

**Ngành Hàng tiêu dùng**

Báo cáo cập nhật

30 tháng 12, 2013

 Khuyến nghị **OUTPERFORM**

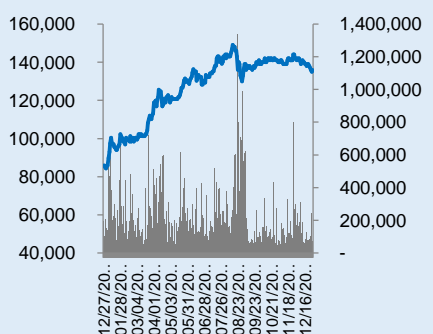
 Giá kỳ vọng (VND) **153.000**

Giá thị trường (27/12/2013) 136.000

Lợi nhuận kỳ vọng 13,0%

**THÔNG TIN CỔ PHẦN**

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	84.200-149.000
Vốn hóa	113.355 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	833.474.981 CP
KLGD bình quân 10 ngày	110.692 CP
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	0%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.400 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,50%
Beta	1,03

**BIẾN ĐỘNG GIÁ**


	YTD	1T	3T	6T
VNM	58,7%	-3,5%	-2,9%	38,5%
VN-Index	23,5%	-0,4%	1,2%	7,6%

Chuyên viên phân tích

**Ngô Thị Kim Thanh**

(84 8) 3914 6888 ext 157

Ngokim.thanh@baoviet.com.vn

# Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam

Mã giao dịch: VNM

Reuters: VNM.HN

Bloomberg: VNM VN

## Triển vọng thị trường xuất khẩu và dòng sản phẩm cao cấp

### Điểm nhấn đầu tư.

**Doanh thu quý 4/2013 dự báo tiếp tục khả quan:** Chúng tôi dự báo, doanh thu quý 4/2013 của VNM đạt 9.022 tỷ đồng tăng 27,8% so với cùng kỳ. Trong đó, doanh thu xuất khẩu đạt 1.346 tỷ đồng, tăng hơn gấp 3 lần so với quý 4/2012 nhờ việc tăng mạnh xuất khẩu sản phẩm sữa bột và sữa nước sau khi hai nhà máy mới đi vào hoạt động, doanh thu nội địa đạt 7.676 tỷ đồng, tăng 15% so với cùng kỳ. Kết thúc năm 2013, chúng tôi ước tính doanh thu đạt 31.797 tỷ đồng, lợi nhuận đạt 6.794 tỷ đồng, tương đương EPS 8.151 đồng/CP.

**Doanh thu năm 2014 dự kiến tăng trưởng 19,52% so với cùng kỳ nhờ vào việc tăng sản lượng từ sản phẩm sữa nước và sữa bột:** Theo Vinamilk cho biết trong năm 2014, sản lượng tiêu thụ tại 2 nhà máy sữa nước và sữa bột mới sẽ đạt 50% công suất. Trên cơ sở đó, tổng doanh thu của Vinamilk trong năm 2014 ước đạt 38.005 tỷ đồng, tăng 19,52% so với cùng kỳ.

**Lợi nhuận gộp biên 2014 dự kiến duy trì ở mức trung bình 36%:** BVSC ước tính lợi nhuận gộp biên của VNM trong năm 2014 có thể đạt trung bình 36%, trong đó dòng hàng sữa bột có mức lợi nhuận biên đạt 41,5% nhờ lợi thế quy mô từ nhà máy mới và tăng dòng sản phẩm cao cấp. Đồng thời, biên lợi nhuận đối với các sản phẩm xuất khẩu tiếp tục duy trì ở mức 20%.

**Lợi nhuận sau thuế trong năm 2014 ước đạt 7.847 tỷ đồng:** Với giả định chi phí tiếp thị và quảng cáo tiếp tục tăng trong năm nhằm mở rộng dòng sản phẩm cao cấp, đồng thời chi phí khấu hao gia tăng từ 2 nhà máy mới, lợi nhuận sau thuế năm 2014 ước tính đạt 7.847 tỷ đồng, tương đương với EPS đạt 9.415 đồng/CP.

### Vinamilk vừa nhận được giấy đăng ký kinh doanh ở Campuchia

Bên cạnh tăng cường hệ thống phân phối và hoạt động quảng bá để đẩy mạnh thị trường nội địa, trong thời gian tới, Vinamilk sẽ tiếp tục đầu tư cho các dự án mở rộng vùng nuôi bò và phát triển thị trường nước ngoài. Trong thông báo mới nhất cho biết Vinamilk đã nhận được đăng ký kinh doanh của Công ty Angkor Dairy Products Company Limited, trong đó VNM sẽ nắm giữ 51% cổ phần. Mục đích việc mở nhà máy tại thị trường Campuchia để đa dạng hóa các sản phẩm của Vinamilk ngoài 2 sản phẩm truyền thống là sữa đặt và sữa bột, đồng thời, mở rộng kênh phân phối trực tiếp thay cho việc xuất cho 1 nhà phân phối tại địa phương như hiện nay. Bên cạnh đó công ty cũng đang mở rộng dòng sản phẩm cao cấp nhập khẩu từ các công ty con, công ty liên kết như Miraka và Driftwood.

### Khuyến nghị

BVSC đánh giá cao triển vọng thị trường xuất khẩu của Vinamilk với chiến lược đa dạng hóa sản phẩm sang thị trường Campuchia và tăng thị phần dòng sản phẩm cao cấp nhằm tận dụng được công suất của 2 nhà máy sữa bột và sữa nước mới với các sản phẩm tiêu biểu cho phân khúc này đang được nhận diện thương hiệu tốt trên thị trường là Twin Cows và Dielac Optimum. Trên cơ sở đó, chúng tôi cho rằng Vinamilk có thể duy trì mức tăng trưởng trên 20% với các dòng sản phẩm sữa bột, sữa nước và sữa chua. Do đó, chúng tôi tiếp tục duy trì đánh giá OUTPERFORM đối với cổ phiếu CTCP Sữa Việt Nam, với giá mục tiêu là 153.000 đồng/cp. Tại mức giá giao dịch 136.000 đồng/cp ngày 27/12, PE forward ở mức 16,68 lần tính trên EPS dự kiến của 2013 là 8.151 đồng và sẽ là 14,45 lần trên EPS dự báo 2014.

### Một số chỉ số tài chính của VNM

Chỉ số tài chính		2011	2012	2013F	2014F
Doanh thu	Tỷ VND	21.627	26.562	31.797	38.005
EBITDA	Tỷ VND	5.380	7.461	7.702	8.661
EBIT	Tỷ VND	4.965	6.926	6.900	7.529
LNST	Tỷ VND	4.218	5.819	6.943	7.444
EPS	VND	7.585	6.978	8.151	9.415
P/E	x	11,7	12,7	16,68	14,45
P/B	x	4,5	5,4	6,24	5,21
ROA	%	32%	33%	42,6%	39,1%
ROE	%	41%	42%	40,8%	31,5%

**Báo cáo cập nhật Q4/2013**
**THÔNG TIN SỞ HỮU**

Sở hữu nhà nước	45,05%
Sở hữu nước ngoài	49,00%
Sở hữu khác	5,95%

**CÔNG ĐỒNG LỚN**

SCIC	45,05%
F&N Dairy Investments Pte Ltd	9,53%
Deutsche Bank AG & Deutsche Asset Management (Asia) Ltd	5,95%

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**
**Kết quả kinh doanh**

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013F	2014F
Doanh thu	15.753	21.627	26.562	31.797	38.005
Giá vốn	10.579	15.039	17.485	20.160	24.096
Lợi nhuận gộp	5.174	6.588	9.077	11.637	13.909
Doanh thu tài chính	449	680	475	509	698
Chi phí tài chính	153	246	51	106	129
Lợi nhuận sau thuế	3.616	4.218	5.819	6.794	7.136

**Bảng cân đối kế toán**

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013F	2014F
Tiền & khoản tương đương tiền	263	3.157	1.252	2.041	4.405
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.125	2.169	2.246	2.701	3.228
Hàng tồn kho	2.351	3.272	3.473	4.198	5.017
Tài sản cố định hữu hình	3.429	5.045	8.042	9.921	9.775
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	1.142	847	284	353	407
<b>Tổng tài sản</b>	<b>10.773</b>	<b>15.583</b>	<b>19.698</b>	<b>22.794</b>	<b>26.304</b>
Nợ ngắn hạn	568	-	-	-	-
Nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	7.964	12.477	15.493	18.441	21.113
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>10.773</b>	<b>15.583</b>	<b>19.698</b>	<b>22.794</b>	<b>26.304</b>

**Chỉ số tài chính**

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013F	2014F
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng doanh thu (%)	48,4%	37,3%	22,8%	19,7%	19,5%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	52,2%	16,6%	38,0%	16,8%	5,0%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>					
Lợi nhuận gộp biên (%)	32,8%	30,5%	34,2%	36,6%	36,6%
Lợi nhuận thuần biên (%)	23,0%	19,5%	21,9%	21,4%	18,8%
ROA (%)	37,6%	32,0%	33,0%	32,0%	29,1%
ROE (%)	49,5%	41,3%	41,6%	40,0%	36,1%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,26	0,20	0,21	0,19	0,20
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0,35	0,25	0,27	0,24	0,25
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>					
EPS (đồng/cổ phần)	10.242	7.585	6.978	8.151	8.562
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	22.558	22.436	18.578	22.112	18.578

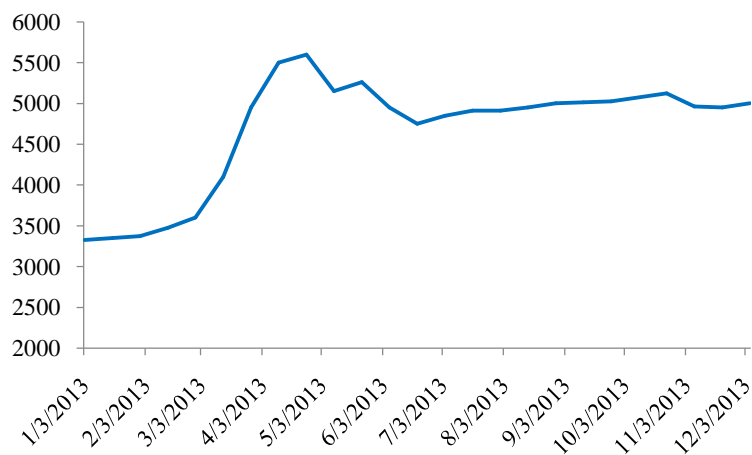
## Dự báo kết quả kinh doanh quý 4/2013

Chúng tôi dự báo doanh thu quý 4/2013 đạt 9.022 tỷ đồng, tăng trưởng 27.88% so với cùng kỳ. Trong đó, doanh thu từ xuất khẩu đạt 1.346 tỷ đồng tăng gấp 3 lần so với cùng kỳ từ sản phẩm sữa bột và sữa nước. Lợi nhuận sau thuế quý 4/2013 ước đạt 1.730 tỷ đồng, tương đương EPS đạt 2.075 đồng/CP.

❑ **Sản lượng sữa nước gia tăng khi nhà máy mới đi vào hoạt động, đóng góp 35% tổng doanh thu VNM:** Với việc đưa vào vận hành nhà máy sữa mới với công suất 400 triệu lít sữa/năm, đã cung cấp thêm cho VNM khoảng 90 triệu lít sữa trong năm 2013 khi đi vào vận hành vào tháng 4/2013. Chúng tôi ước tính với thị phần sữa nước chiếm 50%, sản lượng sữa nước tăng 12% trong năm 2013, doanh thu sữa nước trong năm 2013 đạt 11.055 tỷ đồng tăng 21% so với cùng kỳ. Đồng thời, cùng với dòng sản phẩm nhập khẩu 100% từ New Zealand là Twin Cow với giá bán 35.000 đồng/lít, thấp hơn 20% so với sản phẩm sữa tươi Úc, Vinamilk đang phát triển dòng sản phẩm cao cấp với giá cạnh tranh.

❑ **Gia tăng sản lượng sữa bột khi nhà máy mới đi vào hoạt động:** Sản phẩm sữa bột là sản phẩm có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất của Vinamilk với mức tăng 60% so với cùng kỳ năm 2012. Trong đó, nhà máy sữa bột Dielac II đi vào hoạt động tháng 4/2013, đã giúp Vinamilk gia tăng thị trường xuất khẩu sản phẩm này khi trước đây công suất nhà máy cũ không đáp ứng được thị phần trong nước. Đồng thời, cùng với các chiến dịch quảng cáo kêu gọi sử dụng hàng Việt Nam và thông tin nhiễm khuẩn tiêu cực từ Abbott, đã giúp cho Vinamilk gia tăng lượng tiêu thụ với thị phần chiếm 28% toàn thị trường. Doanh thu từ sản phẩm sữa bột trong quý 4 theo ước tính của BVSC khoảng 1.804 tỷ đồng.

❑ **Giá sữa bột đầu vào ở mức cao, tăng 51% so với đầu năm:** Giá sữa bột đầu vào tăng mạnh ở những tháng đầu năm và duy trì mức giá cao trong những tháng còn lại của năm. Do đó với chính sách tồn kho nguyên vật liệu chỉ đủ sản xuất trong 1 quý, việc tăng giá này đã tác động trực tiếp đến giá vốn hàng bán của Vinamilk trong quý 4. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng Vinamilk có thể chuyển phần tăng giá này sang giá bán, nhờ vậy tỷ trọng giá vốn hàng bán trên doanh thu vẫn duy trì mức 63,4% như quý 3/2013.

**Diễn biến giá sữa bột Butter milk powder 2013**
*ĐVT: USD/ton*

*Nguồn: Bloomberg*

□ **Lợi nhuận sau thuế quý 4/2013 ước đạt 1.730 tỷ đồng:** BVSC ước tính lợi nhuận sau thuế của VNM trong quý 4/2013 ước đạt 1.730 tỷ đồng, tăng 5% so với cùng kỳ, tương đương EPS đạt 2.075 đồng/CP. Ước tính cả năm 2013, lợi nhuận sau thuế ước đạt 6.794 tỷ đồng, tương đương EPS đạt 8.151 đồng/CP.

**Ước tính kết quả kinh doanh Q4/2013 của VNM**

Chỉ tiêu	Q4/2012	Q4/2013F	% thay đổi	Lũy kế 2012	Lũy kế 2013F	% thay đổi
Doanh thu (tỷ đồng)	7.204	9.022	25,23%	26.561	31.797	19,71%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	1.647	1.730	5,03%	5.819	6.794	16,75%

*Nguồn: VNM, BVSC ước tính*

## Triển vọng 2014

Chúng tôi dự báo trong năm 2014, công ty đạt 38.005 tỷ đồng doanh thu, 7.847 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng 15,49% so với cùng kỳ, tương đương EPS đạt 9.415 đồng/CP, dựa trên các giả định sau:

□ **Tăng trưởng doanh thu ước đạt 19,52% so với cùng kỳ:** Doanh thu năm 2014 dự báo đạt 38.005 tỷ đồng. Doanh thu từ dòng sản phẩm sữa nước-chiếm 35% tổng doanh thu, ước tăng trưởng 18,8%, đạt 13.129 tỷ đồng, trong đó sản lượng giả định tăng 12,6%. Đặc biệt chúng tôi đánh giá khả năng tăng trưởng doanh thu mảng sữa bột (đóng góp 19% doanh thu) với mức tăng trưởng 26,6% nhờ vào việc đưa vào vận hành nhà máy mới và gia tăng thị phần từ dòng sản phẩm sữa cao cấp. Ngoài ra, với giả định thị phần sữa chua duy trì ở mức 90%, doanh thu sữa chua dự báo đạt 6.364 tỷ đồng tăng 15,5% so với cùng kỳ.

□ **Lợi nhuận gộp biên 2014 dự kiến không đổi, duy trì mức trung bình 36%:** Lợi nhuận gộp biên của VNM trong năm 2014 có thể duy trì ở mức 36%, trong đó dòng hàng sữa bột có mức lợi nhuận biên đạt 41,5% nhờ lợi thế quy mô từ nhà máy mới và tăng dòng sản phẩm cao cấp. Bên cạnh đó, biên sản phẩm sữa nước giả định đạt 40%. Đồng thời, biên lợi nhuận đối với các sản phẩm xuất khẩu tiếp tục duy trì ở mức 20%.

□ **Chi phí bán hàng tiếp tục tăng trong năm 2014:** Chúng tôi giả định rằng chi phí tiếp thị và quảng cáo – chiếm 52% trong chi phí bán hàng, tiếp tục tăng 1% trong năm 2014, nhằm mở rộng hoạt động quảng bá các sản phẩm mới thuộc phân khúc cao cấp. Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu năm 2014 là 11,20%.

□ **Chi phí khấu hao tăng từ 2 nhà máy mới:** 2 nhà máy mới sẽ có chi phí khấu hao khoảng 398 tỷ đồng trong năm 2014. Trên cơ sở đó, chúng tôi ước tính tổng chi phí khấu hao trong năm vào khoảng 1.131 tỷ đồng.

□ **Lợi nhuận sau thuế ước đạt 7.847 tỷ đồng:** BVSC ước tính lợi nhuận sau thuế của VNM trong năm 2014 ước đạt 7.847 tỷ đồng, tăng 15,49% so với cùng kỳ. EPS ước tính đạt 9.415 đồng/CP, với mức giá giao dịch ngày 25/12 tại 136.000 đồng, tương đương với PE forward đạt 14,45x.

### □ **Vinamilk vừa nhận được giấy đăng ký kinh doanh ở Campuchia**

Bên cạnh tăng cường hệ thống phân phối và hoạt động quảng bá để đẩy mạnh thị trường nội địa, trong thời gian tới, Vinamilk sẽ tiếp tục đầu tư cho các dự án mở rộng vùng nuôi bò và phát triển thị trường nước ngoài. Trong thông báo mới nhất cho biết Vinamilk đã nhận được đăng ký kinh doanh của Công ty Angkor Dairy Products Company Limited, trong đó VNM sẽ nắm giữ 51% cổ phần. Mục đích việc mở nhà máy tại thị trường Campuchia để đa dạng hóa các sản phẩm của Vinamilk ngoài 2 sản phẩm truyền thống là sữa đặc và sữa bột, đồng thời, mở rộng kênh phân phối trực tiếp thay cho việc xuất cho 1 nhà phân phối tại địa phương như hiện nay. BVSC cho rằng với tỷ trọng chiếm khoảng 60-70% tổng doanh thu xuất khẩu của Vinamilk, doanh thu tại thị trường Campuchia ước đạt 3.150 tỷ trong năm 2014. Bên cạnh đó công ty cũng đang mở rộng dòng sản phẩm cao cấp nhập khẩu từ các công ty con, công ty liên kết như Miraka và Driftwood.

## Định giá

### Phương pháp DCF: Các giả định cho mô hình

- Tăng trưởng doanh thu bình quân trong giai đoạn 2014-2018 đạt 18,5%.
- Doanh thu thị trường xuất khẩu tăng trưởng 35%, đóng góp 20% tổng doanh thu của Vinamilk trong giai đoạn 2014-2018.
- Tỷ lệ chi trả cổ tức bình quân từ năm 2014-2018 đạt 45%.
- Thuế suất thu nhập doanh nghiệp cho 2 nhà máy mới không được hưởng ưu đãi nhưng do thuế TNDN chung được điều chỉnh giảm (từ năm 2014 – 2015 áp mức thuế 22% và 20% từ 2016 trở đi) nên thuế suất trung bình cho VNM trong năm 2014 khoảng 17,3%.

Giá cổ phiếu Vinamilk theo phương pháp DCF là 168.000 đồng/CP.

### Phương pháp PE:

Chúng tôi lựa chọn so sánh với các công ty cùng ngành thực phẩm đang niêm yết trên các thị trường chứng khoán khu vực Châu Á có mức vốn hóa gần 5 triệu USD. Mức PE trung bình ngành đạt 19,81x. Với mức EPS dự kiến 2014 là 9.415 đồng/CP, giá cổ phiếu Vinamilk theo phương pháp PE là 186.000 đồng/CP.

### Phương pháp P/B:

Sử dụng so sánh các công ty cùng ngành thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Châu Á, mức P/B trung bình ngành đạt 3,49x. Với giá trị sổ sách của VNM vào thời điểm kết thúc năm 2013 là 26.096 đồng/CP, giá cổ phiếu tính theo phương pháp P/B là 91.000 đồng/CP.

Kết hợp 3 phương pháp trên, giá cổ phiếu Vinamilk là 153.000 đồng/CP.

### Bảng tổng hợp các phương pháp định giá

Phương pháp		Giá mục tiêu 2014	Tỷ trọng	Giá mục tiêu 2015	Tỷ trọng
FCFF		168.458	50%	164.576	50%
P/B	P/B @3,49x	91.000	25%		
P/E	PE @ 19,81x	186.538	25%	162.533	50%
Tổng cộng		<b>153.614</b>		<b>163.555</b>	
Giá hiện tại	<b>136.000</b>				
% tăng/giảm	<b>13,0%</b>			<b>20,3%</b>	



## Khuyến nghị đầu tư

BVSC đánh giá cao triển vọng thị trường xuất khẩu của Vinamilk với chiến lược đa dạng hóa sản phẩm sang thị trường Campuchia và tăng thị phần dòng sản phẩm cao cấp nhằm tận dụng được công suất của 2 nhà máy sữa bột và sữa nước mới với các sản phẩm tiêu biểu cho phân khúc này đang được nhận diện thương hiệu tốt trên thị trường là Twin Cows và Dielac Optimum. Trên cơ sở đó, chúng tôi cho rằng Vinamilk có thể duy trì mức tăng trưởng trên 20% với các dòng sản phẩm sữa bột, sữa nước và sữa chua. Do đó, chúng tôi tiếp tục duy trì đánh giá OUTPERFORM đối với cổ phiếu CTCP Sữa Việt Nam, với giá mục tiêu là 153.000 đồng/cp. Tại mức giá giao dịch 136.000 đồng/cp ngày 27/12, PE forward ở mức 16,68 lần tính trên EPS dự kiến của 2013 là 8.151 đồng và sẽ là 14,45 lần trên EPS dự báo 2014.

## 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, FCFF, 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