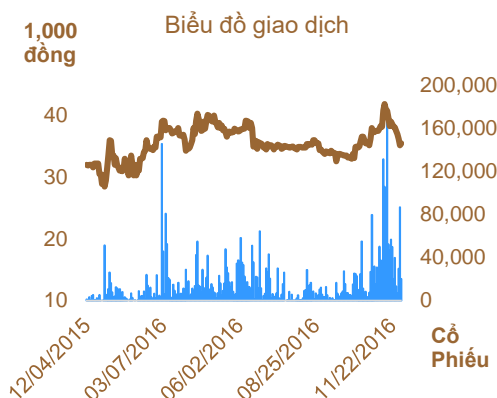


KHÔNG ĐÁNH GIÁ  
HOSE: DPR

Cao su tự nhiên

Giá thị trường (VND)	35,000
Giá mục tiêu (VND)	N/A
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,364



## Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-5%	-9%	-0.6%	6%
Tương đối	-20%	-8%	-0.2%	-10%

Nguồn: StoxPlus, so với VNI

## Thống kê

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	28.5-41.9k
SL lưu hành (triệu cp)	40.1
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,364
Vốn hóa (triệu USD)	60.2
% khối ngoại sở hữu	24.24%
SL cp tự do (triệu cp)	6.39
KLGD TB 3 tháng (cp)	20.6k
VND/USD	22,660
Index: VNIndex / HNX	651.49/79.34

Nguồn: StoxPlus

## Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn cao su VN	59.8%
Halley Sicav	8.25%

Nguồn: StoxPlus

## Trần Hà Xuân Vũ

(+84 8) 3914 8585 - Ext: 1459

vu.th@kisvn.vn

www.kisvn.vn

## CTCP Cao Su Đồng Phú (HSX: DPR) Hoài nghi về động lực tăng giá mạnh của cao su tự nhiên.

## Thuận lợi:

- + Hạn chế nguồn cung từ những nước xuất khẩu lớn (Thái Lan, Indonesia và Malaysia) và sự tăng trưởng từ thị trường sản xuất ô tô của Trung Quốc, hỗ trợ tích cực cho giá cao su.
- + Vườn cây mới ở Campuchia sẽ khai thác vào năm 2018, đẩy mạnh tăng trưởng sản lượng và doanh thu.
- + Tình hình tài chính lành mạnh.

## Bất lợi:

- + Nền kinh tế Trung Quốc (nước tiêu thụ cao su lớn nhất thế giới) còn nhiều bất ổn, là rủi ro lớn cho giá cả hàng hóa thế giới
- + Dự án Dak Nong gặp khó khăn trong việc giao đất.
- + Diện tích vườn cây cho năng suất cao đang bắt đầu giảm.

## Khuyến nghị:

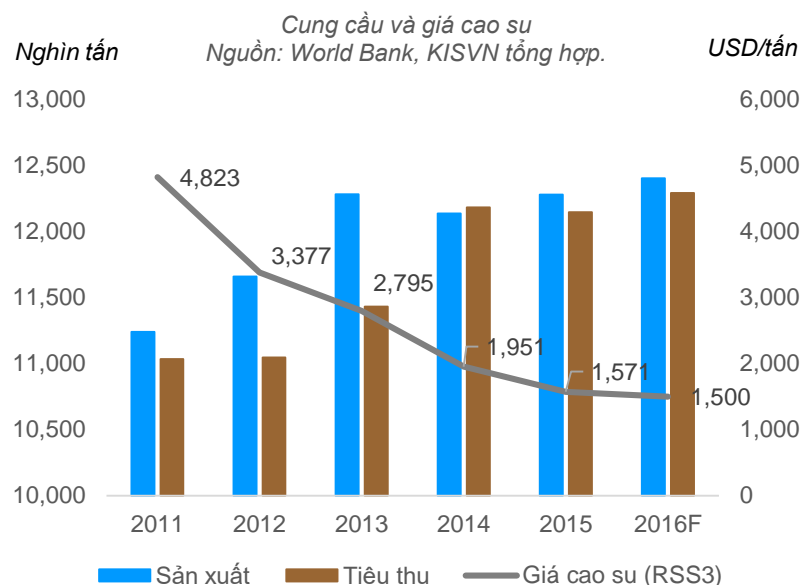
Năm 2016, chúng tôi dự phóng công ty sẽ tiêu thụ được 18,774 tấn mủ cao su, tăng nhẹ 0,8%, giá bán trung bình là 32.9 triệu đồng/tấn, tăng 5.78% so với 2015. Tổng cộng cả năm 2016, doanh thu của Đồng Phú ước đạt 858 tỷ đồng (+0.3% YoY), LNST cho công ty mẹ đạt 120 tỷ đồng (-22.5% YoY) do biện lợi nhuận gộp giảm từ 23.7% xuống còn 21.7% và lợi nhuận khác không còn đột biến như năm 2015. EPS dự phóng 2016 đạt 2,789 VND/cp. Hiện tại, cổ phiếu DPR đang được giao dịch ở mức 35,000 đồng/cp, tương đương với P/E là 12.5x.

	2013	2014	2015	2016F
<b>DT Thuần (tỷ đồng)</b>	<b>1,106</b>	<b>940</b>	<b>856</b>	<b>859</b>
Tăng trưởng (%)	-20%	-15%	-9%	0%
<b>LN hoạt động (tỷ đồng)</b>	<b>357</b>	<b>216</b>	<b>121</b>	<b>106</b>
Biên lợi nhuận (%)	32.3%	23.0%	14.2%	12.4%
<b>LN khác</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>30</b>	<b>6</b>
<b>LNST (tỷ đồng)</b>	<b>373</b>	<b>215</b>	<b>156</b>	<b>120</b>
Biên lợi nhuận (%)	33.7%	22.8%	18.2%	13.9%
<b>SLCP lưu hành (triệu cp)</b>	<b>43</b>	<b>43</b>	<b>43</b>	<b>43</b>
<b>EPS (hiệu chỉnh, VND)</b>	<b>8,709</b>	<b>4,991</b>	<b>3,367</b>	<b>2,789</b>
Tăng trưởng (%)	-32%	-43%	-33%	-17%
<b>ROE (%)</b>	<b>17%</b>	<b>10%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>
<b>Nợ ròng/VCSH (%)</b>	<b>-31%</b>	<b>-23%</b>	<b>-23%</b>	<b>-19%</b>
<b>PE (x)</b>	<b>4.0</b>	<b>7.0</b>	<b>10.4</b>	<b>12.5</b>
<b>PB (x)</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>
<b>EV/EBITDA (x)</b>	<b>2.7</b>	<b>5.0</b>	<b>8.0</b>	<b>9.4</b>
<b>Cổ tức (VND)</b>	<b>4,000</b>	<b>2,500</b>	<b>3,000</b>	<b>4,500</b>
Suất sinh lợi cổ tức (%)	11.4%	7.1%	8.6%	12.9%

## Sơ lược về ngành cao su tự nhiên

## Thế giới

Từ năm 2011, giá cao su bắt đầu giảm nhanh chóng do nguồn cung tăng mạnh từ cuối năm 2010. Trong khoảng thời gian từ 2011 đến nay, dù các nước xuất khẩu cao su lớn như Thái Lan, Indonesia, Việt Nam và Malaysia có nhiều biện pháp để hỗ trợ nhưng giá cao su vẫn giảm trung bình 20%/năm từ mức 4,823 USD/tấn xuống còn 1,570 USD/tấn (giá cao su RSS3). Trong năm 2016, giá cao su đã chuyển biến tích cực hơn và có xu hướng tăng nhẹ. Theo World Bank dự báo, giá cao su trong năm 2016 sẽ giảm nhẹ về mức 1,500 USD/tấn và bắt đầu hồi phục từ những năm sau.

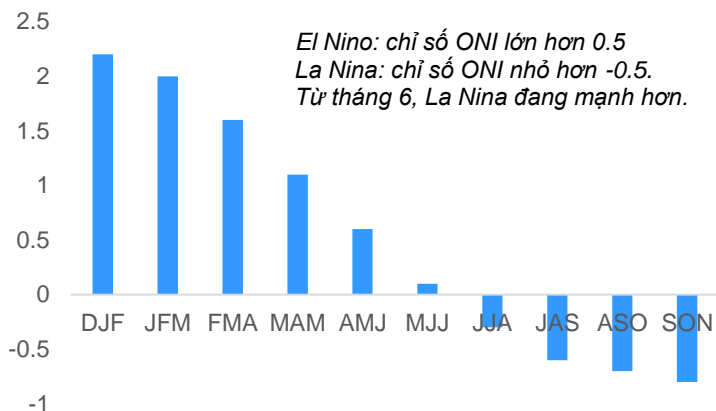


Trong năm 2016, giá cao su thế giới ít biến động hơn và có xu hướng tăng trở lại trong thời gian gần đây nhờ:

- (1) Nguồn cung cao su từ ANRPC (hiệp hội các nước xuất khẩu cao su) không tăng sau 10 tháng do các quốc gia sản xuất cao su lớn có những biện pháp hạn chế sản lượng. Thái Lan, Indonesia và Malaysia đã cắt giảm 615,000 tấn cao su xuất khẩu từ đầu năm cho đến tháng 8/2016 cùng với 85,000 tấn cắt giảm của Việt Nam. Ngoài ra, nhu cầu từ các nước ANRPC (chiếm 65% nhu cầu cao su thế giới) tăng 4.5%.
- (2) Kỳ vọng nhu cầu cao su ổn định từ ngành công nghiệp sản xuất ô tô Trung Quốc. Theo hiệp hội các nhà sản xuất xe của Trung Quốc, số lượng xe ô tô du lịch và xe chở hàng được sản xuất sau 9 tháng năm 2016 tăng trưởng lần lượt 14.7% và 4.8%, đạt 16.8 triệu và 2.6 triệu chiếc so với cùng kỳ.
- (3) Mưa nhiều do ảnh hưởng La Nina. Theo Trung Tâm khí tượng học Đông Nam Á (ASMC), khu vực phía Nam giáp với biển như Indonesia, Malaysia ghi nhận lượng mưa nhiều hơn so với cùng kỳ năm ngoái do ảnh hưởng từ La Nina. Điều này làm ảnh hưởng đến năng suất các vườn cây tại đây, ảnh hưởng đến nguồn cung cao su

Chỉ số Oceanic Nino Index (ONI) năm 2016

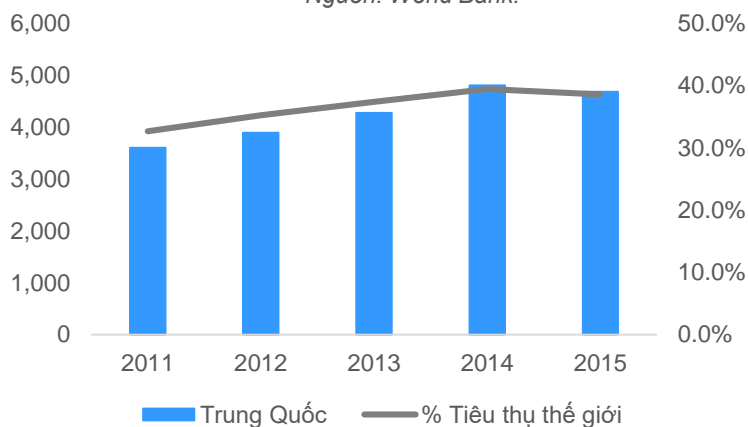
Nguồn: NOAA.



(4) Giá dầu thế giới tăng trở lại khi các thành viên OPEC đồng ý cắt giảm sản lượng, hỗ trợ cho giá cao su.

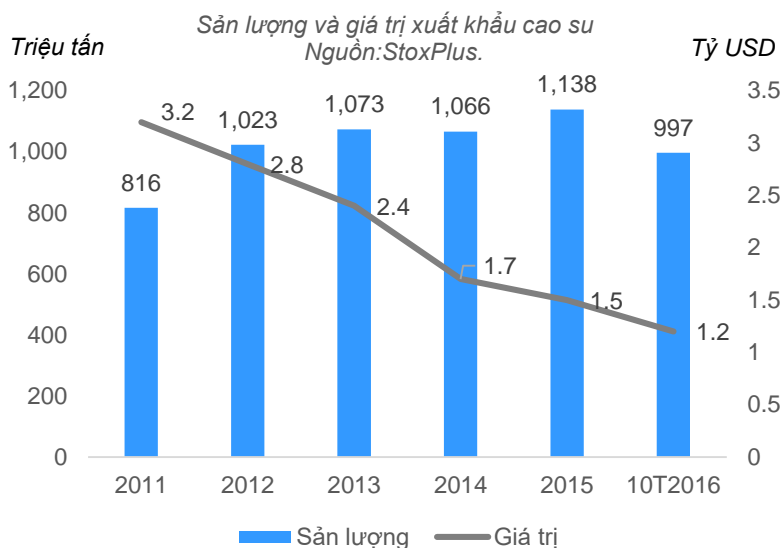
Tuy số lượng sản xuất xe từ Trung Quốc ghi nhận sự tăng trưởng trong 9 tháng đầu năm nhưng nền kinh tế Trung Quốc vẫn còn tồn tại nhiều bất ổn. Điều này tác động tiêu cực đến nhu cầu cao su tự nhiên toàn cầu. Trung Quốc vẫn là nước đứng đầu thế giới về sản lượng tiêu thụ cao su (38% năm 2015 dù sản lượng tuyệt đối giảm nhẹ 2.6% so với 2014).

Sản lượng tiêu thụ cao su Trung Quốc và tỷ trọng  
Nguồn: World Bank.



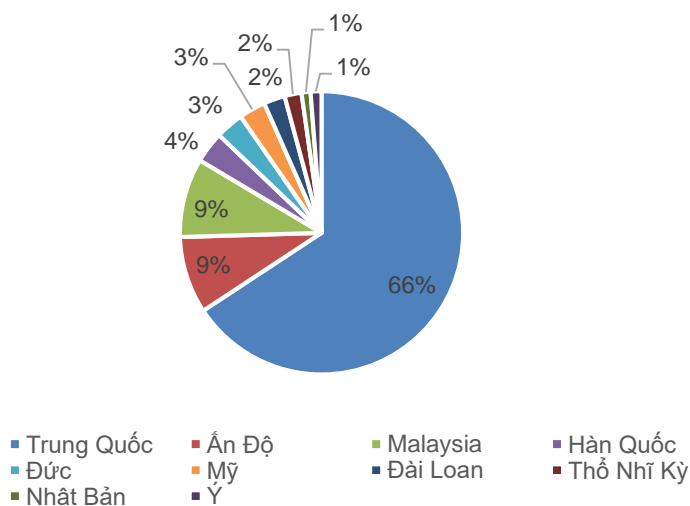
### Việt Nam

Tính đến tháng 10/2016, cả nước ước xuất khẩu được 997 nghìn tấn cao su với giá trị là 1.26 tỷ USD, tăng 14% về lượng và 3.2% về giá trị. Từ năm 2012 đến nay, giá cao su thế giới giảm mạnh đã ảnh hưởng đến giá trị xuất khẩu cao su của Việt Nam dù sản lượng vẫn trong xu hướng tăng nhẹ.



Hiện tại Việt Nam vẫn là nước xuất khẩu cao su thiên nhiên thứ 3 thế giới sau Thái Lan và Indonesia với sản lượng khoảng 1 triệu tấn/năm. Trung Quốc vẫn là thị trường xuất khẩu cao su chính của Việt Nam với tỷ trọng 65%. Diện tích cao su cả nước cuối năm 2015 là 981,000 ha, tăng 0.2% so với 2014.

*Thị trường xuất khẩu cao su 10T2016*  
Nguồn: Bộ NN và PTNT.



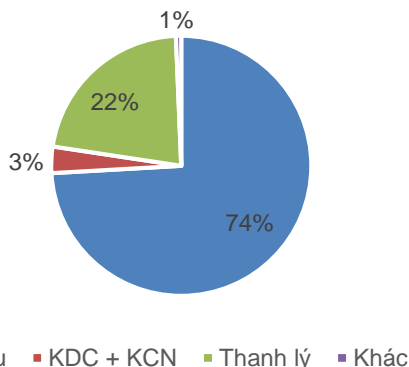
### Cao su Đồng Phú

CTCP Cao su Đồng Phú tiền thân là đồn điền Thuận Lợi của công ty Michelin - Pháp. Năm 1981, công ty được thành lập bởi Tổng cục Cao su Việt Nam và được chuyển đổi mô hình từ doanh nghiệp Nhà Nước sang công ty cổ phần vào năm 2010. Hiện tại, CTCP cao su Đồng Phú có vốn điều lệ 430 tỷ đồng. Tập đoàn công nghiệp cao su Việt Nam là cổ đông lớn nhất với tỷ lệ sở hữu lên đến 59%.

Ngành nghề kinh doanh của công ty là trồng, chế biến mủ cao su tự nhiên, chế biến gỗ cao su, kinh doanh khu công nghiệp. Trong đó, hoạt động kinh doanh chính của

công ty chủ yếu là trồng, khai thác và chế biến mủ cao su tự nhiên với tỷ trọng doanh thu từ 70% - 90%.

Cơ cấu doanh thu 6 tháng 2016  
Nguồn: Cao su Đồng Phú.

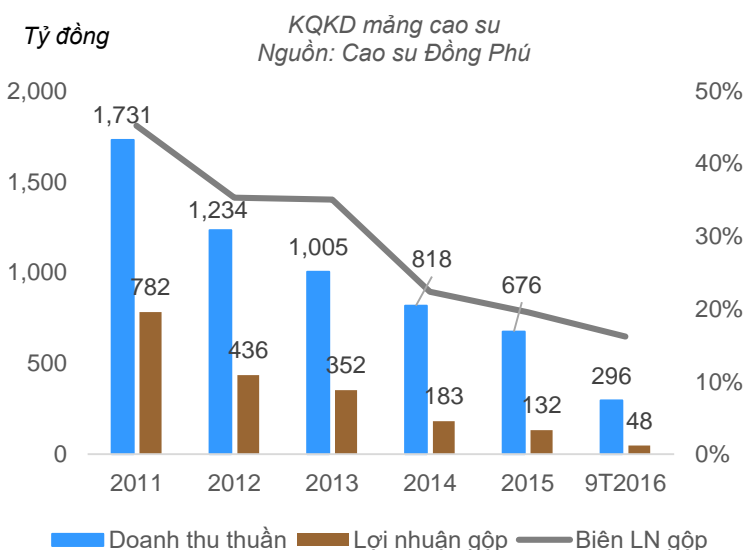


Tính đến cuối năm 2015, công ty đang chăm sóc 8,735 ha vườn cây kiến thiết cơ bản (gồm dự án Kratie - Campuchia và Dak Nong), diện tích vườn cây đang kinh doanh là 7,800 ha. Sản phẩm cao su chính của công ty là SVR CV 3L, 5 với tỷ trọng khoảng 38%, sản phẩm SVR 10, 20 và ly tâm cùng có tỷ trọng khoảng 28%.

### Điểm chính trong hoạt động kinh doanh

#### Doanh thu và lợi nhuận từ kinh doanh cao su suy giảm giai đoạn 2011-2015

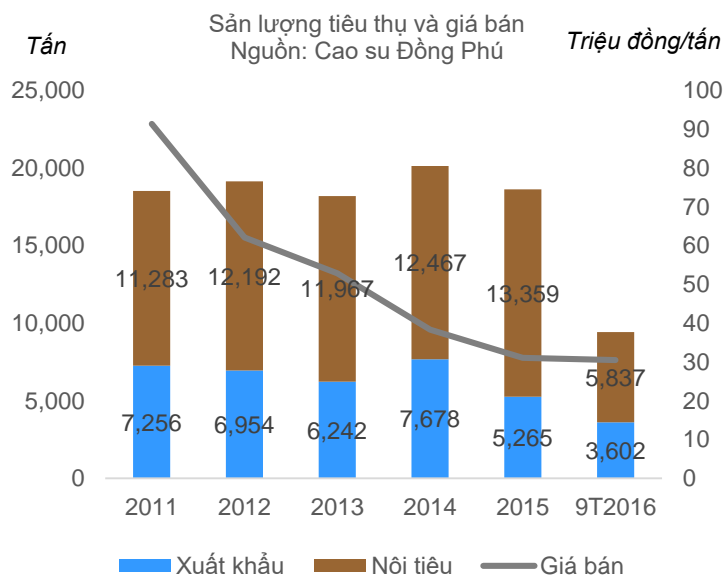
Cùng với sự suy giảm của giá cao su thế giới, hoạt động kinh doanh cao su bị ảnh hưởng từ năm 2011 cho đến nay. Cụ thể, doanh thu và lợi nhuận gộp giảm lần lượt 21% và 36%/năm. Biên lợi nhuận gộp cũng giảm mạnh từ 45.2% xuống còn 19.6%.



#### Sản lượng tiêu thụ ổn định và tỷ trọng nội địa tăng dần

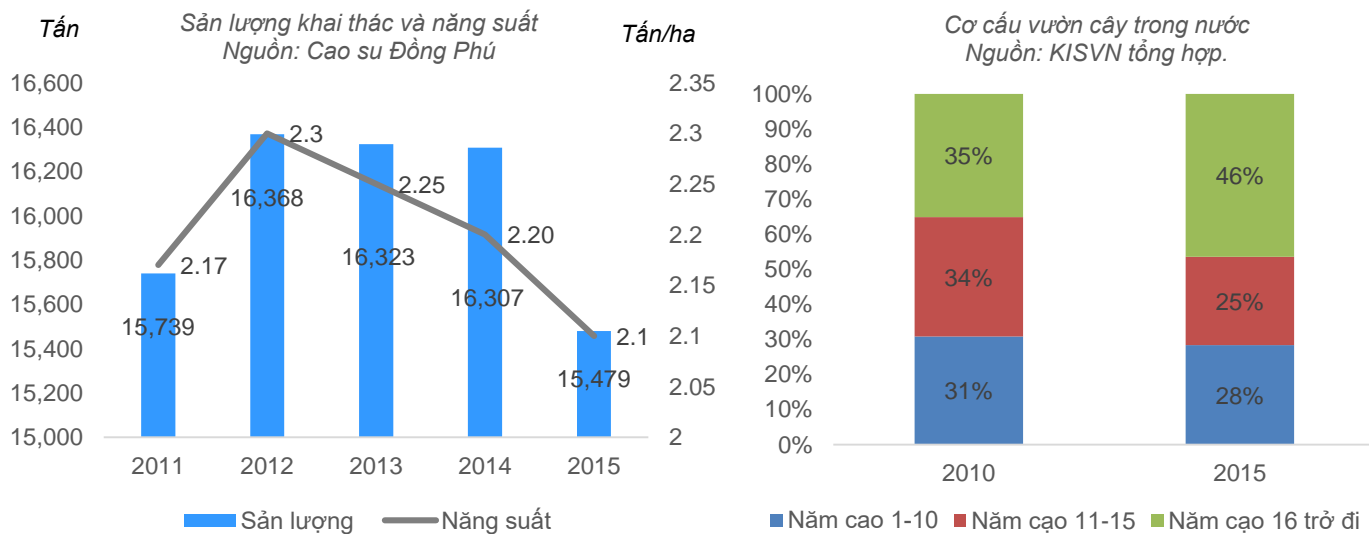
Sản lượng tiêu thụ của cao su Đồng Phú vẫn ổn định ở mức khoảng 20,000 tấn/năm và công ty đã tăng dần tỷ trọng tiêu thụ trong nước. Dù tỷ trọng tiêu thụ trong nước

cao nhưng chủ yếu là các khách hàng thương mại, còn lại là những công ty sản xuất thuộc lĩnh vực xấp xỉ, găng tay.



### Vườn cây của Đồng Phú không còn ... sung sức

Thế mạnh của cao su Đồng Phú trong những năm trước chính là cơ cấu vườn cây ở độ tuổi sung sức (năm cạo 10-15), do đó năng suất vườn cây cao và thuộc dạng cao nhất của tập đoàn. Tuy nhiên, vườn cây trong nước của Đồng Phú (tổng diện tích 7,200 ha, chưa bao gồm dự án Dak Nong 935ha) đã dần qua độ tuổi trên, khiến cho năng suất giảm trong thời gian gần đây. Hiện tại, công ty đang tích cực trẻ hóa vườn cây của mình.



\* Diện tích, sản lượng và năng suất chưa bao gồm số liệu của vườn cây Dak Nong

Trong những năm tới, sản lượng khai thác vườn cây của công ty tại Việt Nam sẽ bắt đầu giảm. Tuy nhiên, sản lượng thiếu hụt sẽ được bù đắp bởi vườn cây bên Campuchia (diện tích 6,300 ha, xấp xỉ vườn cây trong nước) từ năm 2018.

### Dự phóng doanh thu 2016:

Trong 9T2016, CTCP cao su Đồng Phú đạt 524 tỷ đồng doanh thu và 85 tỷ đồng LNST công ty mẹ. Trong Q4/2016, chúng tôi dự phóng doanh thu của công ty đạt 334 tỷ đồng, LNST công ty mẹ đạt 33 tỷ đồng với sản lượng mủ tiêu thụ đạt 9,335 tấn cùng với giá bán bình quân là 34.8 triệu đồng/tấn.

Đơn vị: tỷ đồng	9T2015	9T2016	%YoY
<b>Doanh thu</b>	572	524	-8.3%
<b>LNST công ty mẹ</b>	140	85	-39.2%
<b>Sản lượng tiêu thụ (tấn)</b>	10,061	9,438	-6.2%
<b>Giá bán (tr đồng/tấn)</b>	33.8	30.48	-9.8%

*Nguồn: Cao su Đồng Phú.*

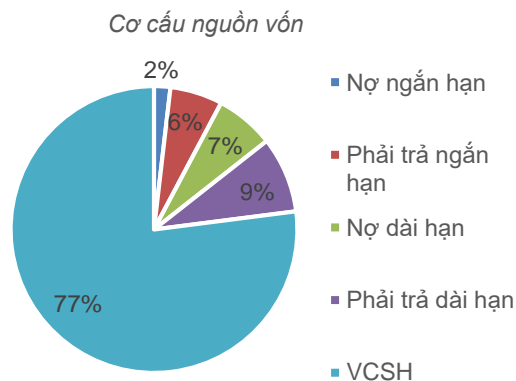
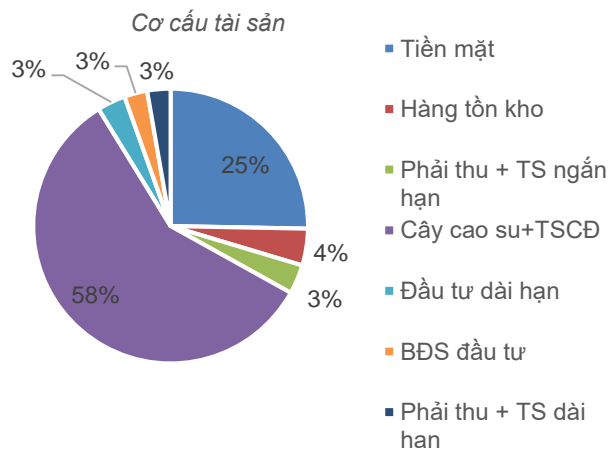
Tổng cộng cả năm 2016, chúng tôi dự phóng công ty sẽ tiêu thụ được 18,774 tấn mủ cao su, tăng nhẹ 0,8%, giá bán trung bình là 32.9 triệu đồng/tấn, tăng 5.78% so với 2015. Doanh thu của Đồng Phú ước đạt 858 tỷ đồng (+0.3% YoY), LNST cho công ty mẹ đạt 120 tỷ đồng (-22.5% YoY) do biến lợi nhuận gộp giảm từ 23.7% xuống còn 21.7% và lợi nhuận khác không còn đột biến như năm 2015. EPS dự phóng 2016 đạt 2,789 VND/cp. Hiện tại, cổ phiếu DPR đang được giao dịch ở mức 35,000 đồng/cp, tương đương với P/E là 12.5x.

### Bảng cân đối kế toán

Tỷ lệ nợ/vcsch của cao su Đồng Phú rất thấp, chỉ vào khoảng 30% dù công ty đã tăng vay nợ để tài trợ cho dự án trồng cao su ở Kratie (Campuchia). Hầu hết tài sản cố định của công ty đều được tài trợ bằng vốn chủ sở hữu. Lượng tiền mặt của công ty đủ khả năng chi trả cho các khoản nợ do đó công ty không có rủi ro về thanh toán.

Về tài sản: Hơn 60% tài sản của công ty là các vườn cây cao su và TSCĐ khác, còn lại là tiền mặt, hàng tồn kho, khoản phải thu và các khoản đầu tư dài hạn khác.

Về nguồn vốn: Hơn 63% là nguồn vốn chủ sở hữu, các khoản nợ vay và phải trả chỉ chiếm 28%.

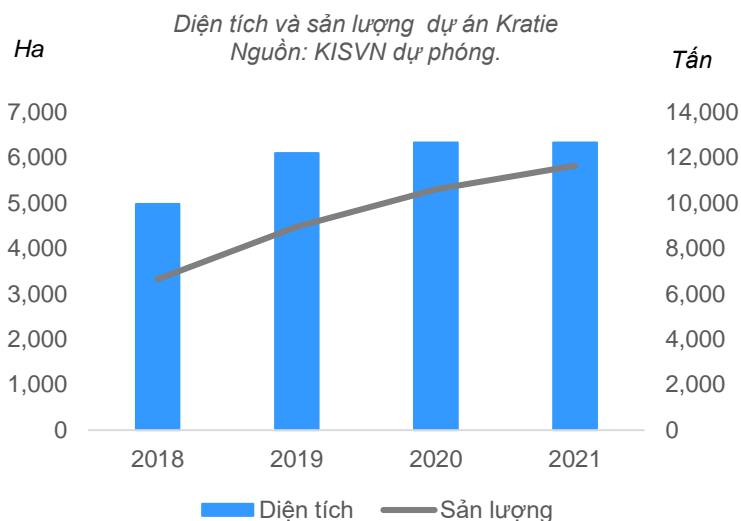


Một vấn đề mà hầu hết các công ty cao su đều vướng phải đó là các khoản đầu tư ngoài ngành. Tính đến cuối Q3/2016, cao su Đồng Phú hiện có 130 tỷ đồng đầu tư dài hạn, trong đó 37% là các khoản đầu tư ngoài ngành. Trong kế hoạch sắp tới, công ty sẽ ưu tiên thoái vốn khỏi CTCP TMDLDV Cao su và CTCP BOT 741. Tổng giá trị sổ sách của 2 khoản đầu tư này là 31 tỷ đồng.

### Dự án đang triển khai

CTCP cao su Đồng Phú hiện đang đầu tư vào 2 dự án cao su ở Kratie - Campuchia và Dak Nong.

Dự án Kratie: Diện tích cao su khoảng 6,300 ha, trong đó Đồng Phú sở hữu 58.33%, tập đoàn cao su Việt Nam chiếm 30% và phần còn lại thuộc sở hữu của tổng công ty xi măng Việt Nam. Tổng mức đầu tư là 1,000 tỷ đồng, trong đó 90% là vốn chủ sở hữu, 10% là vay nợ. Tính đến thời điểm hiện tại, công ty đã hoàn thành trồng 6,300ha, sẽ đầu tư nhà máy sơ chế trong năm 2017 và bắt đầu đẩy mạnh khai thác từ 2018. Tuy nhiên, chúng tôi lo ngại ở khâu đầu ra khi công ty vẫn chưa có một kế hoạch cụ thể để tiêu thụ sản phẩm.





Dự án Dak Nong: Quy mô dự kiến là 4,000ha và đã điều chỉnh giảm còn 1,253 ha. Tuy nhiên, tính đến thời điểm hiện tại, công ty đã hoàn thành trồng 935 ha và sẽ không trồng thêm do việc giao đất gặp nhiều khó khăn. Hiện Đồng Phú đang sở hữu 88.41% dự án.

Nệm Đồng Phú (Dorufoam): Dù hoạt động được gần 4 năm nhưng kết quả đạt được của sản phẩm mới là chưa khả quan. Doanh thu tăng trưởng hằng năm 20% - 30% nhưng chi phí đầu tư lớn (Cao su Đồng Phú đã đầu tư 133 tỷ đồng để nắm 77% của Dorufoam) khiến lợi nhuận thấp. Theo kế hoạch, doanh thu và LNST 2016 đạt 50 tỷ đồng và 2 tỷ đồng, tương ứng ROE khoảng 2%.

KCN Bắc Đồng Phú: Sở hữu 51% bởi CTCP cao su Đồng Phú. Diện tích 189 ha, trong đó diện tích cho thuê là 130 ha với giá cho thuê 25 USD/ha. Theo ước tính, hiện KCN đã được lấp đầy khoảng 35%. Khách hàng chủ yếu là các công ty may mặc, giày dép.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH DPR	Giá TT: 35k VND	Giá MT: N/A	Vốn hóa: 1,364 tỷ VND	
Đvị: Tỷ đồng	2013	2014	2015	2016F
Doanh thu thuần	1,106	940	856	859
Tăng trưởng (%)	-20%	-15%	-9%	0%
Thành phẩm	1,005	818	676	708
KCN+KDC	13	7	117	60
Thanh lý cao su	82	99	62	90
GVHB	675	653	652	672
Biên LN gộp (%)	38.9%	30.5%	23.7%	21.8%
Chi phí BH& QLDN	74	70	82	81
EBITDA	410	273	175	159
Biên lợi nhuận (%)	37.1%	29.1%	20.4%	18.5%
Khấu hao	53	57	53	53
Lợi nhuận từ HĐKD	357	216	121	106
Biên LN HĐKD (%)	32.3%	23.0%	14.2%	12.4%
Chi phí lãi vay ròng	-50	-35	-39	-34
% so với nợ ròng (gồm lãi vay vốn hóa)	5.8%	4.9%	6.4%	16.8%
Khả năng trả lãi vay(x)	-7	-6	-3	-3
Lãi/lỗ khác	7	6	30	6
Thuế	41	42	35	26
Thuế suất hiệu dụng (%)	10%	16%	18%	18%
Lợi nhuận ròng	373	215	156	120
Biên lợi nhuận (%)	33.8%	22.9%	18.2%	14.0%
Lợi ích CĐ thiểu số	-1	0	11	0
LN cho công ty mẹ	375	215	145	120
Số lượng CP (triệu)	43	43	43	43
EPS hiệu chỉnh (VND)	8,709	4,991	3,367	2,789
Tăng EPS (%)	-32%	-43%	-33%	-17%
Cổ tức (VND)	4,000	2,500	3,000	4,500
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	46%	50%	89%	161%

- 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

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2013	2014	2015	2016F
Vòng quay phải thu (x)	8.3	11.3	8.6	8.6
Vòng quay HTK (x)	2.8	3.3	4.9	4.8
Vòng quay phải trả (x)	17.1	15.5	15.6	15.5
Thay đổi vốn lưu động	-17	-124	26	113
Capex	274	147	168	150
Dòng tiền khác	64	-359	137	180
Dòng tiền tự do	234	-110	152	90
Phát hành cp	0	0	14	0
Cổ tức	316	120	160	194
Thay đổi nợ ròng	82	231	-5	104
Nợ ròng cuối năm	-831	-601	-606	-502
Giá trị doanh nghiệp (EV)	1,097	1,363	1,396	1,499
Tổng VCSH	2,722	2,654	2,672	2,598
Lợi ích cổ đông thiểu số	423	459	497	497
VCSH	2,299	2,195	2,175	2,101
Giá trị sổ sách/cp (VND)	53,456	51,057	50,582	48,871
Nợ ròng / VCSH (%)	-31%	-23%	-23%	-19%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-203%	-220%	-346%	-315%
Tổng tài sản	3,314	3,312	3,393	3,423

- Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2013	2014	2015	2016F
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	17%	10%	7%	6%
ROA (%)	12%	6%	5%	4%
ROIC (%)	11%	7%	5%	3%
WACC (%)	20%	18%	18%	19%
PER (x)	4.0	7.0	10.4	12.5
PBR (x)	0.7	0.7	0.7	0.7
PSR (x)	1.4	1.6	1.8	1.8
EV/EBITDA (x)	2.7	5.0	8.0	9.4
EV/sales (x)	1.0	1.5	1.6	1.7
Suất sinh lợi cổ tức (%)	11.4%	7.1%	8.6%	12.9%

**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, 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.