL cổ phiếu lưu hành:	681 triệu				
Pha loãng:	714 triệu				

### Tổng quan về công ty

BVH là tập đoàn tài chính hoạt động trong nhiều lĩnh vực, thành lập năm 1965 với tư cách là công ty quốc doanh trong ngành bảo hiểm phi nhân thọ. BVH bắt đầu mở rộng sang lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ từ năm 1996, và sau đó thành lập các công ty con và công ty liên kết trong lĩnh vực chứng khoán, ngân hàng, quản lý quỹ, v.v. BVH là doanh nghiệp lớn trong ngành bảo hiểm ở Việt Nam với thị phần lớn nhất trong mảng bảo hiểm nhân thọ và lớn thứ hai trong mảng bảo hiểm phi nhân thọ.

Trịnh Ngọc Hoa  
Chuyên viên cao cấp

### Tăng trưởng doanh thu mạnh và kết quả đầu tư ổn định

- Chúng tôi giữ khuyến nghị KHẢ QUAN dành cho Tập đoàn Bảo Việt (BVH), nhưng điều chỉnh giảm giá mục tiêu 3,6% do dự báo tỷ lệ pha loãng khoảng 5% từ việc phát hành cổ phiếu ESOP trên cơ sở giá định giá thực hiện là 15.000VND/cổ phiếu.
- Chúng tôi cho rằng thu nhập phí bảo hiểm sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm 20% và tỷ lệ tổn thất giảm từ 37,5% năm 2015 xuống còn 26,5% năm 2020.
- Chi phí dự phòng nghiệp vụ dự báo sẽ tăng chậm lại: tốc độ tăng 61% năm 2014, 35% năm 2016 và 20% năm 2020, vì lãi suất chiết khấu để tính dự phòng nghiệp vụ đã đạt đến mức thấp.
- Thu nhập tài chính tăng 21,3% năm 2016 vì danh mục đầu tư dự kiến sẽ tăng 21,4% nhờ thu nhập từ phí bảo hiểm tăng trưởng mạnh.
- Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với tỷ lệ P/B dự phóng là 3,4 lần.

**Doanh thu tăng trưởng mạnh hỗ trợ hoạt động đầu tư.** Doanh thu thuần từ hoạt động bảo hiểm 9 tháng đầu năm 2016 tăng 22,2% so với cùng kỳ năm ngoái, khiến giá trị danh mục đầu tư tăng, qua đó khiến thu nhập tài chính tăng. Thị trường Việt Nam vẫn có tỷ lệ thâm nhập thấp, nên tuy tốc độ tăng GDP năm 2016 giảm so với trước đó, chúng tôi nhận thấy thị trường bảo hiểm vẫn đang tăng trưởng mạnh, trong đó tăng trưởng doanh thu 9 tháng đầu năm 2016 đạt 22,1% nên các công ty bảo hiểm vẫn còn rất nhiều tiềm năng, đặc biệt là các công ty có vị thế mạnh như BVH.

**Dòng tiền từ phí bảo hiểm làm tăng giá trị danh mục, kích thích lợi nhuận tăng trưởng mạnh.** LNST 9 tháng đầu năm 2016 tăng 13,9% so với cùng kỳ năm ngoái, tương đương 95% dự báo cả năm của chúng tôi, chủ yếu nhờ thu nhập tài chính tăng 36%. Chúng tôi cho rằng thu nhập tài chính tăng chủ yếu nhờ giá trị danh mục đầu tư tăng 32,5% và lợi suất đầu tư tương đối ổn định.

**Tỷ lệ tổn thất giảm vì BVH đang có xu hướng dịch chuyển sang bảo hiểm nhân thọ,** là lĩnh vực mà trực lợi bảo hiểm được quản lý chặt chẽ hơn, do đó, tỷ lệ tổn thất giảm, hiện chỉ còn 34,2% so với 37,5% năm 2015 và 43,8% năm 2014. Tỷ lệ tổn thất giảm cho thấy lợi nhuận dành cho cổ đông sẽ ổn định hơn. Chúng tôi ước tính tỷ lệ tổn thất năm 2020 sẽ vào khoảng 26,5% khi phí bảo hiểm nhân thọ chiếm khoảng 80% tổng thu phí bảo hiểm.

**Môi trường vĩ mô ổn định giúp ổn định chi phí dự phòng.** Lãi suất kỹ thuật tỷ lệ nghịch với chi phí dự phòng và trong mười năm qua biến động mạnh. Tuy nhiên, lạm phát trong thời gian qua đã được kiểm soát tốt, chúng tôi cho rằng lãi suất kỹ thuật đã chạm đáy. Vì vậy, chi phí dự phòng sẽ tăng chậm lại, qua đó lợi nhuận được hỗ trợ.

## KQLN 9 tháng đầu năm 2016 khả quan

**LNST tăng 13,9% so với cùng kỳ năm ngoái, tương đương 95% dự báo cả năm của chúng tôi**, nhờ doanh thu tăng, tỷ lệ tổn thất giảm, nền kinh tế ổn định hơn, và giá trị danh mục đầu tư tăng.

- Doanh thu tăng 22,2% và tỷ lệ tổn thất giảm xuống 35,1% trong 9 tháng đầu năm 2016 từ 38,4% cùng kỳ năm ngoái. Tỷ lệ tổn thất giảm có thể do BVH đang chuyển sang tập trung vào bảo hiểm nhân thọ, được phản ánh thông qua việc thị phần bảo hiểm nhân thọ tăng.
- Nền kinh tế ổn định hơn nên lạm phát được kiểm soát chặt chẽ, khiến chi phí dự phòng toán học trong tương lai tăng chậm lại.
- Giá trị danh mục đầu tư tăng giúp thu nhập tài chính tăng, với lợi suất đầu tư tương đối ổn định.

Chúng tôi xin lưu ý rằng BVH có kế hoạch phát hành cổ phiếu ESOP tương đương 5% tổng số cổ phiếu lưu hành. Kế hoạch này đã được trình lên Bộ Tài chính nhưng vẫn chưa được thông qua. Công ty cho biết dự kiến kế hoạch sẽ được thông qua trước khi diễn ra ĐHCĐ năm tới.

KQLN (tỷ đồng)	9 tháng đầu 2015	9 tháng đầu 2016	Tăng trưởng	Hoàn tất dự báo trước đây	
Doanh thu thuần từ HĐKD bảo hiểm	11.119	13.591	22,2%	75,1%	Tăng trưởng doanh thu phù hợp với dự báo của chúng tôi. Tuy nhiên, vì doanh thu Quý 4 thường cao hơn các quý khác, chúng tôi tin rằng doanh thu sẽ vượt dự báo trước đây.
Chi bồi thường bảo hiểm từ rủi ro giữ lại	-8.040	-10.154	26,3%	72,8%	Chi phí bồi thường ít hơn so với dự báo của chúng tôi do tỷ lệ tổn thất và chi phí dự phòng tăng chậm hơn. Tuy nhiên, chúng tôi giữ nguyên dự báo thận trọng vì chi phí bồi thường có thể tăng mạnh hơn trong Quý 4/2016.
Chi bồi thường từ dự phòng giao động lớn	0	55			
Trích dự phòng dao động lớn	(76)	(79)	3,7%	72,2%	
Chi khác cho HĐKD bảo hiểm	-2.449	-3.053	24,7%	78,4%	
Tổng chi trực tiếp HĐKD bảo hiểm	-10.564	-13.231	25,2%	73,7%	Chi phí được kiểm soát.
<b>Lợi nhuận gộp HĐKD bảo hiểm</b>	<b>555</b>	<b>360</b>	<b>-35,1%</b>	<b>222,2%</b>	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1.361	-1.697	24,7%	70,3%	Chúng tôi dự báo chi phí Quý 4 sẽ tăng do chi phí hỗ trợ bán hàng và thưởng cho nhân viên tăng, chỉ được quyết toán vào cuối năm.
<b>Lỗ thuần từ HĐKD bảo hiểm</b>	<b>-562</b>	<b>-1.058</b>	<b>88,2%</b>	<b>58,4%</b>	
<b>Lỗ thuần từ hoạt động khác</b>	<b>(177)</b>	<b>(241)</b>	<b>36,3%</b>	<b>66,5%</b>	
<b>Lợi nhuận hoạt động tài chính</b>	<b>1.906</b>	<b>2.591</b>	<b>36,0%</b>	<b>73,2%</b>	Thu nhập tài chính tăng 36% chủ yếu nhờ giá trị danh mục đầu tư tăng 32,5%. Thu nhập tài chính tỏ ra thấp hơn so với dự báo của chúng tôi. Tuy nhiên, với giá trị danh mục đầu tư tăng và lợi suất đầu tư ổn định, chúng tôi cho rằng BVH có thể đạt dự báo.
<b>Lợi nhuận từ hoạt động khác</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>185,3%</b>	<b>94,4%</b>	
<b>Phần lợi nhuận trong liên doanh liên kết</b>	<b>35</b>	<b>21</b>	<b>-41,4%</b>	<b>21,5%</b>	Lợi nhuận từ các công ty liên kết (hoạt động trong nhiều lĩnh vực khác nhau, từ bảo hiểm và BĐS đến khách sạn) tỏ ra thấp hơn so với dự báo. Tuy nhiên, trong Quý 4/2015, khoản mục này đã tăng ba lần vì một số công ty liên kết ghi nhận lợi nhuận mỗi năm một lần. Vì vậy, chúng tôi cho rằng kết quả này tuy thấp nhưng không đáng lo ngại.
<b>LNTT</b>	<b>1.203</b>	<b>1.317</b>	<b>9,5%</b>	<b>89,6%</b>	
Thuế TNDN	(236)	(238)	0,7%	81,0%	
Lợi ích CĐ thiểu số	39	30	-22,8%	41,2%	
<b>LNST và sau lợi ích CĐTS</b>	<b>921</b>	<b>1.049</b>	<b>13,9%</b>	<b>95,0%</b>	

## Triển vọng: Doanh thu tăng trưởng mạnh, hứa hẹn triển vọng tích cực cho các công ty bảo hiểm

Chúng tôi dự báo tình hình BVH các năm tới sẽ khả quan với thu nhập từ phí bảo hiểm tăng mạnh, chi phí dự phòng tăng chậm lại, và giá trị danh mục đầu tư tăng:

- **Thu nhập từ phí bảo hiểm tăng mạnh hơn so với dự báo của chúng tôi.** Phí bảo hiểm 9 tháng đầu năm 2016 của BVH tăng 22,2% so với cùng kỳ năm ngoái, cao hơn nhiều so với dự báo cả năm chúng tôi đưa ra là 19,8%. Vì ngành bảo hiểm vẫn trong giai đoạn mới phát triển, tỷ lệ thâm nhập còn thấp, nên chúng tôi cho rằng doanh thu vẫn có thể tăng trưởng mạnh trong 5 năm tới, trước khi chuyển sang giai đoạn tăng trưởng vừa phải.
- **Vấn đề về chi phí dự phòng cao không còn đáng lo ngại:** Chúng tôi nhận thấy có mối tương quan nghịch gần với hệ số tương quan là âm 82% giữa biến động lợi suất trái phiếu 10 năm và biến động ở tỷ lệ dự phòng toán học trên thu nhập phí bảo hiểm nhân thọ, cho thấy lợi suất trái phiếu càng giảm, chi phí dự phòng ghi nhận vào KQLN càng cao. Chúng tôi cho rằng lợi suất trái phiếu năm 2016 đã chạm đáy, nên chi phí dự phòng sẽ không tăng mạnh như giai đoạn 2011-2015.
- **Giá trị danh mục đầu tư tăng giúp thu nhập tài chính tăng.** Vì phí bảo hiểm tăng trưởng mạnh hơn giúp duy trì dòng tiền mặt dồi dào cho các hoạt động đầu tư, cùng với lợi suất đầu tư ổn định, chúng tôi cho rằng đầu tư sẽ tiếp tục là hoạt động chính mang lại lợi nhuận.

KQLN (tỷ đồng)	Dự báo 2016 (hiện nay)	Dự báo 2016 (trước đây)	Tăng/giảm	Lý do điều chỉnh dự báo
Doanh thu thuần từ HĐKD bảo hiểm	18.792	18.106	686	Ban đầu, chúng tôi ước tính doanh thu thuần từ hoạt động bảo hiểm sẽ tăng 18,1%. Tuy nhiên, doanh thu thuần 9 tháng đầu năm 2016 đã tăng 22,2%, cao hơn so với ước tính ban đầu. Chúng tôi điều chỉnh ước tính tăng trưởng doanh thu thành 22,6% vì doanh thu Quý 4 thường cao hơn các quý khác.
Chi bồi thường bảo hiểm	-14.346	-13.941	-405	Chi phí bồi thường tăng vì dự báo doanh thu tăng.
Chi bồi thường từ dự phòng giao động lớn	55	0	55	
Trích dự phòng giao động lớn	(107)	(109)	2	
Chi khác cho HĐKD bảo hiểm	-4.041	-3.894	-147	Chi phí bảo hiểm tăng vì doanh thu tăng.
Tổng chi trực tiếp HĐKD bảo hiểm	-18.438	-17.944	-494	
<b>Lợi nhuận gộp HĐKD bảo hiểm</b>	<b>354</b>	<b>162</b>	<b>192</b>	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-2.518	-2.414	-104	Chi phí quản lý tăng do doanh thu tăng. Chi phí 9 tháng đầu năm 2016 tăng khoảng 25% so với cùng kỳ năm ngoái. Chúng tôi ước tính chi phí cả năm sẽ tăng tương tự.
<b>Lỗ thuần từ HĐKD bảo hiểm</b>	<b>-1.765</b>	<b>-1.810</b>	<b>45</b>	
Lợi nhuận thuần từ hoạt động ngân hàng	-	-	-	
<b>Lỗ thuần từ hoạt động khác</b>	<b>(348)</b>	<b>(363)</b>	<b>15</b>	
<b>Lợi nhuận hoạt động tài chính</b>	<b>3.588</b>	<b>3.542</b>	<b>46</b>	Thu nhập tài chính tăng vì doanh thu từ bảo hiểm lớn, qua đó giúp giá trị danh mục đầu tư tăng.
Lợi nhuận từ hoạt động khác	6	5	1	
<b>Phần lợi nhuận trong liên doanh liên kết</b>	<b>96</b>	<b>96</b>	<b>0</b>	
<b>LNTT</b>	<b>1.577</b>	<b>1.471</b>	<b>106</b>	
Thuế TNDN	(315)	(294)	(21)	
Lợi ích CĐ thiểu số	40	73	(33)	
<b>LNST CỦA CHỦ SỞ HỮU TẬP ĐOÀN</b>	<b>1.222</b>	<b>1.104</b>	<b>118</b>	

## Định giá

Tại các công ty bảo hiểm, hoạt động bảo hiểm và tài chính liên quan chặt chẽ với nhau. Vì vậy, để định giá doanh nghiệp, cần áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền cho các cổ đông (FCFE). Mô hình định giá của chúng tôi được dựa trên hai phương pháp: chiết khấu dòng tiền và P/B, tỷ trọng lần lượt 70% và 30%.

Hình 1: Dòng tiền cho các cổ đông

	2016	2017	2018	2019	2020
Dòng tiền từ HĐKD	11.295	12.767	15.482	19.092	22.164
<b>Dòng tiền trước hoạt động tài chính</b>	<b>(382)</b>	<b>(520)</b>	<b>1.120</b>	<b>1.447</b>	<b>529</b>
Tăng từ nợ	926	2.208	934	813	1.986
Chi phí lãi vay	(835)	(1.031)	(1.247)	(1.451)	(1.704)
<b>Tổng FCFE</b>	<b>(292)</b>	<b>657</b>	<b>807</b>	<b>808</b>	<b>812</b>

Tuy dòng tiền cho các cổ đông 2016-2020 dự báo sẽ cao, chúng tôi cho rằng BVH khó có thể duy trì tỷ lệ tăng trưởng cao trong thời gian dài. Chúng tôi áp dụng mô hình 4 giai đoạn để ước tính tỷ lệ tăng trưởng dài hạn của dòng tiền doanh nghiệp với định giá từng giai đoạn như sau:

Hình 2: Cash flow to equity holders

Năm bắt đầu	FY2016	FY2020	FY2036	FY2054
Giai đoạn	Tăng trưởng mạnh	Tăng trưởng vừa phải – bước đầu	Tăng trưởng vừa phải – về sau	Tăng trưởng thấp
Dòng tiền cho các cổ đông năm đầu	1	812	27,669	750,444
Dòng tiền chiết khấu từng giai đoạn	16	14.410	28,578	10,391
Tổng dòng tiền chiết khấu	53.396			
Số cổ phiếu (pha loãng ESOP)	706.316.227 cổ phiếu			
Giá trị/cổ phiếu	75.598VND/cổ phiếu			

Trong phương pháp P/B, Hình 5 cho thấy BVH liên tục giao dịch xung quanh mức 3,1 lần, nên nếu các điều kiện không đổi, BVH sẽ tiếp tục giao dịch với P/B trung bình 3,1 lần.

Hình 3: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị mục tiêu	Tỷ trọng	Đóng góp (VND/CP)
Dòng tiền cho các cổ đông	75.598	70%	52.918
P/B (3,1x)	58.918	30%	17.675
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>100%</b>	<b>70.594</b>

### So sánh với các công ty bảo hiểm khác

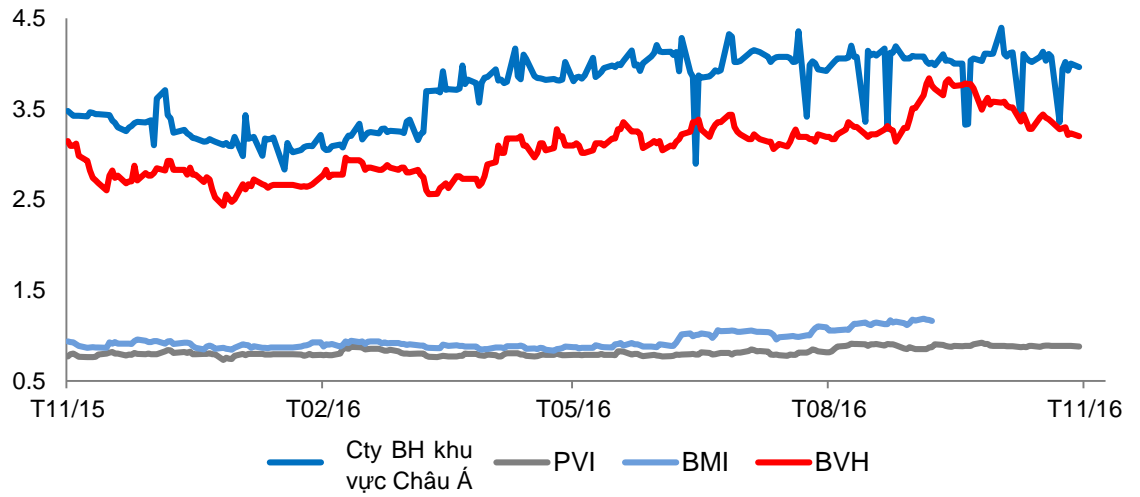
BVH là một trong các công ty bảo hiểm hàng đầu Việt Nam nên chúng tôi lựa chọn PVI và BMI vì đây là các công ty có vị thế tương tự cũng tại thị trường này, đối với bảo hiểm phi nhân thọ và một số công ty bảo hiểm đã niêm yết tại các thị trường chứng khoán châu Á với giá trị vốn hóa xấp xỉ hoặc cao.

Hình 4: So sánh với các công ty bảo hiểm khác

Mã Bloomberg	Giá trị vốn hóa	TTM NPATMI	NPATMI %	TTM ROE	TTM ROA	LQ P/B
MPL AU Equity	5.033	304,2	46,4%	27,6%	12,5%	4,4
LPI MK Equity	1.221	110,9	36,4%	27,2%	12,9%	3,1
STMB MK Equity	791	42,0	16,1%	24,5%	2,4%	4,5
BLA TB Equity	2.484	152,6	32,1%	18,8%	2,1%	2,7
CGF AU Equity	4.472	238,7	9,6%	12,5%	1,5%	2,2
MAXF IN Equity	2.057	38,6	-9,6%	9,6%	0,7%	7,1
BIC VN Equity	182	7,1	85,6%	11,0%	3,6%	2,0
PVI VN Equity	247	24,4	75,6%	9,3%	3,1%	0,9
BMI VN Equity	105	6,6	6,1%	7,0%	2,7%	1,1
Median	1.843,6	102,8	33,1%	16,4%	0,0	3,1
Average	1.221	42,0	32,1%	12,5%	2,7%	2,7
BVH	1.860,0	55,5	0,5%	9,8%	2,0%	3,2

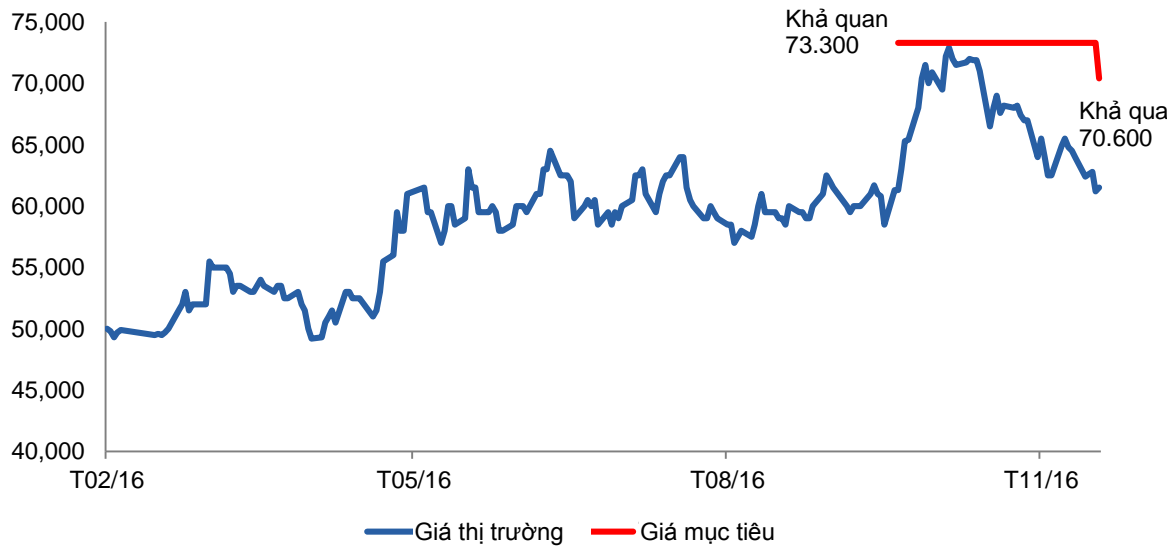
Nguồn: Bloomberg, VCSC

Hình 5: P/B



Nguồn: Bloomberg

Hình 6: Diễn biến giá cổ phiếu BVH và giá mục tiêu do VCSC đưa ra



Nguồn: Bloomberg, VCSC

## Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F	Bảng CĐKT (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F
Doanh thu thuần từ HĐKD bảo hiểm	15.327	18.792	22.457				
Chi bồi thường bảo hiểm	(11.445)	(14.346)	(16.769)	<b>Tài sản</b>			
Chi bồi thường từ dự phòng giao động lớn	46	55	-	Đầu tư dài hạn	34.376	41.863	53.119
Trích dự phòng giao động lớn	(102)	(107)	(112)	Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	17.139	20.439	22.292
Chi khác cho HĐKD bảo hiểm	(3.470)	(4.041)	(4.964)	Các khoản phải thu	3.500	4.152	4.811
Tổng chi trực tiếp HĐKD bảo hiểm	(14.971)	(18.438)	(21.845)	Tài sản cố định hữu hình	1.033	1.098	1.139
<b>Lợi nhuận gộp HĐKD bảo hiểm</b>	<b>356</b>	<b>354</b>	<b>612</b>	Tài sản vô hình	838	880	924
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(2.012)	(2.518)	(3.249)	Chi phí thuê tóm chưa phân bổ	307	332	129
<b>Lỗ thuần từ HĐKD bảo hiểm</b>	<b>(1.287)</b>	<b>(1.765)</b>	<b>(2.122)</b>	Tài sản khác	1.360	1.903	2.152
<b>Lợi nhuận thuần từ hoạt động ngân hàng</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>58.553</b>	<b>70.666</b>	<b>84.565</b>
<b>Lỗ thuần từ hoạt động khác</b>	<b>(300)</b>	<b>(348)</b>	<b>(457)</b>	<b>Nợ phải trả &amp; vốn CSH</b>			
<b>Lợi nhuận hoạt động tài chính</b>	<b>2.950</b>	<b>3.588</b>	<b>4.373</b>	Nợ	8.282	9.209	11.416
<b>Lợi nhuận từ hoạt động khác</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	Phải trả	1.126	1.239	1.363
<b>Phần lợi nhuận trong liên doanh liên kết</b>	<b>93</b>	<b>96</b>	<b>100</b>	Nợ khác	1.529	1.673	1.918
<b>LNTT</b>	<b>1.461</b>	<b>1.577</b>	<b>1.901</b>	Dự phòng nghiệp vụ	34.418	43.795	54.237
Thuế TNDN	(286)	(315)	(380)	<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>45.354</b>	<b>55.915</b>	<b>68.934</b>
Lợi ích CĐ thiểu số	47	40	44	Lợi ích CĐTS	616	678	746
<b>LNST của chủ sở hữu tập đoàn</b>	<b>1.128</b>	<b>1.222</b>	<b>1.477</b>	Vốn điều lệ	6.805	7.405	7.405
<b>LNST của chủ sở hữu tập đoàn (điều chỉnh)</b>	<b>1.059</b>	<b>1.149</b>	<b>1.388</b>	Thặng dư vốn CP	3.184	3.471	3.471
EPS cơ bản, VND	1.727	1.704	2.054	Cổ phiếu quỹ	-	-	-
EPS điều chỉnh, VND	1.556	1.551	1.875	Lợi nhuận chưa thực hiện	16	16	16
				Lợi nhuận giữ lại	2.038	2.398	2.899
<b>%</b>	<b>2015A</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	Quỹ khác	538	783	1.078
<b>Tăng trưởng</b>				<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>12.582</b>	<b>14.751</b>	<b>15.615</b>
Tăng trưởng doanh thu phí BH thuần %	19,2%	23,0%	19,7%	<b>Tổng nợ phải trả &amp; vốn CSH</b>	<b>58.553</b>	<b>70.666</b>	<b>84.549</b>
Tăng trưởng lỗ thuần từ HĐKD bảo hiểm %	-2,2%	37,1%	20,2%				
Tăng trưởng lợi nhuận hoạt động tài chính %	0,9%	21,6%	21,9%				
Tăng trưởng LNTT %	-9,8%	8,0%	20,5%	<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)</b>	<b>2015A</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>
Tăng trưởng LNST %	-11,7%	7,4%	20,5%	<b>Tiền đầu năm</b>	1.424	2.256	2.482
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-8,5%	-0,3%	20,9%	Lợi nhuận trước thuế	1.468	1.577	1.901
				Khấu hao	158	164	170
<b>Khả năng sinh lời</b>				Điều chỉnh khác	2.770	4.810	5.994
Lợi suất đầu tư trung bình	8,2%	8,2%	8,2%	<b>LN từ HĐKD trước khi thay đổi vốn lưu động</b>	<b>4.397</b>	<b>6.551</b>	<b>8.064</b>
ROA %	2,0%	1,7%	1,4%	Thay đổi vốn lưu động	(205)	3.452	3.515
ROE %	9,0%	7,9%	7,7%	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>4.192</b>	<b>10.003</b>	<b>11.579</b>
				Chi mua sắm TSCĐ, ròng	(108)	(107)	(85)
<b>Thanh khoản</b>				Đầu tư	(7.097)	(10.562)	(12.935)
CS thanh toán hiện hành	2x	2,2x	2x	<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>(7.205)</b>	<b>(10.669)</b>	<b>(13.021)</b>
CS thanh toán nhanh	1,9x	2x	1,9x	Tăng vốn	-	510	-
CS thanh toán tiền mặt	0,2x	0,2x	0,2x	Tiền thu từ đi vay (ròng)	4.523	926	2.208
Nợ/Tài sản	77,5%	79,1%	81,5%	Cổ tức đã trả	(681)	(544)	(592)
Nợ/Vốn sử dụng	307,6%	358,1%	420,4%	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>3.842</b>	<b>892</b>	<b>1.615</b>
Nợ/Vốn CSH	326,5%	362,2%	424,5%	<b>Thay đổi tiền mặt ròng</b>	<b>829</b>	<b>227</b>	<b>174</b>
				Chênh lệch tỷ giá ròng	2	-	-
				<b>Tiền cuối năm</b>	<b>2.256</b>	<b>2.482</b>	<b>2.656</b>

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Trịnh Ngọc Hoa, 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 KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20% 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.

**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

#### Vật liệu xây dựng

- Lý Thị Mỹ Dung. Chuyên viên ext 149

#### Vĩ mô

- Nguyễn Hải Hiền. Chuyên viên ext 132

#### Hàng tiêu dùng. Ôtô và Sắm lốp

#### Đặng Văn Pháp. Trưởng phòng ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào. CV cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa. Chuyên viên ext 181

#### BDS và Xây dựng

#### Lưu Bích Hồng. Trưởng phòng. ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên, ext 174

### 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. Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm. Chuyên viên ext 135

#### Khách hàng cá nhân

#### Vũ Minh Đức. Trưởng phòng ext 363

- Nguyễn Thảo Vy. Chuyên viên 147
- Nguyễn Đắc Phú Thành. Chuyên viên ext 194
- Chu Lực Ninh. Chuyên viên ext 196

#### 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.