

**Ngành Vận tải & Kho bãi**

Báo cáo khuyến nghị đầu tư

12 tháng 12, 2014

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **19.900**

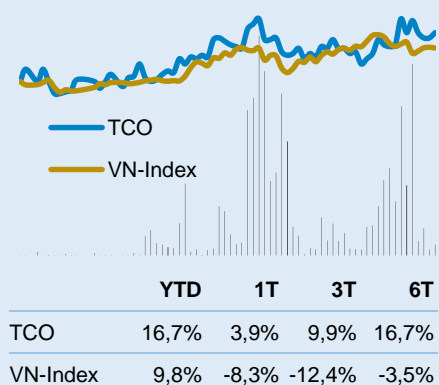
Giá thị trường (12/12/2014) **13.300**

Lợi nhuận kỳ vọng **49,6%**

**THÔNG TIN CỔ PHẦN**

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	9.260 - 13.780
Vốn hóa	172 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	14.030.000 CP
KLGD bình quân 10 ngày	112.925 CP
% sở hữu nước ngoài	2,33%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	7,5%
Beta	0,72

**BIẾN ĐỘNG GIÁ**



Chuyên viên phân tích

**Đinh Thị Thu Thảo**

(84 4) 3928 8080 ext 606

dinhthithuthao@baoviet.com.vn

# Công ty Cổ phần Vận tải Đa phương thức Duyên Hải

Mã giao dịch: TCO

Reuters: TCO.HM

Bloomberg: TCO VN

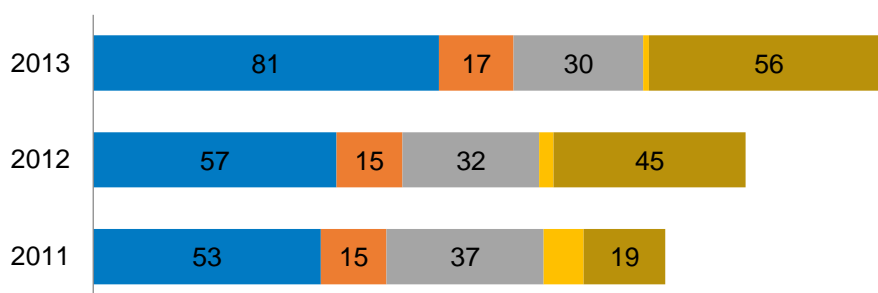
## Triển vọng 2015 từ đầu tư xây dựng kho DC đầu tiên tại Hải Phòng.

Công ty Cổ phần Vận tải Đa phương thức Duyên Hải (TCO) là công ty hoạt động trong lĩnh vực vận tải đường bộ và kinh doanh kho bãi với địa bàn hoạt động chính tại khu vực Hải Phòng. TCO luôn duy trì ổn định sản xuất kinh doanh, tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận hàng năm đều đặn nhờ những lợi thế nhất định như vận tải trên tuyến đường cố định, mạng lưới khách hàng lớn và ổn định, quỹ đất dành cho hoạt động kho bãi lớn và hiện vẫn chưa được khai thác hết v.v.. Việc TCO chuẩn bị triển khai dự án xây dựng kho DC đầu tiên tại Hải Phòng cũng sẽ hứa hẹn là một điểm nhấn tích cực cho tình hình kinh doanh của TCO trong thời gian tới.

## Cơ cấu ngành nghề đa dạng, có tính hỗ trợ cho nhau

Hoạt động vận tải đường bộ chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu doanh thu của TCO, theo sau bởi hoạt động thương mại dịch vụ (chủ yếu là hoạt động cho thuê xe) và hoạt động kinh doanh kho bãi. Cơ cấu ngành nghề đa dạng nhưng tỷ trọng doanh thu giữa các hoạt động chênh lệch không lớn chủ yếu là do các hoạt động chính của công ty đều nằm trong một quá trình dịch vụ khép kín với quy trình khai thác giao nhận: tiếp nhận - thu gom - lưu kho bãi - vận chuyển. TCO cùng lúc thực hiện nhiều công việc trên cơ sở mạng lưới khách hàng sẵn có từ hoạt động cốt lõi là kinh doanh kho bãi. Nhờ đó giúp khách hàng có thể tiết kiệm được thời gian và chi phí, về phía công ty đạt được mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ổn định hàng năm.

**Cơ cấu doanh thu của TCO (tỷ đồng)**



■ Vận tải đường bộ

■ Bãi & dịch vụ bãi

■ Kho & Dịch vụ kho

■ Xuất tàu Shipperside

■ Thương mại & Dịch vụ

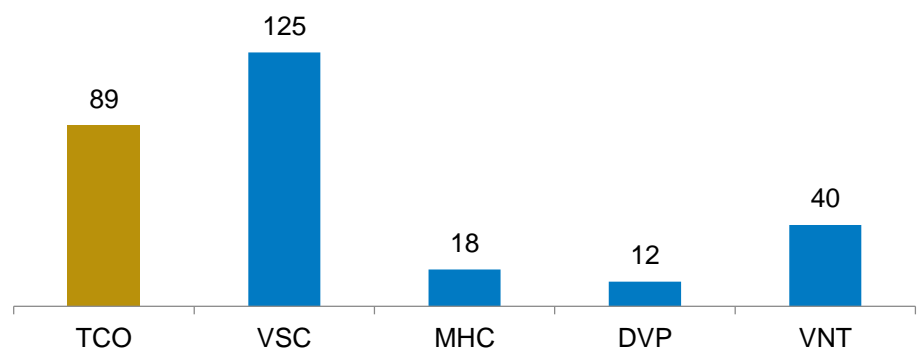
Nguồn: TCO

## Vận tải đường bộ có nhiều lợi thế nhờ mạng lưới khách hàng ổn định và chạy tuyến cố định

**Năng lực vận tải tốt:** So với các doanh nghiệp vận tải tại Hải Phòng, TCO sở hữu đội ngũ phương tiện vận tải có số lượng lớn với gần 90 đầu xe rơ moóc được nhập ngoại (chủ yếu từ Trung Quốc), sản lượng vận chuyển hàng năm khoảng 300.000 tấn/năm. Số lượng đầu xe của TCO hiện tại đáp ứng được nhu cầu vận chuyển của các khách hàng tại miền Bắc, đặc biệt là các khách hàng tại Phú Thọ và Hải Phòng. TCO cũng kết hợp chuyên chở hàng hóa hai chiều vận tải đường bộ, giúp tận dụng được trên 30% số lượng xe rỗng, tiết kiệm chi phí.

Quy định siết tải trọng vận tải đường bộ của Chính phủ gần đây cũng là một nhân tố làm tăng doanh thu vận tải của TCO do giá cước vận chuyển được gia tăng, đơn hàng vận chuyển nhiều hơn. Trong quý 4/2014, TCO chuẩn bị đưa thêm 10 đầu xe nữa đi vào hoạt động, được nhập khẩu từ Mỹ (giá mỗi đầu xe khoảng 1,2 - 1,3 tỷ) nhằm đáp ứng được nhu cầu vận chuyển không ngừng tăng lên của khách hàng, đặc biệt là hàng hóa cho dịp Tết. Với kế hoạch này, TCO cũng dự kiến sẽ thanh lý một số phương tiện vận tải cũ có chất lượng kém cho tài xế để đầu tư vào các xe có chất lượng tốt hơn, hiệu quả cao hơn.

**Số lượng đầu xe và rơ moóc của một số doanh nghiệp vận tải tại Hải Phòng (xe)**

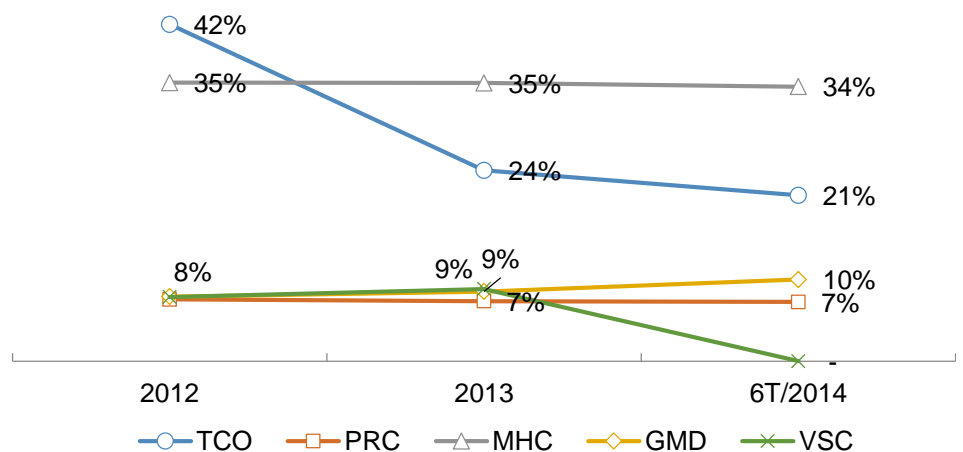


*Nguồn: BVSC thu thập*

**Tập trung chủ yếu vào tuyến đường cố định từ Hải Phòng - Phú Thọ:** Hoạt động vận tải của TCO dựa trên thế mạnh về hệ thống kho bãi sẵn có, kết hợp dịch vụ khai thuê hải quan, tạo thành một quy trình khép kín. Địa bàn hoạt động chính của TCO là vận tải trên tuyến đường cố định từ Hải Phòng tới Việt Trì, Phú Thọ. Khách hàng chính của TCO là các doanh nghiệp Hàn Quốc, Nhật Bản tại khu vực Phú Thọ như Tevina Prime, Sheshin Sung won,... sử dụng cả dịch vụ vận tải và khai thuê hải quan của TCO. Hiện tại, TCO chưa có dự định phát triển dịch vụ vận tải trên các tuyến đường khác tại miền Bắc do muốn tập trung khai thác các khách hàng tiềm năng trên tuyến vận tải chính Hải Phòng - Phú Thọ.

**Biên lợi nhuận hoạt động vận tải khá cao so với các doanh nghiệp cùng ngành.** So với các doanh nghiệp cùng hoạt động trong lĩnh vực vận tải đường bộ, biên lợi nhuận gộp hoạt động vận tải của TCO cao vượt trội. Năm 2012, biên lợi nhuận gộp hoạt động vận tải của TCO cao nhất với mức 42%, theo sau bởi MHC với 35%, các doanh nghiệp còn lại có biên lợi nhuận khá thấp ở mức khoảng 6-8%. Tuy nhiên, sang năm 2013 và nửa đầu năm 2014, biên lợi nhuận hoạt động vận tải của TCO mặc dù vẫn ở mức cao so với các doanh nghiệp khác nhưng bị sụt giảm đáng kể từ mức 42% năm 2012 xuống còn 24% năm 2013 và 21% nửa đầu năm 2014. Nguyên nhân của sự sụt giảm biên lợi nhuận gộp hoạt động này chủ yếu do doanh nghiệp thay đổi phương thức quản lý xe và theo đó, thay đổi cách hạch toán thu nhập.

**Biên lợi nhuận gộp hoạt động vận tải của một số doanh nghiệp**

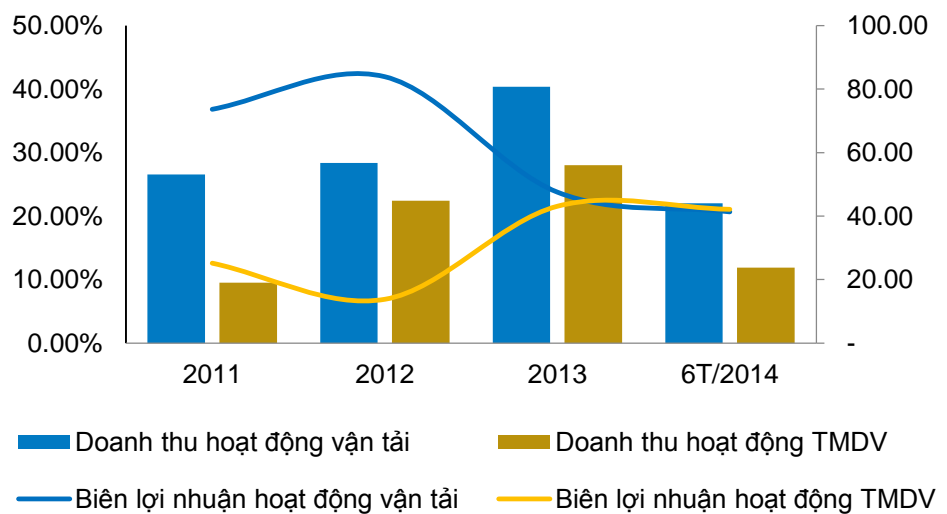


*Nguồn: BVSC thu thập*

Từ giữa năm 2012, TCO đã bắt đầu triển khai phương thức quản lý mới đối với đội xe. Theo đó, TCO không còn trực tiếp quản lý đội xe mà chuyển dần cho các tài xế tiếp quản. Doanh thu hoạt động vận tải vẫn tăng trưởng đều đặn do đội xe vẫn thuộc quyền sở hữu của TCO, khối lượng khách hàng vẫn giữ nguyên không đổi. Chi phí hoạt động vận tải được cắt giảm các chi phí như xăng dầu, phí cầu đường, bến bãi, v.v.. do được chuyển giao cho tài xế nhưng bị tăng lên phần chi phí thuê ngoài (TCO chi trả cho các tài xế). Tính chung lại giá vốn hoạt động vận tải gia tăng mạnh từ năm 2013 khiến cho biên lợi nhuận gộp hoạt động vận tải sụt giảm.

Ngược lại, về hoạt động thương mại dịch vụ, bắt đầu từ năm 2012 khi TCO chuyển giao một phần đội xe cho các tài xế, doanh thu TMDV bắt đầu tăng và tăng mạnh vào năm 2013 khi đội xe được chuyển giao hoàn toàn. Doanh thu TMDV chủ yếu đến từ khoản gốc và lãi hàng tháng của tài xế trong thời gian khấu hao xe.

Kết quả hoạt động vận tải và TMDV của TCO



Nhìn chung, việc thay đổi phương thức quản lý đội xe giúp TCO giảm thiểu các rủi ro phát sinh trong quá trình vận tải (như chi phí xăng dầu, phí cầu đường, rủi ro tai nạn, v.v.). Xét về tổng thể, doanh thu hai mảng vận tải và thương mại của TCO vẫn tăng trưởng khá đều đặn.

## Kinh doanh kho bãi nhiều tiềm năng nhờ quỹ đất lớn và vị trí thuận lợi

**Hệ thống kho bãi có vị trí đắc địa:** Hệ thống kho bãi của TCO nằm ngay tại mặt đường Đình Vũ, một trong những tuyến đường quy mô lớn của Hải Phòng với chiều rộng nền đường lên tới 68m, kết nối toàn bộ khu vực Đình Vũ với tuyến quốc lộ 5 và đường ô tô cao tốc Hà Nội - Hải Phòng, gần Cảng Đoạn Xá và Cảng Đình Vũ.

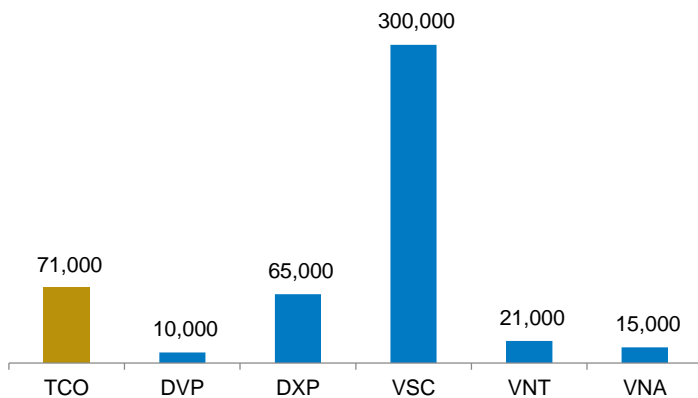
**Quỹ đất cho hoạt động kho bãi tại Hải Phòng khoảng 10ha:** Hệ thống bãi tại Hải Phòng của TCO có diện tích 10ha bao gồm: bãi TASA Đông Hải 2,3 ha, bãi TASA Trading 4,8 ha. 2,9 ha còn trống hiện chưa được TCO khai thác, đang được cho các đối tác khác thuê. Tại Phú Thọ, TCO sở hữu Cảng thông quan nội địa - ICD Thụy Vân tại Việt Trì có diện tích 2,8 ha.

Về hệ thống kho, tại Hải Phòng, TCO sở hữu 4 kho có tổng diện tích là 0,7 ha, tại Phú Thọ bao gồm 2 kho với tổng diện tích 0,3 ha.

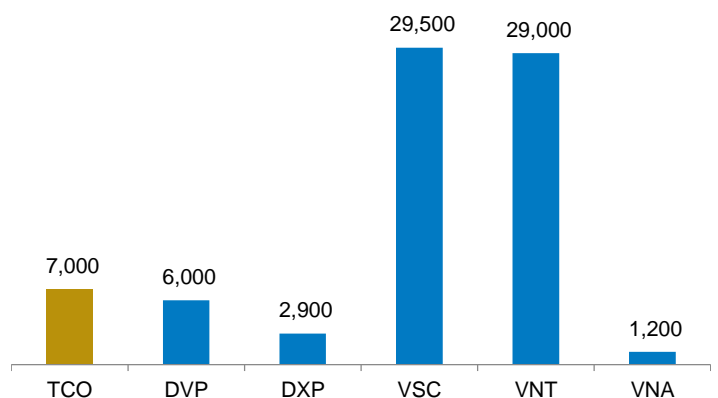
Khu vực	Loại đất	Diện tích (m2)	Tổng diện tích (m2)
Hải Phòng	Bãi TASA Đông Hải	23.000	107.000
	Bãi TASA Trading	48.000	
	Kho CFS	7.000	
	Đất chưa khai thác	29.000	
Phú Thọ	Cảng ICD - Thụy Vân	28.000	31.000
	Kho CFS	3.000	

**Quy mô hệ thống kho bãi ở mức trung bình tại Hải Phòng.** So với các doanh nghiệp kinh doanh kho bãi tại Hải Phòng, hệ thống kho tại Hải Phòng của TCO có quy mô nhỏ hơn hệ thống bãi có quy mô trung bình với hiệu suất khai thác đạt khoảng 85-90%.

**Quy mô bãi của một số doanh nghiệp tại Hải Phòng (m2)**



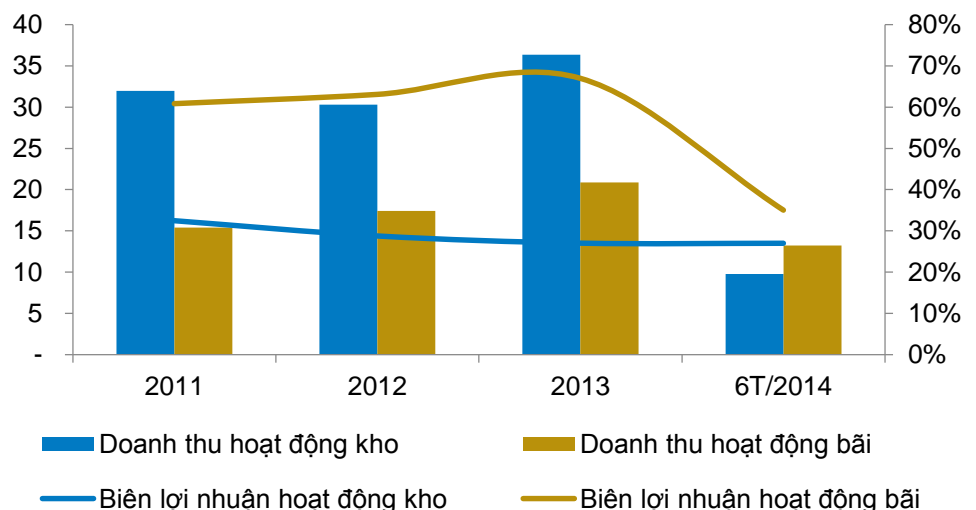
**Quy mô kho của một số doanh nghiệp tại Hải Phòng (m2)**



Nhờ có lợi thế về vị trí và quỹ đất, doanh thu về dịch vụ bãi của TCO tăng trưởng tương đối ổn định qua các năm; tuy nhiên lợi nhuận từ hoạt động này hầu như không thay đổi dẫn đến biên lợi nhuận gộp hoạt động bãi của TCO ngày càng sụt giảm. Nguyên nhân là do TCO chủ yếu sử dụng bãi để đóng và kiểm hàng, mặc dù hoạt động bãi không tạo ra nhiều giá trị gia tăng nhưng là cần thiết phải có trong doanh nghiệp logistics để hỗ trợ cho các hoạt động khác phát triển.

Ngược lại với đó, mặc dù biên lợi nhuận hoạt động kho của TCO khá cao nhưng doanh thu từ hoạt động này có xu hướng sụt giảm. Nguyên nhân đến từ việc hầu hết các kho CFS của TCO đang xuống cấp, không hấp dẫn các khách hàng sử dụng dịch vụ. Để giải quyết vấn đề này, TCO cũng đang nghiên cứu triển khai xây dựng kho DC mới để gia tăng biên lợi nhuận hoạt động kho còn nhiều tiềm năng này.

**Doanh thu & biên lợi nhuận hoạt động kho bãi của TCO**



**Chi phí đất rẻ.** Toàn bộ hệ thống kho bãi của TCO tại Hải Phòng đều là đất có sổ với quyền sử dụng đất từ 35-40 năm. Nhờ vậy, TCO có lợi thế hơn các doanh nghiệp phải đi thuê kho bãi. Thêm vào đó, thời điểm đầu tư vào hệ thống kho bãi của TCO đều được thực hiện trước năm 2005 với chi phí đất vào khoảng 2,5 triệu/m<sup>2</sup>. TCO vẫn chưa phải trả chi phí thuê đất hàng năm do vẫn được hưởng số tiền đền bù giải phóng mặt bằng của thời gian đầu tư trước đó. Giá đất sử dụng cho mục đích kho bãi tại khu vực đường Đình Vũ - Hải Phòng hiện đang được giao dịch quanh mức 8 triệu/m<sup>2</sup>. Như vậy, riêng giá trị tài sản đất của TCO nếu được định giá theo giá trị thị trường sẽ có giá trị khoảng 800 tỷ đồng. Nếu tính theo giá 2,5 triệu/m<sup>2</sup> sẽ có giá 250 tỷ đồng, cao hơn mức vốn hóa hiện tại của TCO.

**Lợi thế về khai thuê hải quan:** Trong hệ thống kho bãi của TCO, có một bãi tại Hải Phòng được cấp giấy phép hải quan. Hiện nay, Hải Phòng đã ngừng cấp giấy phép hải quan cho các kho bãi mới hoạt động. Bãi container tại Phú Thọ của TCO hoạt động theo cơ chế ICD, theo một quy trình khép kín từ Hải Phòng đến Việt Trì khi TCO vừa là nhà cung cấp, vừa là người xuất tàu. TCO cũng là doanh nghiệp duy nhất được cấp giấy phép hoạt động cảng cạn ICD tại Phú Thọ. Toàn bộ địa điểm kho bãi của TCO đều được đặt gần trụ sở của các đơn vị hải quan kiểm hóa, nhờ đó khách hàng có thể tiết kiệm được thời gian và đơn giản hóa thủ tục hải quan.

## Triển vọng năm 2015 và các năm tới nhờ xây dựng kho DC & CFS

Nhận thấy những lợi thế sẵn có về quỹ đất cùng với triển vọng từ lĩnh vực kho tạo ra giá trị lợi nhuận cao và thực tế về hệ thống kho đã xuống cấp của mình, TCO đã nghiên cứu đầu tư xây dựng kho DC & CFS trong thời gian sắp tới.

Kho DC (Distribution Center) là nơi xử lý và hoàn thiện một đơn hàng, từ quy trình đóng gói, kiểm hàng và vận chuyển hàng hóa giao tới khách hàng. Đối tượng hàng hóa của kho DC chủ yếu là mặt hàng tiêu dùng nhanh (hàng FCMG) do nhu cầu xử lý đơn hàng của các mặt hàng này ở tốc độ cao (nhu cầu phân phối nhanh, thời gian lưu trữ trong kho ngắn, vận chuyển linh hoạt đến địa điểm yêu cầu). Nhu cầu phát triển kho DC của Việt Nam ngày càng cao do sự xuất hiện và phát triển không ngừng của các tập đoàn đa quốc gia hiện diện tại Việt Nam, đòi hỏi một trung tâm phân phối có tính ưu việt đáp ứng nhu cầu điều tiết dòng hàng hóa liên tục. Tại Việt Nam cũng có một số kho DC xuất hiện như kho DC tại KCN VSIP 1 của Unilever, kho DC tại ICD Sóng Thần của P&G, kho DC của Gemadept, một số các tập đoàn đa quốc gia cũng đang nghiên cứu phát triển kho DC như Massan, Saigon Co-op, v.v.. Kho DC là một mô hình kho hiện đại hơn kho CFS trong chuỗi cung ứng hàng hóa. Nếu kho CFS chỉ đơn thuần là “kho chứa hàng”, khó kiểm soát được khối lượng hàng hóa trong kho và địa điểm sẽ vận chuyển của lô hàng và không linh hoạt được về thời gian vận chuyển, dễ dẫn đến giảm sút chất lượng hàng hóa lưu kho thì kho DC khắc phục được tất cả các nhược điểm đó. Nếu đi vào hoạt động, kho DC của TCO sẽ là kho DC đầu



tiên tại Hải Phòng.

- ❑ **Thời gian xây dựng:** Kho DC dự kiến trong vòng 8 tháng bắt đầu từ đầu năm 2015. TCO lựa chọn thời điểm đầu năm 2015 để tiến hành xây dựng kho DC là do tính toán đến thời điểm Đường 5 được kết nối thì kho DC cũng bắt đầu đi vào hoạt động, hoạt động vận tải sẽ hỗ trợ cho hoạt động kho bãi phát triển.
- ❑ **Chi phí đầu tư:** Tổng vốn đầu tư xây dựng kho DC giai đoạn 1 là 20 tỷ đồng, dự kiến được huy động từ 100% vốn chủ sở hữu. TCO cũng có nhu cầu phát hành thêm cổ phiếu nhằm huy động vốn sản xuất kinh doanh vào cuối năm 2014.
- ❑ **Quy mô:** Tổng quỹ đất dự kiến dành cho giai đoạn 1 là 9.000 m<sup>2</sup>, trong đó kho DC là 5.000 m<sup>2</sup>, kho CFS 4.000 m<sup>2</sup>. Toàn bộ diện tích dùng để triển khai xây kho được thu hồi từ quỹ đất còn trống đang cho thuê tại Hải Phòng.
- ❑ **Lợi thế cạnh tranh:** Khi bắt đầu đi vào hoạt động, kho DC của TCO sẽ là kho DC đầu tiên tại Hải Phòng. Kho DC của TCO định hướng tập trung vào nguồn hàng tiêu dùng nhanh với khách hàng mục tiêu là các công ty đa quốc gia lớn thuộc ngành hàng tiêu dùng như Nestle, DutchLady,... có nhu cầu phân phối nhanh, cần giữ tại kho trong một khoảng thời gian ngắn (khoảng 3h). Đây cũng là lợi thế rất lớn của kho DC so với kho CFS.
- ❑ **Rủi ro cạnh tranh:** Do là kho DC đầu tiên tại Hải Phòng nên rủi ro cạnh tranh với các đối thủ trên cùng địa bàn hoạt động là không có. Khả năng xảy ra rủi ro cạnh tranh của kho DC này khi Cảng Lạch Huyện đi vào hoạt động không cao do Cảng Lạch Huyện nằm ở phía ngoài đảo, từ nội địa di chuyển đến kho tại Cảng phải qua một cây cầu khá cao và dài với mức độ dao động sóng biển lớn, không phù hợp với mặt hàng tiêu dùng nhanh cần được lưu kho tại một cảng nằm sâu trong nội địa.
- ❑ **Kết quả hoạt động:** Trong năm đầu tiên hoạt động (dự kiến đi vào hoạt động trong quý 4/ 2015), dự kiến kho DC sẽ hoạt động với 60% công suất, đem lại 4,8 tỷ doanh thu và 1,76 tỷ lợi nhuận sau thuế. Doanh thu và lợi nhuận từ kho DC các năm tiếp theo tăng trưởng đều đặn khoảng 11,4%/năm. Khi hoạt động kho DC của TCO đạt công suất tối đa của giai đoạn 1 vào năm 2020, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của kho DC ước tính lần lượt đạt 32 tỷ và 14 tỷ đồng.

Dự báo doanh thu, lợi nhuận từ kho DC (tỷ đồng)						
Chỉ tiêu	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f
Hiệu suất sử dụng	60%	65%	75%	80%	95%	100%
Doanh thu	4,80	20,80	24,00	25,60	30,40	32,00
Lợi nhuận sau thuế	1,76	7,28	9,28	9,92	13,12	14,00

Từ năm 2016, dự án kho DC đầu tiên tại Hải Phòng của TCO sẽ tạo ra một điểm nhấn hấp dẫn đóng góp cho tăng trưởng của TCO. Chúng tôi tổng hợp lại các dự báo về kết quả kinh doanh của TCO trong những năm tới như sau:

Dự báo kết quả kinh doanh của TCO					
Chỉ tiêu	2013	2014f	2015f	2016f	2017f
<b>Doanh thu</b>	<b>185.819</b>	<b>210.897</b>	<b>238.358</b>	<b>275.582</b>	<b>296.200</b>
Vận tải đường bộ	80.755	96.905	111.441	124.814	134.799
Kinh doanh kho bãi	47.690	50.944	58.865	77.982	84.262
Thương mại và dịch vụ	56.081	61.689	66.624	71.288	75.565
Xuất tàu Shipside	1.294	1.359	1.427	1.498	1.573
Tăng trưởng doanh thu	22,0%	13,5%	13,0%	15,6%	7,5%
Biên lợi nhuận gộp	25,1%	23,3%	23,7%	24,8%	25,2%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>24.213</b>	<b>23.682</b>	<b>27.322</b>	<b>33.961</b>	<b>37.365</b>

## Định giá

Dựa vào giả định hoạt động sản xuất kinh doanh chính của TCO được duy trì ổn định, cùng với việc kho DC của TCO được đầu tư và đi vào hoạt động ngay trong năm 2015, chúng tôi định giá cổ phiếu TCO ở mức **19.900 đồng/cổ phần**.

### KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ

Phương pháp	Giá kỳ vọng	Tỷ trọng	Giá bình quân
- FCFE	20.368	50%	10.200
- FCFF	19.303	50%	9.700
<b>Giá bình quân</b>			<b>19.900</b>

## Khuyến nghị đầu tư

Trong ngắn hạn 2014, với hiệu quả kinh doanh được duy trì ổn định nhờ lợi thế cạnh tranh trong lĩnh vực vận tải và kho bãi (chạy tuyến cố định, khối lượng khách hàng ổn định, hệ thống kho bãi lớn có ưu thế về khai quan xuất nhập khẩu,...) chúng tôi cho rằng TCO sẽ hoàn thành kế hoạch doanh thu - lợi nhuận của năm 2014.

Từ năm 2015 trở đi, kho DC đi vào hoạt động sẽ hứa hẹn mang lại cơ hội phát triển lớn cho TCO trong lĩnh vực kinh doanh kho bãi khi kho DC của TCO là kho DC đầu tiên tại khu vực Hải Phòng, có nhiều ưu điểm hơn so với kho CFS. Hiện cổ phiếu TCO đang được giao dịch tại mức giá 13.300 đồng, tương đương với mức P/E khá hấp dẫn, khoảng 7,88x. Mức giá hiện tại cũng thấp hơn mức giá kỳ vọng dài hạn theo mô hình chiết khấu dòng tiền chúng tôi ước tính là **19.900 đồng/cổ phần**. Do đó chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu TCO.



## 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