

Ngành Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

23 tháng 5, 2014

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **144.000**

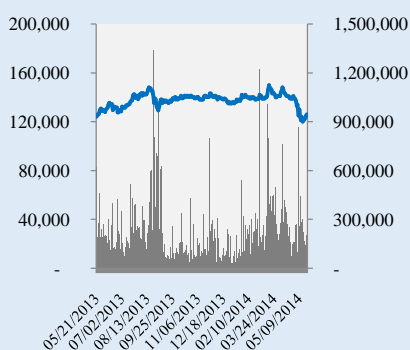
Giá thị trường (22/05/2014) 126.000

Lợi nhuận kỳ vọng 14,2%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	120.000-150.000
Vốn hóa	105.020 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	833.437.321CP
KLGD bình quân 10 ngày	237.298 CP
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	1,59%
Beta	0,78

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VNM	1,7%	-10,0%	-9,4%	-10,1%
VN-Index	8,3%	-4,9%	-6,0%	7,2%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thị Hải Yến

(84 8) 3914 6888 ext: 279

nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam

Mã giao dịch: VNM

Reuters: VNM.HM

Bloomberg: VNM VN

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

Điểm nhấn đầu tư.

❑ **Dự báo doanh thu quý 2/2014 đạt 9.191 tỷ đồng**, tăng trưởng 14% so với cùng kỳ. Trong đó, doanh thu từ xuất khẩu đạt 1.361 tỷ đồng tăng 6% so với cùng kỳ. Lợi nhuận sau thuế quý 2/2014 ước đạt 1.617 tỷ đồng, giảm 12% so với cùng kỳ. Lũy kế 6 tháng 2014, Công ty ước tính đạt 3.004 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, hoàn thành 50% kế hoạch lợi nhuận năm 2014 và giảm 11% so với cùng kỳ năm trước.

❑ **Dự kiến 15/08/2014 chốt quyền chia cổ phiếu thưởng tỷ lệ 20% và tạm ứng cổ tức đợt 1 năm 2014.** Theo kế hoạch, cổ tức năm 2014 của VNM không dưới 50% lợi nhuận sau thuế đạt được của cả năm. Căn cứ trên mức lợi nhuận kế hoạch của Công ty cổ tức tối thiểu 5.900 đồng/cp dựa trên số lượng cổ phiếu sau chia thưởng. Công ty vẫn chưa công bố tỷ lệ tạm ứng cổ tức đợt một nhưng theo chúng tôi tỷ lệ sẽ khoảng 20%.

❑ **Doanh thu năm 2014 dự kiến tăng trưởng 22% đạt 37.880 tỷ đồng.** Trong đó, một phần doanh thu tăng do hợp nhất doanh thu của công ty con Driftwood (VNM sở hữu 70%) và tăng từ hoạt động xuất khẩu. Doanh thu thị trường nội địa tăng khoảng 11,7%. Ngoài đợt tăng giá vào quý 1/2014, chúng tôi cho rằng Công ty sẽ không có thêm một đợt tăng giá nào khác nhằm duy trì giá bán cạnh tranh so với các đối thủ để duy trì thị phần ở các sản phẩm thế mạnh hiện nay (sữa nước, sữa chua,...) và giá tăng thêm thị phần ở các phân khúc sản phẩm mới (dòng sữa nước, sữa bột cao cấp).

❑ **Lợi nhuận gộp biên giảm còn 34.5% trong năm 2014 (năm 2013 là 36%)** do 2 nguyên nhân chính: (1) Nguyên liệu sữa bột (chiếm khoảng 60% tổng giá vốn) tăng mạnh trong quý 1 và sau đó giảm dần trong các quý sau, nhưng nhìn chung bình quân giá sữa bột nhập khẩu của Công ty vẫn cao hơn năm 2013; (2) Quy định về trần giá sữa đối với sản phẩm sữa bột và giá bán đầu ra của các sản phẩm còn lại tăng chậm nên không đủ bù đắp phần tăng chi phí.

❑ **Lợi nhuận sau thuế trong năm 2014 ước đạt 6.770 tỷ đồng:** Với giá định biên lợi nhuận gộp giảm, 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 6.770 tỷ đồng, tương đương với EPS đạt 7.381 đồng/CP.

Khuyến nghị

Là một doanh nghiệp chiếm thị phần lớn nhất Việt Nam hiện nay, Vinamilk sẽ khó tiếp tục đạt được mức tăng mạnh như các năm quá khứ. Bên cạnh đó, cạnh tranh sẽ làm cho Công ty phải bỏ ra nhiều chi phí hơn để duy trì thị phần. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đánh giá cao về triển vọng dài hạn của doanh nghiệp nhờ (1) ngành sữa Việt Nam trong bối cảnh khó khăn hiện nay vẫn được dự báo có mức tăng bình quân từ 7% - 8% về sản lượng trong giai đoạn 2014 – 2018 (BMI). Với hệ thống phân phối rộng, độ nhận diện thương hiệu tốt và công suất nhà máy vẫn còn dư, Vinamilk có thể tăng sản lượng tiêu thụ theo tốc độ tăng của thị trường (2) Với quy mô sản xuất lớn, mức độ tự động hóa cao, Vinamilk có được biên lợi nhuận tốt hơn các doanh nghiệp cùng ngành (3) tiềm lực tài chính mạnh tạo điều kiện cho Vinamilk phát triển vùng nguyên liệu tăng khả năng tự cung cấp cũng như nắm bắt được những cơ hội đầu tư thuộc ngành sữa cả trong và ngoài nước để gia tăng lợi nhuận.

Do đó, chúng tôi tiếp tục duy trì đánh giá **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu CTCP Sữa Việt Nam, với giá mục tiêu là 144.000 đồng/cp. Tại mức giá giao dịch 126.000 đồng/cp ngày 22/05, PE forward ở mức 17 lần trên EPS dự báo 2014.

Một số chỉ số tài chính của VNM

Chỉ số tài chính		2011	2012	2013	2014F
Doanh thu	Tỷ VND	21.627	26.562	30.949	37.880
EBITDA	Tỷ VND	4.317	6.206	7.295	7.648
EBIT	Tỷ VND	3.902	5.670	6.509	6.520
LNST	Tỷ VND	4.218	5.819	6.534	6.771
EPS	VND	7.585	6.978	7.835	7.381
P/E	x	16,61	18,06	16,08	17,07
P/B	x	5,62	6,78	5,99	5,47
ROA	%	32%	33%	31%	27%
ROE	%	41%	42%	40%	35%

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	45,08%
Sở hữu nước ngoài	49,00%
Sở hữu khác	5,92%

CƠ ĐỒNG LỚN

SCIC	45,08%
F&N Dairy Investments Pte Ltd	9,53%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014F
Doanh thu	21.627	26.562	30.949	37.880
Giá vốn	15.039	17.485	19.766	24.815
Lợi nhuận gộp	6.588	9.077	11.183	13.065
Doanh thu tài chính	680	475	507	589
Chi phí tài chính	246	51	91	91
Lợi nhuận sau thuế	4.218	5.819	6.534	6.771

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014F
Tiền & khoản tương đương tiền	3.157	1.252	2.746	2.248
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.169	2.246	2.728	3.339
Hàng tồn kho	3.272	3.473	3.217	4.039
Tài sản cố định hữu hình	5.045	8.042	8.918	10.271
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	847	284	318	535
Tổng tài sản	15.583	19.698	22.875	26.423
Nợ ngắn hạn	-	-	179	-
Nợ dài hạn	-	-	184	-
Vốn chủ sở hữu	12.477	15.493	17.545	21.137
Tổng nguồn vốn	15.583	19.698	22.875	26.423

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	37,3%	22,8%	16,5%	22,4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	16,6%	38,0%	12,3%	3,6%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	30,5%	34,2%	36,1%	34,5%
Lợi nhuận thuần biên (%)	19,5%	21,9%	21,1%	17,9%
ROA (%)	32,0%	33,0%	30,7%	27,5%
ROE (%)	41,3%	41,6%	39,6%	35,0%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,20	0,21	0,23	0,20
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0,25	0,27	0,30	0,25
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	7.585	6.978	7.835	7.381
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	22.436	18.578	21.039	23.016

Quý 1/2014 giá bán tăng nhưng lợi nhuận vẫn giảm

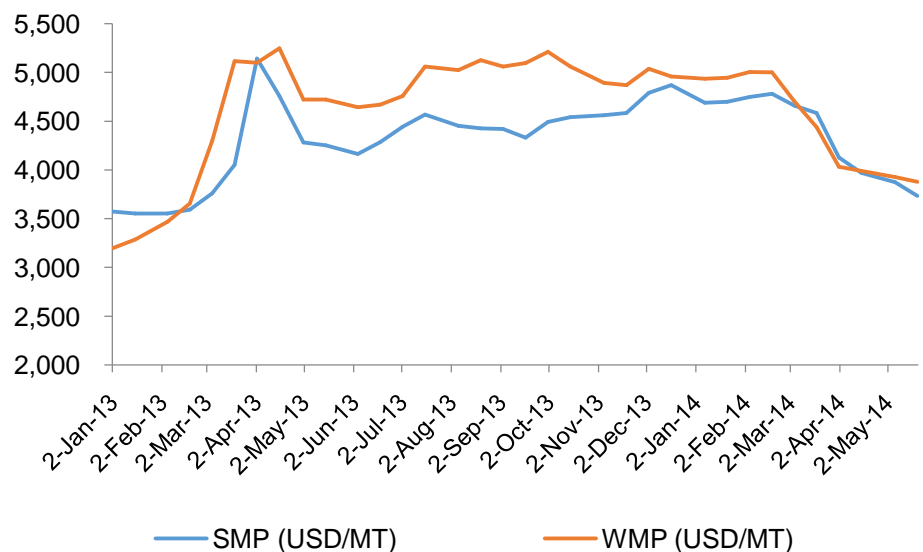
Trong quý 1/2014, VNM đã đạt mức doanh thu 7.678 tỷ tăng 15% so với cùng kỳ năm trước, hoàn thành 21% kế hoạch doanh thu năm 2014 tuy nhiên lợi nhuận sau thuế lại giảm 9,4%, đạt 1.387 tỷ đồng, tương đương 23% kế hoạch.

Phần lớn sự tăng trưởng doanh thu đến từ việc hợp nhất thêm kết quả kinh doanh của Công ty Driftwood Dairy (công ty con của VNM nắm giữ 70%). Doanh thu từ Driftwood trong quý 1/2014 đạt khoảng 34 triệu USD và lợi nhuận 1,1 triệu USD (khoảng 22,8 tỷ VND).

Sản lượng tiêu thụ tại thị trường nội địa trong quý 1/2014 cũng không mấy khả quan do sức mua trên thị trường suy giảm liên tục từ quý 3/2013 đến nay. Ngoài ra, chi phí nguyên liệu và chi phí bán hàng tăng mạnh do đó việc giá bán chỉ tăng bình quân 6% trong tháng 2/2014 không đủ để bù đắp cho việc tăng chi phí.

Biên lợi nhuận của quý 1/2014 giảm xuống còn 33.4% từ mức 36.7% của quý 1/2013. Giá bình quân của sữa bột nguyên kem và bột gầy trong quý 1/2014 so với cùng kỳ năm trước đã tăng lần lượt 30% và 27%, tuy nhiên với VNM mức tăng giá nguyên liệu có thể thấp nhờ áp dụng các hợp đồng mua kỳ hạn. Ngoài ra, giá thu mua sữa tươi trong nước cũng tăng 22%yoy. Hai yếu tố này đã tác động làm chi phí nguyên liệu của VNM tăng 18% so với cùng kỳ năm trước.

Diễn biến giá sữa bột nguyên kem (WMP) và sữa bột gầy (SMP)



Nguồn: Global Dairy trade

Dự báo kết quả kinh doanh quý 2/2014

Chúng tôi dự báo doanh thu quý 2/2014 đạt 9.191 tỷ đồng, tăng trưởng 14% so với cùng kỳ. Trong đó, doanh thu từ xuất khẩu đạt 1.361 tỷ đồng tăng 6% so với cùng kỳ. Lợi nhuận sau thuế quý 2/2014 ước đạt 1.619 tỷ đồng, giảm 12% so với cùng kỳ. Lũy kế 6 tháng 2014, Công ty ước tính đạt 3.006 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, hoàn thành 50% kế hoạch lợi nhuận năm 2014 và giảm 11% so với cùng kỳ năm trước.

- ❑ **Doanh số từ thị trường nội địa trong quý 2 dự kiến tăng nhẹ phần lớn do tăng giá.** Chúng tôi nhận thấy sức mua trong quý 2/2014 vẫn chưa cải thiện nhiều so với quý 1, tuy nhiên sản lượng tiêu thụ sữa bột có khả năng tăng tốt hơn các sản phẩm còn lại. Các hoạt động quảng cáo cho dòng sữa bột cao cấp và việc giá bán sản phẩm của VNM có mức giá thấp hơn sản phẩm cùng loại từ 15% - 30% giúp tăng sức tiêu thụ mặt hàng trong xu hướng thắt chặt chi tiêu của người dân. Hơn thế, các hãng sữa ngoại trong quý 2 tiếp tục tăng giá sữa gián tiếp thông qua việc điều chỉnh giảm trọng lượng sản phẩm điều này sẽ tạo cơ hội cho Vinamilk giành thêm một ít thị phần nhờ có giá cả cạnh tranh hơn các sản phẩm sữa bột ngoại nhập.
- ❑ **Biên lợi nhuận gộp tương đương với quý 1/2014.** Thông thường, để bảo đảm tính liên tục cho hoạt động sản xuất tồn kho quy định của Vinamilk là 2 tháng. Do đó, mặc dù giá nguyên liệu sữa trong quý 2 đã có xu hướng giảm so với đầu năm, nhưng do công ty vẫn còn sử dụng lượng nguyên liệu giá cũ nên chi phí nguyên liệu vẫn ở mức cao. Nhờ đợt tăng giá của quý trước nên biên lợi nhuận quý 2 dự kiến vẫn ở mức tương đương quý 1/2014.
- ❑ **Quy định áp trần giá sữa tác động chưa đáng kể đến kết quả kinh doanh quý 2.** Bộ Tài chính vừa có văn bản áp dụng trần giá sữa đối với 25 sản phẩm sữa bột của 5 doanh nghiệp có thị phần lớn nhất trên thị trường (Vinamilk, Nestle Việt Nam, Friesland Campina Việt Nam, Công ty TNHH dinh dưỡng 3A, Mead Johnson Việt Nam) có hiệu lực từ 01/06/2014. Đối với các sản phẩm sữa khác sẽ xác định giá bán tối đa theo phương pháp định giá do bộ tài chính ban hành và so sánh giá của sản phẩm sữa đó với sản phẩm sữa đã công bố giá tối đa, gửi cơ quan có thẩm quyền quản lý giá. Theo đó, Vinamilk bị áp trần giá sữa đối với 5 sản phẩm bao gồm: sữa bột hộp thiếc 900gr các nhãn hàng Dielac Alpha 123, Dielac Step 1, Dielac Step 2, Dielac Pedia 1+ và Dielac 123 hộp giấy 400gr. So với giá bán buôn trước đây, giá trần theo quy định mới đối với các sản phẩm bột của Vinamilk thấp hơn khoảng từ 10% - 15%. Doanh thu sữa bột hiện đang chiếm khoảng 19% tổng doanh thu, do đó với quy định này doanh thu của Công ty cũng ảnh hưởng khá nhiều. Tuy nhiên, quy định được áp dụng từ 3 tuần cuối quý 2 và

phần tăng giá trong quý 1 sẽ bù đắp qua nhau nên nhìn chung trong quý 2 biên lợi nhuận của mảng sữa bột chỉ giảm nhẹ so với quý 1/2014.

- ❑ **Thanh toán cổ tức năm 2013 tỷ lệ 20%, ngày chốt quyền 13/05/2015.** Cổ tức năm 2013 được ĐHCĐ thông qua với tỷ lệ 48%, Công ty đã tạm ứng hai đợt cổ tức tỷ lệ 28% và còn lại 20% sẽ được thanh toán vào ngày 30/05/2014.
- ❑ **Dự kiến 15/08/2014 chốt quyền chia cổ phiếu thưởng tỷ lệ 20% và tạm ứng cổ tức đợt 1 năm 2014.** Theo kế hoạch, cổ tức năm 2014 của VNM không dưới 50% lợi nhuận sau thuế đạt được của cả năm. Căn cứ trên mức lợi nhuận kế hoạch của Công ty cổ tức tối thiểu 59% dựa trên số lượng cổ phiếu sau chia thưởng. Công ty vẫn chưa công bố tỷ lệ tạm ứng cổ tức đợt một nhưng theo chúng tôi tỷ lệ sẽ khoảng 20%.

Ước tính kết quả kinh doanh Q2/2014 của VNM

Chỉ tiêu	Q2/2013	Q2/2014E	% thay đổi	Lũy kế 6T/2013	Lũy kế 6T/2014E	% thay đổi
Doanh thu (tỷ đồng)	8.070	9.191	13,9%	14.747	16.869	14,4%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	1.843	1.619	-12,2%	3.374	3.004	-10,9%

Nguồn: VNM, BVSC ước tính

Triển vọng 2014

Chúng tôi dự báo trong năm 2014, công ty đạt 37.880 tỷ đồng doanh thu, 6.770 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng 3.7% so với năm 2013, tương đương EPS đạt 7.381 đồng/CP, dựa trên các giả định sau:

- ❑ **Tăng trưởng doanh thu ước đạt 22.4%yoy đạt 37.880 tỷ đồng.** Trong đó, một phần doanh thu tăng do hợp nhất doanh thu của Driftwood và tăng từ hoạt động xuất khẩu. Doanh thu thị trường nội địa tăng khoảng 12,7%. Ngoài đợt tăng giá vào quý 1/2014, chúng tôi cho rằng Công ty sẽ không có thêm một đợt tăng giá nào khác nhằm duy trì giá bán cạnh tranh so với các đối thủ để duy trì thị phần ở các sản phẩm thể mạnh hiện nay (sữa nước, sữa chua,...) và giá tăng thêm thị phần ở các phân khúc sản phẩm mới (dòng sữa nước, sữa bột cao cấp). Mặt hàng sữa nước đóng góp khoảng 34% doanh thu sẽ tăng trưởng sản lượng khoảng 7,5% gần tương đương với mức tăng chung của thị trường theo đánh giá của BMI. Đối với mặt hàng sữa bột, với giá cả cạnh tranh hơn và thêm nhóm sản phẩm sữa bột cao cấp Dielac Optimum dự kiến sản lượng tiêu thụ sẽ đạt mức tăng khoảng 10%.
- ❑ **Chi phí khấu hao tăng từ 2 nhà máy mới:** cả hai nhà máy mới hiện nay đã đạt công suất hoạt động trên 50% trong đó riêng nhà máy sữa bột đã đạt được 60% công suất thiết kế. 2 nhà máy này 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 1.102 tỷ đồng.
- ❑ **Lợi nhuận gộp biên giảm còn 34.5% trong năm 2014 (năm 2013 là 36%)** do 2 nguyên nhân chính: (1) Nguyên liệu sữa bột (chiếm khoảng 60% tổng giá vốn) tăng mạnh trong quý 1 và sau đó giảm dần trong các quý sau, nhưng nhìn chung bình quân giá sữa bột nhập khẩu của Công ty vẫn cao hơn năm 2013; (2) Quy định về trần giá sữa đối với một số sản phẩm sữa bột và giá bán đầu ra của các sản phẩm còn lại tăng chậm nên không đủ bù đắp phần tăng chi phí.
- ❑ **Chi phí bán hàng dự kiến vẫn ở mức cao chiếm tỷ trọng 12% tổng doanh thu.** Các chi phí quảng cáo và khuyến mãi là hai chi phí lớn nhất trong chi phí bán hàng. Để tiếp tục duy trì biên lợi nhuận và truyền thông cho các sản phẩm cao cấp như sữa Twin Cows và dòng sữa Dielac Optimum, chúng tôi cho rằng VNM sẽ tiếp tục tăng cường cho các hoạt động quảng cáo tiếp thị. Ước tính chi phí bán hàng năm 2014 sẽ tiếp tục tăng mạnh 40% so với năm 2013.

- ❑ **Đầu tư trong năm 2014 tập trung vào nâng cấp các nhà máy, chuỗi cung ứng và vùng nuôi bò sữa.** Theo kế hoạch giải ngân năm 2014, trong tổng đầu tư 2.575 tỷ đồng có 948 tỷ đầu tư chiều sâu cho các nhà máy và chuỗi cung ứng, 925 tỷ đồng đầu tư vào vùng nuôi bò sữa. Phát triển đàn bò sữa là trọng tâm của Vinamilk trong giai đoạn từ 2014 trở đi với mục tiêu giảm bớt sự phụ thuộc vào nguồn sữa nhập khẩu. Hiện tại Công ty có 5 trang trại nuôi bò sữa với hơn 9.200 con bò và hoạt động đã có lợi nhuận. Theo kế hoạch trong vòng 3 năm tới sẽ tăng lên 9 trang trại với tổng quy mô 46.000 con bò dự kiến sẽ đáp ứng được 20% nhu cầu nguyên liệu của VNM.

Khuyến nghị đầu tư

Là một doanh nghiệp chiếm thị phần lớn nhất Việt Nam hiện nay, Vinamilk sẽ khó tiếp tục đạt được mức tăng mạnh như các năm quá khứ. Bên cạnh đó, cạnh tranh sẽ làm cho Công ty phải bỏ ra nhiều chi phí hơn để duy trì thị phần. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đánh giá cao về triển vọng dài hạn của doanh nghiệp nhờ (1) ngành sữa Việt Nam trong bối cảnh khó khăn hiện nay vẫn được dự báo có mức tăng bình quân khoảng 7% về sản lượng trong giai đoạn 2014 – 2018 (BMI). Với hệ thống phân phối rộng, độ nhận diện thương hiệu tốt và công suất nhà máy vẫn còn dư, Vinamilk có thể tăng sản lượng tiêu thụ theo tốc độ tăng của thị trường (2) Với quy mô sản xuất lớn, mức độ tự động hóa cao, Vinamilk có được biên lợi nhuận tốt hơn các doanh nghiệp cùng ngành (3) tiềm lực tài chính mạnh tạo điều kiện cho Vinamilk phát triển vùng nguyên liệu tăng khả năng tự cung cấp cũng như nắm bắt được những cơ hội đầu tư thuộc ngành sữa cả trong và ngoài nước để gia tăng lợi nhuận.

Do đó, chúng tôi tiếp tục duy trì đánh giá **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu CTCP Sữa Việt Nam, với giá mục tiêu là 144.000 đồng/cp. Tại mức giá giao dịch 126.000 đồng/cp ngày 22/05, PE forward ở mức 17 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