

Ngành Mía đường

Báo cáo cập nhật

5 tháng 6, 2014

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **15.550**

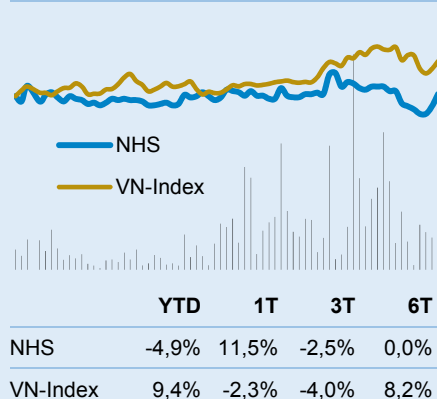
Giá thị trường (5/6/2014) 11.500

Lợi nhuận kỳ vọng 35,2%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	9.500 - 13.100
Vốn hóa	705
SL cổ phiếu lưu hành	60.750.000
KLGD bình quân 10 ngày	76.560
% sở hữu nước ngoài	5,4%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.500 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	13,04%
Beta	0,44

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Dương Đức Hiếu

(84 4) 3928 8080 ext 622

duongduchieu@baoviet.com.vn

Doanh nghiệp tăng trưởng ổn định

Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng ổn định. NHS là một trong số ít các doanh nghiệp mía đường trên sàn chứng khoán có doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng đều đặn và ổn định hàng năm, ngay cả trong giai đoạn khó khăn của ngành đường. Trung bình trong giai đoạn 2009-2013, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của NHS lần lượt tăng trưởng 15,5% và 7,3%.

Vùng nguyên liệu đáp ứng đủ nhu cầu sản xuất và không ngừng được mở rộng. So với các doanh nghiệp trong ngành, quy mô vùng nguyên liệu so với công suất chế biến của NHS là khá lớn, cung cấp đủ nguyên liệu cho hoạt động hiện tại và các kế hoạch nâng cao công suất. Trong 5 vụ mía vừa qua, diện tích vùng nguyên liệu tăng trung bình 16%/năm. Việc tăng quy mô vùng nguyên liệu mía giúp NHS kiểm soát tốt giá thành đầu vào của công ty và đảm bảo cung cấp đủ nguyên liệu khi công ty nâng công suất nhà máy lên 6.000 tấn mía/ngày.

Khả năng kiểm soát giá thành tốt. Mặc dù giá bán giảm sút trung bình 10%/năm từ năm 2011, NHS vẫn duy trì được biên lợi nhuận gộp bán đường khá ổn định từ 16-18%, vượt trội so với các doanh nghiệp trong ngành. Hiện NHS đang có các dự án đầu tư vào hệ thống tưới và nâng công suất chế biến tăng 15%, tiếp tục góp phần cải thiện giá thành cho NHS.

Khách hàng và thị trường tiêu thụ ổn định. Bạt hàng của NHS chủ yếu là các doanh nghiệp thương mại, trong đó cổ đông lớn là công ty Cổ phần Đầu tư Thành Thành Công chiếm 30% tổng doanh thu hàng năm của công ty.

Cổ tức ổn định, hấp dẫn. NHS duy trì chính sách trả cổ tức tương đối cao và ổn định, cụ thể trong 4 năm gần đây 2013, 2012, 2011, 2010 tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt của NHS lần lượt ở mức 15%, 30%, 40%, 40% vốn điều lệ.

Khuyến nghị. Với khả năng kiểm soát giá thành tốt, chúng tôi cho rằng NHS sẽ duy trì được mức lợi nhuận ổn định trong các năm tới mặc dù doanh thu có thể sẽ bị ảnh hưởng do thị trường đường mở cửa bắt đầu từ năm 2015. Kết quả xác định giá hợp lý cổ phần NHS chúng tôi ước tính khoảng 15.550 đồng/cổ phần, cao hơn 35,2% so với mức hiện tại, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu NHS.

Một số chỉ tiêu dự báo của NHS

Chỉ số tài chính	2011	2012	2013	2014F
Doanh thu (triệu VND)	782.480	934.615	1.015.027	1.162.824
EBIT (triệu VND)	143.139	158.166	147.217	185.523
Lợi nhuận sau thuế (triệu VND)	80.408	81.605	91.436	94.658
EPS (VND)	9.927	5.319	2.404	1.558
P/E (x)	3,28	2,63	5,07	7,83
P/B (x)	1,03	0,40	0,51	0,84
ROA (%)	15,8%	10,8%	6,6%	7%
ROE (%)	31,7%	19,9%	12,8%	13%

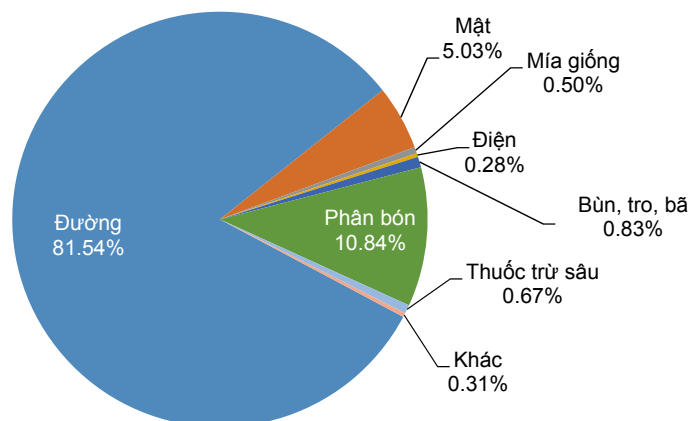
Sơ lược về công ty

Công ty cổ phần Đường Ninh Hòa tiền thân là Nhà máy Đường Ninh Hòa, đơn vị trực thuộc Công ty Đường Khánh Hòa, nhà máy chính thức đi vào sản xuất với hệ thống thiết bị có công suất thiết kế 1.250 tấn mía/ngày vào tháng 4/1996. Năm 2006, công ty chuyển sang hoạt động dưới hình thức cổ phần. Tháng 7 năm 2010, Công ty chính thức niêm yết trên Sàn Giao dịch chứng khoán TP.HCM với mã chứng khoán NHS.

Hoạt động sản xuất kinh doanh mía đường

Sản phẩm kinh doanh chính của KTS là đường RS, chiếm tỷ trọng khoảng 82% tổng doanh thu và 98% lãi gộp (2013). Ngoài ra, quá trình sản xuất còn thu được phụ phẩm mật rỉ dùng cho nguyên liệu công nghiệp, bã bùn tro mía dùng để bón cây. Công ty cũng có hoạt động kinh doanh mía giống, phân bón, thuốc trừ sâu, chủ yếu phục vụ nông dân trồng mía, biên lợi nhuận không đáng kể. NHS cũng sở hữu một nhà máy nhiệt điện từ nguyên liệu là bã mía, cung cấp điện cho hoạt động nội bộ và lưới điện quốc gia thuộc điện lực Khánh Hòa.

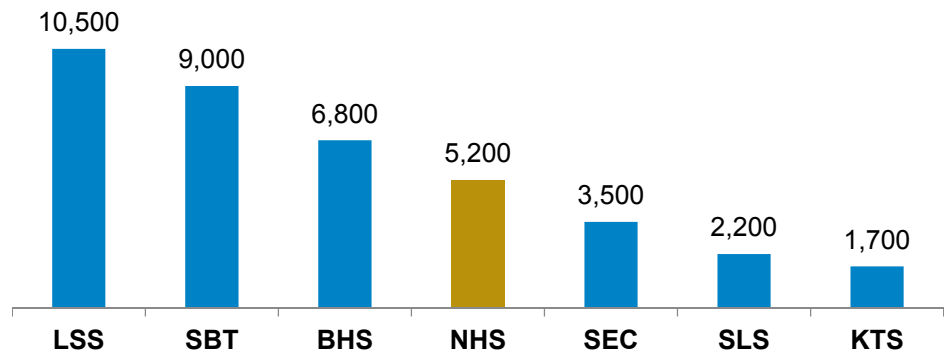
Cơ cấu doanh thu của NHS năm 2013



Nguồn: NHS

Quy mô sản xuất. Trong năm 2013, công suất thiết kế nhà máy của NHS đạt 5.200 tấn mía/ngày, sản lượng mía ép năm 2013 đạt 612.393 tấn, sản xuất 60.759 tấn đường. So với các công ty khác trong ngành đường, NHS thuộc nhóm các doanh nghiệp có quy mô ở mức trung bình. Công ty đang tiến hành nâng cấp công suất nhà máy lên 6.000 tấn mía/ngày.

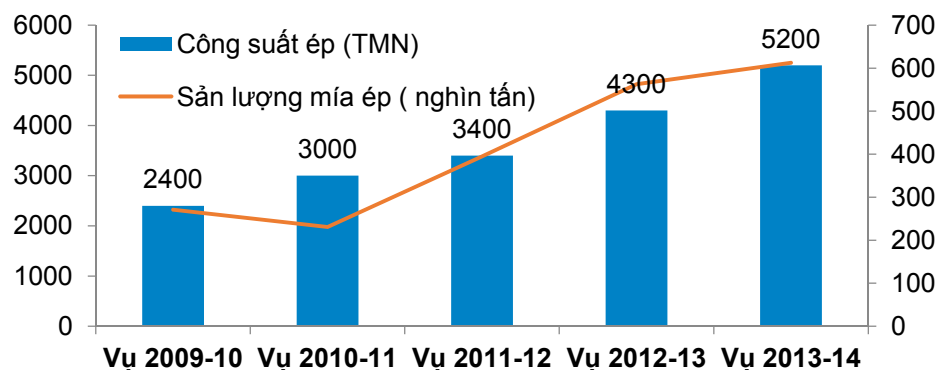
Công suất ép mía của NHS và các doanh nghiệp ngành đường (tấn mía/ngày)



Nguồn: BVSC tổng hợp

Tiếp tục đầu tư nâng cao công suất chế biến. Năm 2013, NHS đã nâng công suất nhà máy lên 5.200 tấn mía/ngày. Trong thời gian tới, công ty tiếp tục triển khai dự án nâng công suất chế biến lên 6.000 tấn mía/ngày, tăng 15% và khá tương xứng với quy mô tăng trưởng của vùng nguyên liệu. Việc tăng công suất sẽ làm tăng quy mô, qua đó giảm chi phí cố định trong cơ cấu giá thành trên mỗi đơn vị sản lượng của công ty.

Công suất mía ép của NHS giai đoạn 2009-2014

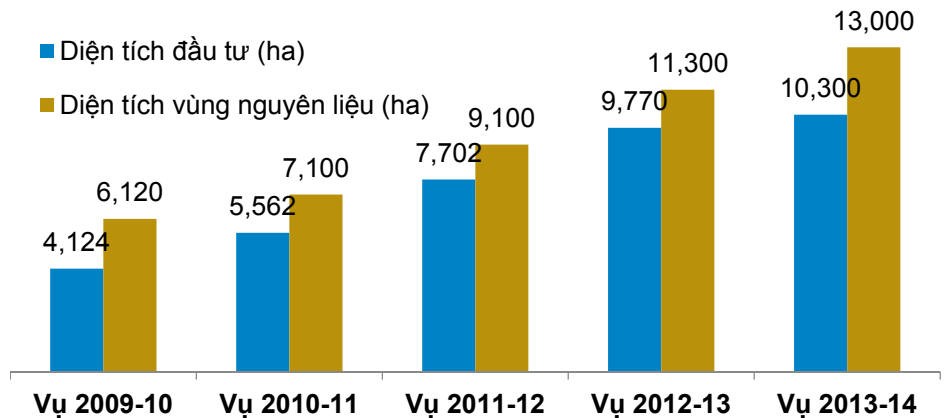


Nguồn: NHS

Vùng nguyên liệu đáp ứng đủ nhu cầu sản xuất và không ngừng được mở rộng. Vùng mía nguyên liệu của NHS nằm chủ yếu ở huyện Ninh Hòa (Khánh Hòa), đóng góp 60% sản lượng; M'drak (Đak Lak), đóng góp 36% sản lượng; và một số huyện lân cận trong tỉnh Khánh Hòa. Trong 5 vụ mía gần đây, diện tích vùng nguyên liệu tăng trung bình 16%/năm. Các diện tích nguyên liệu được công ty đầu tư trực tiếp cũng tăng trung bình 20%/năm và chiếm 80% tổng diện tích vùng nguyên liệu. Việc tăng cường đầu tư vào vùng nguyên liệu mía giúp NHS đảm bảo cung cấp đủ nguyên liệu khi công ty nâng công suất nhà máy lên 6.000 tấn mía/ngày.

Để chuẩn bị cho công tác sản xuất vụ 2013 - 2014, Công ty đã đầu tư 182,86 tỷ đồng với diện tích trên 10.300 ha và hoàn tất ký kết các hợp đồng mua bán mía vụ 2013 - 2014 với sản lượng 670.000 tấn. Khu vực lân cận NHS còn có các công ty mía đường khác hoạt động như Phan Rang, S33, Khánh Hoà nhưng ít xảy ra trường hợp tranh giành mía nguyên liệu.

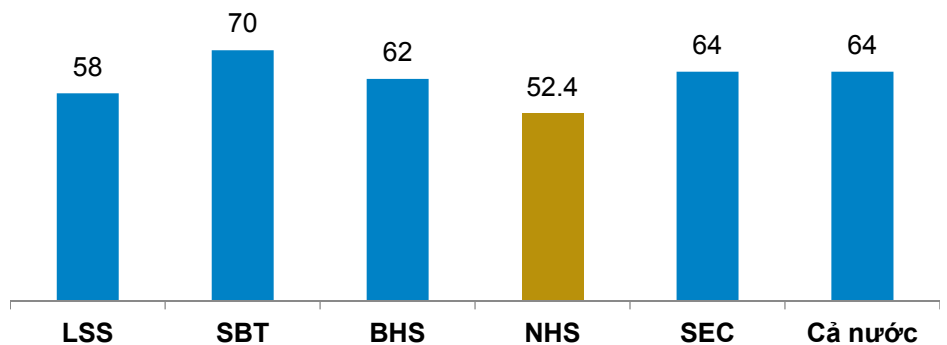
Quy mô vùng nguyên liệu của NHS



Nguồn: NHS

Đầu tư cải thiện năng suất mía. Năng suất mía của NHS vụ 2012-2013 đạt 52,4 tấn/ha, thấp hơn 18% so với bình quân cả nước (63,9 tấn/ha). Nguyên nhân do vị trí địa lí khu vực duyên hải miền trung và Tây Nguyên thường gặp tình trạng khô hạn hơn các vùng khác, các hộ nông dân trồng mía còn hoạt động manh mún, kĩ thuật canh tác còn hạn chế.

Năng suất mía (tấn/ha)

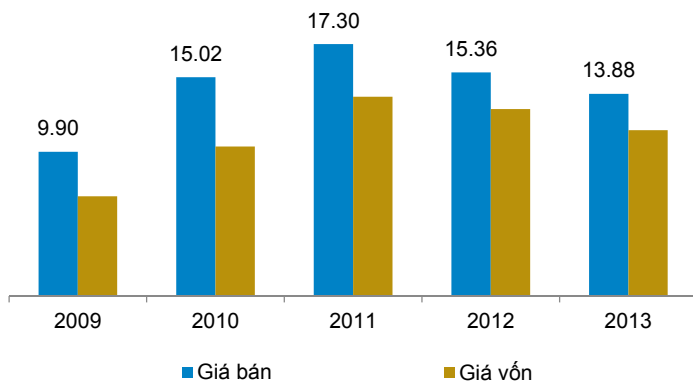


Nguồn: BVSC tổng hợp

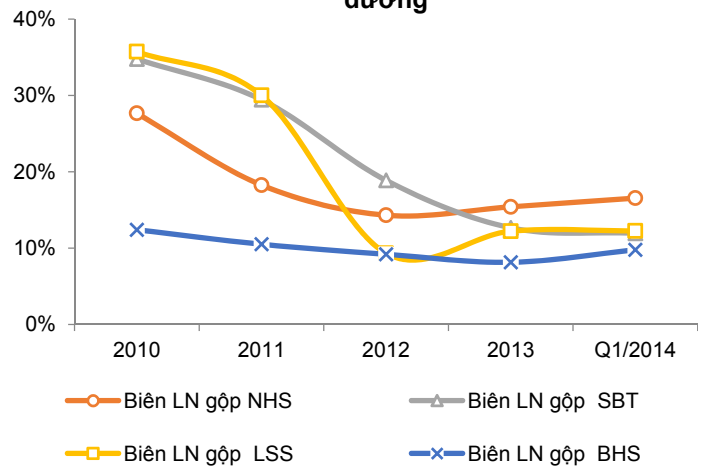
Hiện NHS đang đầu tư thử nghiệm hệ thống tưới nước tiết kiệm và đã mang lại những kết quả tương đối thuận lợi. Cây mía sinh trưởng tốt, tiết kiệm được 40% lượng nước tưới, trong khi năng suất mía được cải thiện đáng kể. Từ vụ 2014-2015, công ty tập trung đầu tư vốn với mức kinh phí 25-30 triệu /hệ thống tưới. Tổng vốn đầu tư cho người trồng mía dự kiến 5 tỷ đồng cho khoảng 1.000 ha được tưới. Dự kiến đến năm 2017 diện tích mía có tưới chiếm >50% diện tích toàn vùng nguyên liệu, đảm bảo năng suất bình quân > 65 tấn /ha và sản lượng mía ép đạt > 800.000 tấn/vụ.

Khả năng kiểm soát giá thành tốt. Mặc dù giá bán giảm sút trung bình 10%/năm từ năm 2011, NHS vẫn duy trì được biên lợi nhuận gộp bán đường khá ổn định từ 16-18% do giá thành sản xuất được cắt giảm. Mức biên lợi nhuận gộp này vượt trội so với các doanh nghiệp trong ngành.

Giá bán đường và giá thành sản xuất của NHS (triệu đồng/tấn)



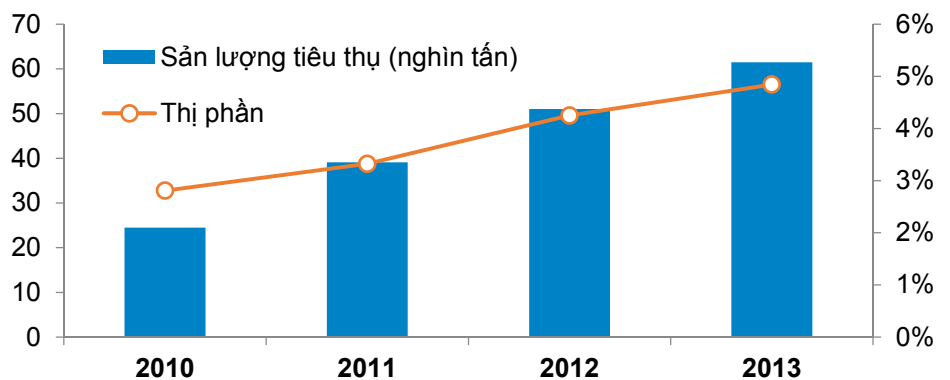
Biên lợi nhuận gộp của một số công ty mía đường



Nguồn: BVSC tổng hợp

Khách hàng và thị trường tiêu thụ ổn định. Địa bàn tiêu thụ chủ yếu của NHS là các tỉnh Đồng Nai, Bình Dương, Tp HCM với đối tượng khách hàng chính là các doanh nghiệp thương mại. Trong đó đáng chú ý doanh số bán hàng cho cổ đông lớn là Công ty Cổ phần Đầu tư Thành Thành Công khá ổn định qua các năm và chiếm khoảng 1/3 tổng doanh thu (2013: 324 tỉ; 2012: 327 tỉ). Ngoài ra, NHS còn cung cấp đường RS cho một số doanh nghiệp sản xuất đường khác như SBT hay BHS tinh luyện thành đường RE. Đây là cơ sở để công ty duy trì doanh thu và tiếp tục đa dạng hóa khách hàng. Trong bối cảnh thị trường đường Việt Nam luôn ở tình trạng cung vượt cầu từ 2 năm nay, việc sản lượng tiêu thụ của NHS tăng trưởng ổn định trung bình khoảng 30%/năm cho thấy thành công trong công tác bán hàng cũng như sự mở rộng đối tượng khách hàng. Thị phần của NHS cũng tăng trưởng khá tốt, năm 2013, thị phần của NHS đạt 4,84%, so với mức 2,81% của năm 2010.

Sản lượng tiêu thụ và thị phần của NHS



Nguồn: NHS

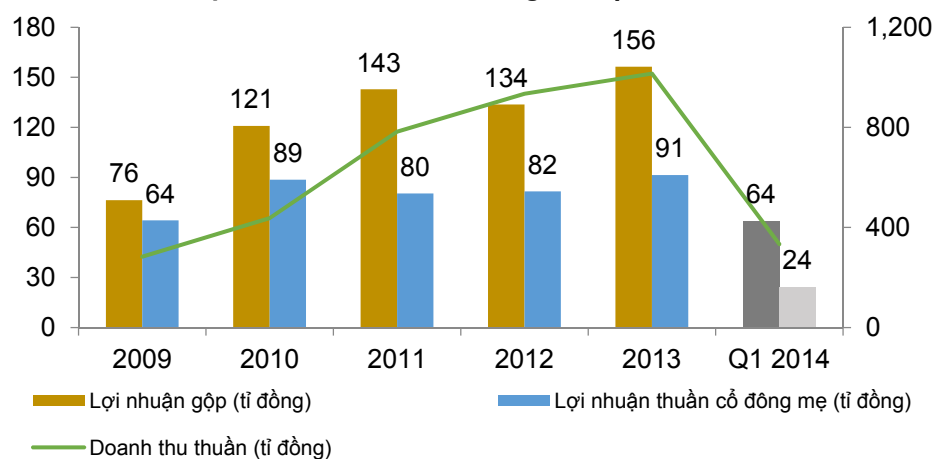
Triển vọng tốt từ hoạt động sản xuất điện. Dự kiến vụ 2013/14, NHS sẽ đưa vào vận hành turbine 30 MW, kế hoạch sản lượng điện bán cho EVN khoảng 36 nghìn Mwh/năm. Ngày 24/3/2014, Chính phủ đã đưa ra Quyết Định hỗ trợ phát triển các dự án điện sinh khối, bao gồm các ưu đãi về vốn vay, miễn giảm

thuế và giá bán điện quy định (1220 đồng/kWh, cao hơn 45% so với mức giá quy định trước đây). Với mức giá này, bắt đầu từ năm 2014, doanh thu và lợi nhuận hàng năm của NHS từ điện ước đạt lần lượt 44 tỉ và 23 tỉ đồng (Q1/2014 đạt lần lượt 7,2 tỉ và 5,4 tỉ).

Tình hình tài chính ổn định, hiệu quả sinh lời cao trong nhóm các doanh nghiệp ngành đường

Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng ổn định. NHS là một trong số ít các doanh nghiệp mía đường trên sàn chứng khoán có doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng đều đặn hàng năm, ngay cả trong giai đoạn khó khăn của ngành đường từ năm 2012.

Kết quả kinh doanh của NHS giai đoạn 2009-2014



Nguồn: NHS

Khả năng sinh lời tốt. Trong bối cảnh thị trường mía đường khó khăn, doanh thu và lợi nhuận của NHS vẫn tăng trưởng khá ổn định. Trong năm 2013 biên lợi nhuận của NHS được cải thiện. Tuy nhiên do công ty tiến hành tăng vốn trong 2 năm 2012, 2013 nên các chỉ số ROE, ROA bị ảnh hưởng.

Một số chỉ tiêu hiệu quả hoạt động của NHS				
Tăng trưởng	2010	2011	2012	2013
Tăng trưởng doanh thu (%)	54,50%	78,97%	19,44%	8,60%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng (%)	38,00%	-9,28%	1,00%	12,56%
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	27,65%	18,26%	14,31%	15,41%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế (%)	23,35%	12,55%	10,76%	11,34%
Tỷ suất lợi nhuận ròng (%)	20,27%	10,28%	8,69%	9,01%
ROE (%)	44,95%	31,67%	19,98%	12,77%
ROA (%)	28,00%	15,77%	10,80%	6,59%

So sánh với các doanh nghiệp trong ngành, các chỉ số tài chính của NHS cũng ở mức khá tốt, đặc biệt là biên lợi nhuận.

So sánh chỉ tiêu tài chính của NHS với một số doanh nghiệp trong ngành đường						
Chỉ số	NHS	SBT	BHS	LSS	SEC	SLS
ROE	12,77%	13,52%	15,98%	3,18%	15,98%	30%
ROA	6,59%	8,12%	5,27%	1,66%	6,09%	20%
Biên LN thuần	9,01%	10,77%	1,74%	2,25%	6,24%	8,85%
Tỉ số thanh toán nhanh	1,11	1,18	0,78	0,44	1,11	1,48
Nợ/VCSH	1,06	0,77	1,6	0,68	1,41	0,41

Sức khỏe tài chính lành mạnh. Các chỉ số đều cho thấy khả năng thanh toán của NHS ở mức khá tốt.

Nhóm các chỉ tiêu về khả năng thanh toán					
Chỉ số	2010	2011	2012	2013	Quý 1/2014
Tỉ số thanh toán hiện hành (lần)	1,94	0,94	1,09	1,26	1,26
Tỉ số thanh toán nhanh (lần)	1,41	0,73	0,84	1,11	0,87
Tỉ số thanh toán tiền mặt (lần)	0,00	0,01	0,15	0,65	0,32

Nguồn: BVSC tổng hợp

Cổ tức ổn định, hấp dẫn. NHS duy trì chính sách trả cổ tức tương đối cao và ổn định, cụ thể trong 4 năm gần đây 2013, 2012, 2011, 2010 tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt của NHS lần lượt ở mức 15%, 30%, 40%, 40% vốn điều lệ.

Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền của NHS					
Năm	2010	2011	2012	2013	Dự kiến 2014
Tỷ lệ chi trả cổ tức/vốn điều lệ	40%	40%	30%	15%	N/A

Nguồn: NHS

Triển vọng phục hồi của ngành mía đường

1. Ngành mía đường thế giới có triển vọng hồi phục cao.

Ngành mía đường thế giới sau bốn mùa vụ liên tiếp ở trạng thái cung vượt cầu ở mức cao đã có những dấu hiệu cho thấy tình trạng dư thừa đường sẽ sớm kết thúc trong 1-2 mùa vụ tới do một số nguyên nhân:

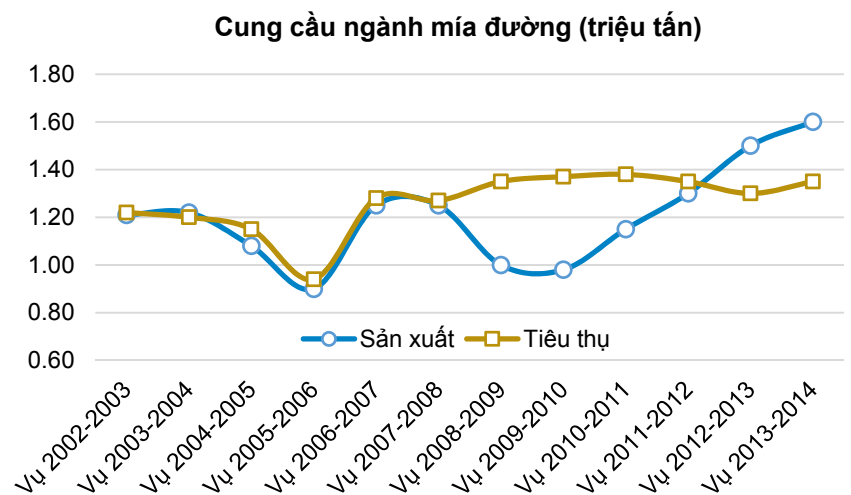
- **Điều kiện thời tiết bất ổn.** Hiện tượng thời tiết El Nino được dự báo có thể sẽ xảy ra vào thời điểm cuối năm 2014, kéo theo sự sụt giảm sản lượng mía. El Nino được xem là yếu tố không thuận lợi đối với cây mía do mưa nhiều sẽ khiến cho lượng đường trong mía giảm.

- ❑ **Nhu cầu gia tăng đối với cây mía cho sản xuất ethanol.** Xu hướng gia tăng sản xuất ethanol từ mía cũng góp phần làm giảm sản lượng cung đường. Theo OECD, sản lượng ethanol dự báo sẽ tăng trưởng 67% trong 10 năm tới và tiêu thụ khoảng 28% sản lượng mía. Năm 2014, sản xuất ethanol ở Brazil tiêu thụ 56,44% sản lượng mía của nước này, tăng 1,66% yoy.
- ❑ **Triển vọng phục hồi của kinh tế thế giới.** Triển vọng phục hồi của kinh tế thế giới được củng cố sẽ là một nhân tố đẩy mạnh nhu cầu tiêu thụ đường.

2. Ngành mía đường Việt Nam vẫn tiếp tục khó khăn.

So với thế giới, ngành mía đường Việt Nam hiện đang đối mặt với nhiều khó khăn hơn.

- ❑ **Tình trạng cung vượt cầu vẫn tiếp tục tiếp diễn.** Đến đầu tháng 4/2014, tồn kho toàn ngành đạt mức kỷ lục trên 700.000 tấn.



Nguồn: Bộ Nông nghiệp, Hiệp hội mía đường

- ❑ **Giá thành sản xuất cao.** Do chi phí sản xuất cao và năng suất mía thấp, giá đường ở Việt Nam hiện kém cạnh tranh hơn nhiều so với các nước trong khu vực và thế giới (giá đường 11 hiện tại ở mức 17-18 cent/pund, tương đương 7000-8000 đồng/kg, trong khi đó giá bán buôn tại Việt Nam khoảng trên 12.000 đồng/kg). Điều này sẽ dẫn đến khả năng cạnh tranh của ngành đường trong nước sẽ bị giảm khi các hàng rào bảo hộ hết thời hạn hiệu lực.
- ❑ **Cam kết bảo hộ dần được dỡ bỏ.** Theo cam kết hội nhập WTO và AFTA của Việt Nam, kể từ năm 2015 trở đi đường từ các nước trong khối ASEAN sẽ không còn bị hạn chế nhập khẩu vào Việt Nam, đồng thời thuế suất nhập khẩu giảm xuống còn 5%. Hiện thuế suất nhập khẩu đường từ các nước ASEAN trong hạn ngạch thuế quan là 5%; các nước ngoài ASEAN là 25% đối với đường thô, 40% đối với đường trắng. Thuế nhập khẩu ngoài hạn ngạch thuế quan: 80% đối với đường thô, 85% đối

với đường trắng. Do vậy sẽ là mối đe dọa lớn đối với ngành công nghiệp mía đường.

Với các khó khăn nêu trên, sẽ chỉ một số ít các doanh nghiệp có năng lực bán hàng tốt và khả năng kiểm soát giá thành sẽ có thể tiếp tục giữ được hoạt động ổn định. Các nhà máy đường nhỏ, không chủ động được nguyên liệu sẽ đối mặt với nguy cơ phá sản.

Định giá

1. Phương pháp so sánh.

Đối với phương pháp so sánh ngang, chúng tôi sử dụng dữ liệu của 6 công ty đường hiện đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Với các chỉ số PE, PB của NHS đang ở mức thấp nhưng lợi nhuận và EPS lại khá ổn định, chúng tôi xác định giá trị hợp lý đối với cổ phiếu NHS ở mức **16.600 đồng/cổ phần**.

Kết quả định giá theo phương pháp so sánh ngang					
Phương pháp	TB ngành	EPS, giá trị sổ sách của NHS	Giá kỳ vọng	Tỷ trọng	Giá bình quân
- PE	7,98	2.558	20.413	50%	10.200
- PB	0,83	15.078	12.515	50%	6.300
Giá bình quân			16.500 đồng/cổ phần		

2. Phương pháp chiết khấu dòng tiền.

Ngoài ra chúng tôi cũng sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu NHS với giả định rằng công ty vẫn duy trì khả năng sinh lời ổn định như mức trung bình 3 năm trở lại đây. Kết quả định giá như sau

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền			
Phương pháp	Giá kỳ vọng	Tỷ trọng	Giá bình quân
- FCFE	15.200	50%	7.600
- FCFF	14.000	50%	7.000
Giá bình quân			14.600 đồng/cổ phần

Tổng hợp kết quả định giá. Tổng hợp hai phương pháp trên, chúng tôi xác định giá hợp lý của NHS trung bình khoảng **15.550 đồng/cổ phần**.

Kết quả định giá			
Phương pháp	Giá kỳ vọng	Tỷ trọng	Giá bình quân
- So sánh ngang	16.500	50%	8.250
- Chiết khấu dòng tiền	14.600	50%	7.300
Giá bình quân			15.550 đồng/cổ phần

Khuyến nghị đầu tư

Trong bối cảnh ngành đường đang gặp khó khăn thì tình hình sản xuất kinh doanh của NHS vẫn khá khả quan, công ty đã thể hiện khả năng kiểm soát tốt chi phí và giá thành trong bối cảnh thị trường khó khăn. Bên cạnh đó, với việc tập trung đầu tư nâng công suất nhà máy, đầu tư cho vùng nguyên liệu và nâng cao năng suất trồng mía (dự kiến năng suất năm 2017 tăng 20% so với 2013), chúng tôi cho rằng hiệu quả kinh doanh của NHS sẽ được cải thiện trong những năm tới. Với định giá hợp lý theo chúng tôi khoảng **15.550 đồng/cổ phần**, cao hơn 35,2% so với mức hiện tại, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu NHS.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFE, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999