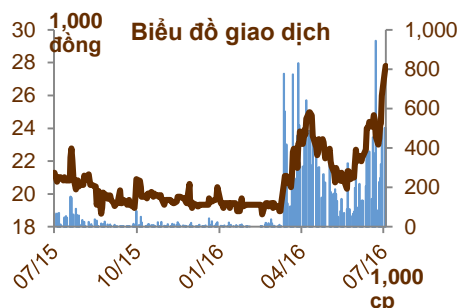


## Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG HOSE: CSV

Hóa chất

|                              |        |
|------------------------------|--------|
| Giá thị trường (VND)         | 28,500 |
| Giá mục tiêu 2017 (VND)      | 37,000 |
| Tỷ lệ tăng giá bình quân năm | 30%    |
| Suất sinh lợi cổ tức         | 9%     |
| Suất sinh lợi bình quân năm  | 26%    |



## Diễn biến giá cổ phiếu (%)

|           | YTD | 1T  | 3T  | 12T |
|-----------|-----|-----|-----|-----|
| Tuyệt đối | 36% | 26% | 18% | 31% |
| Tương đối | 24% | 22% | 4%  | 25% |

Nguồn: Stoxplus, so với VNI

## Thông kê

08/07/16

|                        |             |
|------------------------|-------------|
| Thấp/Cao 52 tuần (VND) | 18.7k-28.6k |
| SL lưu hành (triệu cp) | 44          |
| Vốn hóa (tỷ đồng)      | 1,229       |
| Vốn hóa (triệu USD)    | 56          |
| % khối ngoại sở hữu    | 18%         |
| SL cp tự do (triệu cp) | 12          |
| KLGD TB 3 tháng (cp)   | 251k        |
| VND/USD                | 21,863      |
| Index: VNIndex / HNX   | 650/87      |

Nguồn: Stoxplus

## Cơ cấu sở hữu

08/07/16

|                               |      |
|-------------------------------|------|
| Tập đoàn Hóa chất VN          | 65%  |
| VN Inv't Property Holding Ltd | 7.5% |
| Ban lãnh đạo                  | ~1%  |

Nguồn: Stoxplus

## Hoàng Huy

(+84 8) 3914 8585 - Ext: 1450  
huy.hoang@kisvn.vn  
www.kisvn.vn

## CTCP Hóa chất Cơ bản miền Nam (HSX: CSV) hưởng lợi từ tài sản gần hết khấu hao

CTCP Hóa chất Cơ bản miền Nam (Hóa chất miền Nam) niêm yết năm 2015 sau khi IPO năm 2013. Hoạt động kinh doanh chính của công ty là sản xuất và phân phối các sản phẩm hóa chất bao gồm hóa chất vô cơ cơ bản, hóa chất xử lý nước, các loại muối, v.v.

Thị trường hoạt động của Hóa chất miền Nam chủ yếu ở miền Nam và miền Trung – Tây Nguyên với thị phần ước tính khoảng 40%-50%. Khách hàng của công ty đến từ nhiều lĩnh vực nhu thực phẩm và thức uống (Vitecfood, Ajinomoto), điện nước (Genco 3), hàng hóa tiêu dùng nhanh (P&G, Bột giặt LIX), cung cấp nguồn doanh thu ổn định.

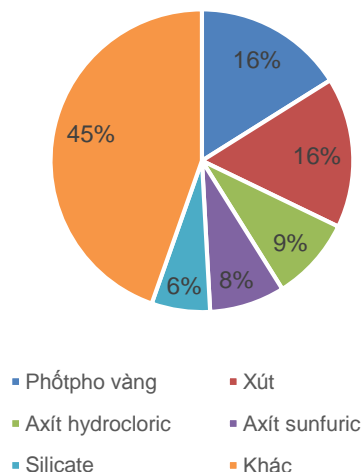
Trong giai đoạn 2012-2015, Hóa chất miền Nam duy trì mức doanh thu ổn định nhưng LNST tăng vọt 50% nhờ cải thiện biên lợi nhuận. Nhờ vào dòng tiền vào ổn định, thanh khoản và đòn bẩy tài chính cải thiện mạnh.

Trong 5 năm tới, Hóa chất miền Nam sẽ di dời 3 nhà máy hiện tại ở KCN Biên Hòa 1 sang KCN Nhơn Trạch 2. Việc di dời sẽ tiêu tốn công ty khoảng 2.5-2.7 nghìn tỷ đồng, chúng tôi dự đoán sẽ thực hiện vào đầu 2018. Nhà máy mới với công nghệ môi trường tân tiến sẽ mang lại sự tăng trưởng bền vững cho công ty trong dài hạn.

Trong năm 2016, chúng tôi ước tính Hóa chất miền Nam sẽ vượt mục tiêu doanh thu 1,448 tỷ đồng và LNTT 218 tỷ đồng. Năm 2017, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ tăng mạnh nhờ vào các tài sản cố định đã khấu hao gần hết. Mỗi cổ phiếu CSV có thể kiếm được 4.7k đồng, tương đương mức PE dự phóng 2017 là 6.1x. Chúng tôi định giá CSV ở mức 37k đồng/cp tại thời điểm cuối 2017 và tổng mức sinh lợi bình quân năm là 26% tại mức giá hiện tại 28.5k đồng/cp. Khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG.

| Tỷ đồng                  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016E | 2017E |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| DT Thuần (tỷ đồng)       | 1,516 | 1,551 | 1,546 | 1,571 | 1,599 |
| Tăng trưởng (%)          | -1%   | 2%    | -0.3% | 2%    | 2%    |
| LN hoạt động (tỷ đồng)   | 221   | 215   | 210   | 217   | 268   |
| Biên lợi nhuận (%)       | 14.6% | 13.9% | 13.5% | 13.8% | 16.7% |
| LNST (tỷ đồng)           | 151   | 158   | 150   | 174   | 224   |
| Biên lợi nhuận (%)       | 10.0% | 10.2% | 9.7%  | 11.1% | 14.0% |
| SLCP lưu hành (triệu cp) | 25    | 44    | 44    | 44    | 44    |
| EPS (hiệu chỉnh, VND)    | 2,940 | 3,174 | 3,017 | 3,545 | 4,668 |
| Tăng trưởng (%)          | 64%   | 8%    | -5%   | 17%   | 32%   |
| ROE (%)                  | 28%   | 24%   | 23%   | 25%   | 28%   |
| Nợ ròng/VCSH (%)         | 26%   | -14%  | -14%  | -43%  | -54%  |
| PE (x)                   | 9.7   | 9.0   | 9.5   | 8.1   | 6.1   |
| PB (x)                   | 1.2   | 2.2   | 2.2   | 1.9   | 1.6   |
| EV/EBITDA (x)            | 4.6   | 3.7   | 3.7   | 3.1   | 2.7   |
| Cổ tức (VND)             | 2,527 | 2,262 | 2,600 | 1,600 | 1,600 |
| Suất sinh lợi cổ tức (%) | 4.9%  | 7.9%  | 9.1%  | 5.6%  | 5.6%  |

Cơ cấu doanh thu, 2015



## Sơ Lược CTCP Hóa Chất Cơ Bản Miền Nam

### Hoạt động kinh doanh cốt lõi

Hóa chất miền Nam được thành lập năm 1976, chào bán lần đầu ra công chúng năm 2013 và niêm yết trên SGDCK HCM năm 2015. Tính tới cuối tháng 6/2016, công ty có vốn điều lệ 442 tỷ đồng, trong đó 65% thuộc sở hữu của Tập đoàn Hóa chất Việt Nam của nhà nước.

Hóa chất miền Nam sản xuất và phân phối nhiều sản phẩm hóa chất gồm hóa chất vô cơ cơ bản (xút, nhôm hydroxyt, axít photphoric, axít sunfuric, v.v) hóa chất xử lý nước (Javen, phen nhôm sunfat, poly aluminum chloride, v.v), muối (natri photphat, v.v) và các sản phẩm khác (quặng bô xít, natri silicate, v.v).

Xút, axít clohydric, silicate, axít sunfuric và photpho vàng là 5 sản phẩm đóng góp nhiều nhất vào doanh thu của Hóa chất miền Nam. Trong năm 2015, công ty ghi nhận 1,546 tỷ đồng doanh thu thuần, giảm 0.3% so với cùng kỳ do doanh thu axít sunfuric và photpho vàng giảm.

### Khách hàng

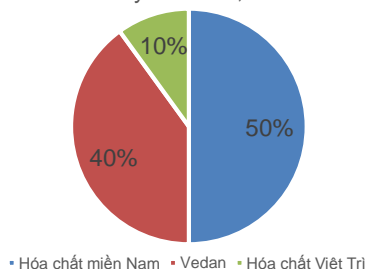
Hóa chất miền Nam có 4 nhà máy đặt tại Biên Hòa và Hồ Chí Minh, cung cấp nguyên vật liệu đầu vào cho rất nhiều ngành công nghiệp như thực phẩm và thức uống, phân bón, tẩy rửa, xử lý nước, v.v, cho thấy lợi thế thương lượng cao so với khách hàng. Tăng trưởng chung của cả nền kinh tế sẽ là động lực chính cho tăng trưởng của công ty.

Cty TNHH MTV Công nghệ Thực phẩm Việt Tiến (thành viên của Masan Consumer), Cty TNHH Nhà máy Bia Việt Nam, Ajinomoto Việt Nam, UI Hwa Việt Nam, P&G Đông Dương, Cty TNHH MTV Thoát nước Đô thị TP.HCM, Bột giặt NET, Bột giặt LIX, Cty TNHH MTV Phát điện 3 (thành viên của Tập đoàn Điện lực Việt Nam), Cty TNHH Hóa chất và Môi trường Aureole Mitani, Cty TNHH Chin Well Fasteners Việt Nam và CTCP Phân bón miền Nam là những khách hàng thường xuyên của Hóa chất miền Nam.

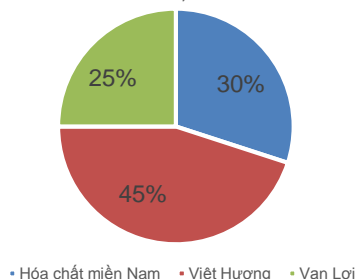
### Đối thủ

Hóa chất miền Nam hoạt động kinh doanh chủ yếu ở miền Nam và miền Trung – Tây Nguyên, nắm giữ khoảng 40%-50% thị phần (theo ước tính sơ bộ của công ty). Bên cạnh các đối thủ trong nước, công ty còn phải cạnh tranh với sản phẩm nhập khẩu giá rẻ từ Trung Quốc.

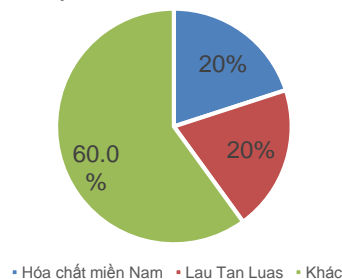
Axít hydrochloric, 2014

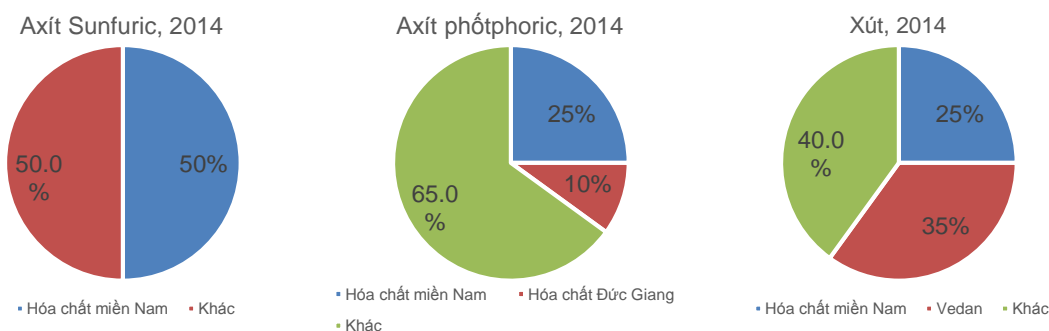


Silicate, 2014



Poly Aluminum Chloride, 2014





Nguồn: CSV

Trong năm 2012, nhôm hydroxyt đóng góp khoảng 4% vào tổng doanh thu 1,538 tỷ đồng. Tuy nhiên, Hóa chất miền Nam đã thất thế trong việc cạnh tranh với tổ hợp bôxít Tân Rai – Lâm Đồng, buộc mỏ bôxít Bảo Lộc của công ty phải đóng cửa năm ngoài.

### Nhà cung cấp

Hóa chất miền Nam phải nhập khẩu muối natri clorua và lưu huỳnh trong khi các nguyên vật liệu đầu vào khác như silicate, photphat, quặng bôxít, v.v có thể tìm thấy trong nước. Natri clorua đóng góp 30% chi phí sản xuất của sản phẩm xút và axit clohydric trong khi lưu huỳnh đóng góp 30% axit sunfuric, điều này khiến công ty phải chịu rủi ro cao từ giá cả hàng hóa thế giới và tỷ giá.

Bên cạnh đó, điện cũng là một đầu vào quan trọng, đóng góp khoảng 40% chi phí sản xuất xút và axit clohydric.

### Tình Hình Tài Chính

#### Kết quả kinh doanh

Doanh thu của Hóa chất miền Nam giảm nhẹ 0.3% so với cùng kỳ nhưng vượt kế hoạch 8% đạt 1,546 tỷ đồng năm 2015. Mặc dù chi phí QL&BH được quản lý tốt hơn, biên lợi nhuận gộp giảm do giá cả hàng hóa giảm mạnh và đồng Việt Nam bị phá giá, làm giảm biên lợi nhuận hoạt động. Theo đó, LNST giảm 5% so với cùng kỳ còn 150 tỷ đồng.

Trong 4 năm qua, doanh thu gần như không tăng trưởng nhưng LNST tăng 50% từ 100 tỷ đồng năm 2012 lên 150 tỷ đồng năm 2015 nhờ biên lợi nhuận cải thiện mạnh.

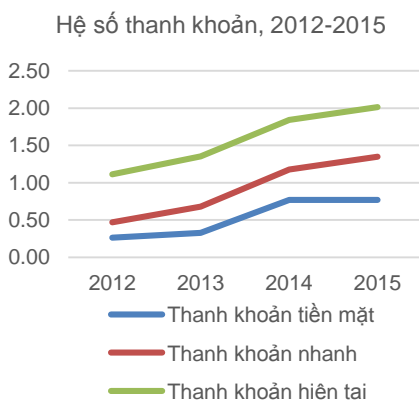
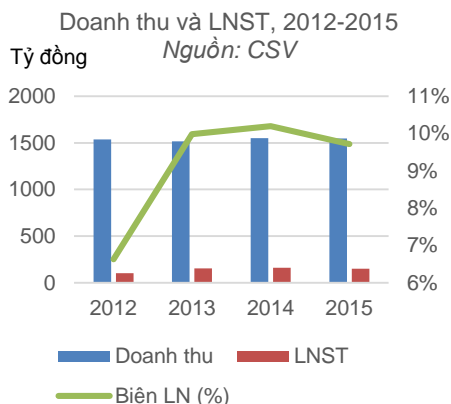
#### Đòn bẩy và thanh khoản tốt

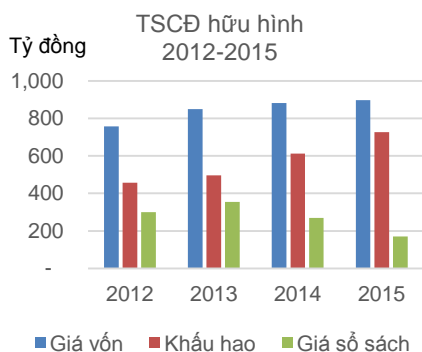
Nhờ dòng tiền dồi dào hàng năm từ hoạt động kinh doanh chính, nợ ròng giảm xuống âm, nói cách khác là Hóa chất miền Nam có nhiều tiền mặt hơn nợ. Tỷ số thanh khoản tiền mặt tăng lên 0.77x năm 2015 từ mức 0.26x năm 2012. Có rất ít khả năng Hóa chất miền Nam sẽ gặp khó khăn tài chính trong ngắn hạn.

Vốn tích lũy sẽ được sử dụng để di dời các nhà máy, tuy nhiên, kế hoạch cụ thể vẫn chưa được công bố.

### Tiềm Năng

#### Tài sản cố định đã được khấu hao gần hết





Trong năm 2016, Hóa chất miền Nam đặt mục tiêu khiêm tốn 1,448 tỷ đồng doanh thu và 218 tỷ đồng LNNT. Trong quý 1/2016, công ty ghi nhận 400 tỷ đồng doanh thu, tăng 11% so với cùng kỳ và hoàn thành 28% kế hoạch năm, và 65 tỷ đồng LNNT, không đổi so với cùng kỳ và hoàn thành 30% kế hoạch năm.

Do yếu tố mùa vụ, kết quả kinh doanh nhiều khả năng sẽ cải thiện mạnh trong quý 2 và 3. Do đó, chúng tôi kỳ vọng Hóa chất miền Nam sẽ vượt kế hoạch trong năm 2016 như năm 2015 công ty đã thực hiện. Chúng tôi ước tính doanh thu 2016 tăng 2% đạt 1,571 tỷ đồng và LNNT tăng 16% đạt 174 tỷ đồng do chi phí khấu hao giảm. Mỗi cổ phiếu CSV sẽ kiếm được 3,545 đồng, tương ứng với mức PE dự phóng 2016 là 8.1x tại mức giá thị trường hiện tại 28.6k đồng/cp.

Do tài sản cố định của Hóa chất miền Nam đã khấu hao gần hết, chúng tôi ước tính chi phí khấu hao sẽ giảm một nửa còn 50 tỷ đồng trong năm 2017 từ mức 100 tỷ đồng năm nay. LNNT sẽ tăng mạnh và mỗi cp có thể kiếm được 4.7k đồng trong năm 2017, tương ứng mức PE dự phóng 2017 là 6.1x, hấp dẫn.

### Di dời nhà máy

Hóa chất miền Nam hiện đang vận hành 4 nhà máy, trong đó 3 nhà máy đặt tại KCN Biên Hòa 1 và nhà máy còn lại tại Q. Tân Bình – TP.HCM. Do KCN Biên Hòa đã có kế hoạch dừng hoạt động hoàn toàn từ năm 2025 để giảm mức ô nhiễm tại sông Đồng Nai, 3 nhà máy của Hóa chất miền Nam phải di dời sang KCN Nhơn Trạch gần đó. Công ty ước tính tổng mức đầu tư cho việc di dời vào khoảng 2.5-2.7 nghìn tỷ đồng, bằng 2.5 lần tổng tài sản của hiện tại của công ty.

Chúng tôi ước tính vốn tự có và vốn vay sẽ được sử dụng với tỷ lệ 40:60, hay 1,000 tỷ đồng vốn tự có và 1,500 tỷ đồng vốn vay. Với dòng tiền tự do mỗi năm vào khoảng 200-300 tỷ đồng và số dư 427 tỷ đồng tiền & tương đương tiền cuối quý 1/2016, chúng tôi kỳ vọng việc khởi công nhà máy sẽ diễn ra trong 2 năm tới hay đầu năm 2018. Việc phát hành thêm cổ phiếu, nếu có, sẽ giúp rút ngắn giai đoạn chuẩn bị.

Mặc dù việc di dời sẽ khiến Hóa chất miền Nam không hưởng lợi được từ số tài sản đã khấu hao hết, nhà máy mới với công nghệ môi trường tiên tiến hơn sẽ mang lại tăng trưởng bền vững hơn cho công ty.

### Rủi ro đặc thù ngành

So với các ngành công nghiệp khác, ngành hóa chất phải đối mặt với rủi ro môi trường cao hơn. Rủi ro không chỉ xuất hiện trong quá trình sản xuất mà còn trong quá trình lưu trữ, vận chuyển và xử lý chất thải. Các hóa chất ăn mòn cao như xút, axit hydrochloric, axit sunfuric, v.v sẽ gây ra các thiệt hại nặng nề nếu có tai nạn.

Để giảm bớt rủi ro, Hóa chất miền Nam đã cải thiện quy trình hoạt động và đạt được các chứng chỉ ISO 14001, OHSAS 18001 và ISO 9001. Đối với vận chuyển và lưu trữ, các bồn chứa được thiết kế theo TCVN 5507:2002 và TCN 2622:1995.

### Định giá

Việc di dời càng kéo dài, Hóa chất miền Nam càng được hưởng lợi từ chi phí khấu hao thấp. Chúng tôi ước tính mức PE 8x là phù hợp, phản ánh rủi ro và lợi nhuận của công ty. Do đó chúng tôi định giá cổ phiếu CSV tại mức 37k đồng/cp tại thời điểm cuối năm 2017 dựa trên mức EPS dự phóng 2017 là 4.7k đồng. Với tổng mức sinh lời bình quân năm là 26%, chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.



| MÔ HÌNH TÀI CHÍNH<br>CSV | Giá TT:<br>28kVND | Giá MT:<br>37kVND | Vốn hóa:<br>1,264 tỷ VND |       |
|--------------------------|-------------------|-------------------|--------------------------|-------|
| Đvt: Tỷ đồng             | 2014              | 2015              | 2016E                    | 2017E |
| Doanh thu thuần          | 1,551             | 1,546             | 1,571                    | 1,599 |
| Tăng trưởng (%)          | 2%                | -0.3%             | 2%                       | 2%    |
| Bán đất KCN              | 1,382             | 1,381             | 1,409                    | 1,437 |
| Bán nhà xưởng            | 166               | 162               | 159                      | 159   |
| Nhà xưởng,               | 3                 | 3                 | 3                        | 3     |
| GVHB                     | 1,185             | 1,202             | 1,206                    | 1,180 |
| Biên LN gộp (%)          | 23.6%             | 22.3%             | 23.2%                    | 26.2% |
| Chi phí BH& QLDN         | 151               | 135               | 148                      | 151   |
| EBITDA                   | 332               | 326               | 319                      | 318   |
| Biên lợi nhuận (%)       | 21.4%             | 21.1%             | 20.3%                    | 19.9% |
| Khấu hao                 | 117               | 116               | 103                      | 50    |
| Lợi nhuận từ HĐKD        | 215               | 210               | 217                      | 268   |
| Biên LN HĐKD (%)         | 13.9%             | 13.5%             | 13.8%                    | 16.7% |
| Chi phí lãi vay ròng     | 9                 | -2                | -3                       | -12   |
| % so với nợ ròng         | 27%               | 2.1%              | 3.2%                     | 3.0%  |
| Khả năng trả lãi vay(x)  | 22.9              | n/a               | n/a                      | n/a   |
| Lãi/lỗ khác              | 2                 | -15               | -3                       | 0     |
| Thuế                     | 50                | 46                | 43                       | 56    |
| Thuế suất hiệu dụng (%)  | 24%               | 24%               | 20%                      | 20%   |
| Lợi nhuận ròng           | 158               | 150               | 174                      | 224   |
| Biên lợi nhuận (%)       | 10.2%             | 9.7%              | 11.1%                    | 14.0% |
| Lợi ích CĐ thiểu số      | 18                | 17                | 17                       | 17    |
| LN cho công ty mẹ        | 140               | 133               | 157                      | 206   |
| Số lượng CP (triệu)      | 44                | 44                | 44                       | 44    |
| EPS hiệu chỉnh (VND)     | 3,174             | 3,017             | 3,545                    | 4,668 |
| Tăng EPS (%)             | 8%                | -5%               | 17%                      | 32%   |
| Cổ tức (VND)             | 2,262             | 2,600             | 1,600                    | 1,600 |
| Tỷ lệ trả cổ tức (%)     | 63%               | 89%               | 41%                      | 32%   |

- 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<br>(Tỷ đồng) | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Vòng quay phải thu (x)         | 10.5   | 8.5    | 8.5    | 8.5    |
| Vòng quay HTK (x)              | 3.7    | 4.3    | 4.3    | 4.3    |
| Vòng quay phải trả (x)         | 7.2    | 6.8    | 6.8    | 6.8    |
| Thay đổi vốn lưu động          | -123   | 129    | -36    | -3     |
| Capex                          | 40     | 19     | 19     | 50     |
| Dòng tiền khác                 | -15    | 16     | 6      | 0      |
| Dòng tiền tự do                | 343    | 133    | 300    | 227    |
| Phát hành cp                   | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Cổ tức                         | 100    | 133    | 71     | 71     |
| Thay đổi nợ ròng               | -243   | 0      | -229   | -156   |
| Nợ ròng cuối năm               | -87    | -87    | -316   | -472   |
| Giá trị doanh nghiệp (EV)      | 1,219  | 1,216  | 1,004  | 865    |
| Tổng VCSH                      | 621    | 623    | 726    | 879    |
| Lợi ích cổ đông thiểu số       | 41     | 39     | 55     | 73     |
| VCSH                           | 580    | 585    | 671    | 806    |
| Giá trị sổ sách/cp (VND)       | 13,116 | 13,232 | 15,177 | 18,245 |
| Nợ ròng / VCSH (%)             | -14%   | -14%   | -43%   | -54%   |
| Nợ ròng / EBITDA (x)           | -0.3   | -0.3   | -1.0   | -1.5   |
| Tổng tài sản                   | 971    | 1,012  | 1,016  | 1,185  |

- 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) | 24%  | 23%  | 25%   | 28%   |
| ROA (%)                                 | 16%  | 15%  | 17%   | 19%   |
| ROIC (%)                                | 26%  | 28%  | 36%   | 52%   |
| WACC (%)                                | 15%  | 15%  | 15%   | 15%   |
| PER (x)                                 | 9.0  | 9.5  | 8.1   | 6.1   |
| PBR (x)                                 | 3.7  | 3.7  | 3.1   | 2.7   |
| PSR (x)                                 | 0.8  | 0.8  | 0.8   | 0.8   |
| EV/EBITDA (x)                           | 3.7  | 3.7  | 3.1   | 2.7   |
| EV/sales (x)                            | 0.8  | 0.8  | 0.6   | 0.5   |
| Suất sinh lợi cổ tức (%)                | 7.9% | 9.1% | 5.6%  | 5.6%  |

**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  
(+84 8) 3914 8585 (x1450)  
huy.hoang@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –  
Năng lượng, hàng hóa,  
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

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

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