KB Securities VIETNAM

Thời kỳ biến động

Những lựa chọn đầu tư thận trọng

Chuyên viên phân tích điện/thép
Lê Thành Công
conglt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ
Đào Phúc Phương Dung
dungdpp@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Ngân hàng Tài chính
Nguyễn Thị Thu Huyền
huyenntt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Dầu Khí & Hóa chất
Nguyễn Vinh
vinhn@kbsec.com.vn

15/04/2020

Trong giai đoạn thị trường có nhiều biến động như hiện nay, chúng tôi tập trung vào những cổ phiếu blue-chip hàng đầu với năng lực quản trị doanh nghiệp tốt, thanh khoản ổn định, nền tảng tài chính vững vàng và có một số điểm nhấn đầu tư đáng chú ý. Chúng tôi đưa ra 3 chủ đề đầu tư cho nửa cuối 2020 như sau:

Tính phòng thủ cao

Rủi ro vẫn hiện hữu và còn quá sớm để khẳng định chúng ta đã nhìn thấy tất cả các ảnh hưởng của đại dịch COVID-19 đến nền kinh tế và lợi nhuận của từng doanh nghiệp. Chúng tôi tập trung vào các cổ phiếu có đặc tính phòng thủ, ví dụ như có doanh thu đều đặn hàng năm không phụ thuộc vào biến động kinh tế, sở hữu các lợi thế hoạt động lớn và nền tảng tài chính vững vàng để vượt qua những đợt suy thoái sắp tới nếu có.

Hưởng lợi từ chính sách kích thích kinh tế của chính phủ

Chính phủ Việt Nam đã hé lộ các gói kích thích nhằm tái khởi động và đưa nền kinh tế trở lại tăng trưởng. Các dự án hạ tầng đóng vai trò quan trọng trong các gói kích thích này và sẽ tạo ra nhu cầu lớn cho ngành xây dựng và vật liệu xây dựng trong các quý sắp tới. Chúng tôi lựa chọn các doanh nghiệp có khả năng hưởng lợi từ đợt kích thích kinh tế này.

Lợi nhuận đột biến trong nửa cuối 2020

Các ảnh hưởng của dịch COVID-19 đã bắt đầu ảnh hưởng và làm giảm triển vọng lợi nhuận doanh nghiệp. Trong bối cảnh đó, các khoản lợi nhuận đột biến không thường xuyên là một điểm nhấn đầu tư. Chúng tôi tìm kiếm các doanh nghiệp có thể ghi nhận các khoản lợi nhuận này trong nửa cuối năm 2020, giúp giảm thiểu rủi ro giảm giá của cổ phiếu.

Recommendations	14/04/2020
Tập đoàn Hòa Phát (HPG)	**MUA**
Giá hiện tại	VND20,150
Giá mục tiêu	VND24,900
CTCP Đầu Tư Thế giới Di động (MWG)	**MUA**
Giá hiện tại	VND77,300
Giá mục tiêu	VND109,000
Ngân hàng Á Châu (ACB)	**MUA**
Giá hiện tại	VND20,300
Giá mục tiêu	VND27,000
DVKT Dầu Khí VN (PVS)	**Không đánh giá**
Giá hiện tại	VND11,900
Giá mục tiêu	NA
Công ty CP Cơ điện lạnh (REE)	**Không đánh giá**
Giá hiện tại	VND30,950
Giá mục tiêu	NA

Tóm tắt tổng quan

Các cổ phiếu đáp ứng được các tiêu chí của chúng tôi trong giai đoạn biến động này gồm có:

Tập đoàn Hòa Phát (HPG)
Nhà máy mới dự kiến đi vào hoạt động từ cuối quý 2 được kì vọng sẽ nắm bắt được tăng trưởng nhu cầu thép xây dựng khi chính phủ khởi động các chính sách tài khóa thông qua các dự án hạ tầng.

CTCP Đầu tư Thế Giới Di Động (MWG)
Chuỗi Bách Hóa Xanh của MWG chứng tỏ được năng lực là nhà bán lẻ thực phẩm hàng đầu trong giai đoạn cách ly xã hội. Lượng tiền mặt và dòng tiền hoạt động dồi dào dự báo sẽ giúp công ty gia tăng thị phần khi thị trường bán lẻ hồi phục.

Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB)
Bảng cân đối rất lành mạnh giúp ngân hàng chống chịu với các rủi ro của chu kì tín dụng, duy trì giá trị sổ sách. Hợp đồng bảo hiểm độc quyền với một công ty bảo hiểm quốc tế trong nửa cuối 2020 giúp ngân hàng thu hẹp khoảng cách với các đối thủ về doanh thu phí.

TCT CP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS)
Khối lượng hợp đồng cơ khí dầu khí và lợi nhuận đột biến từ hợp đồng kho nổi giúp PVS duy trì lợi nhuận năm 2020.

CTCP Cơ điện lạnh (REE)
Mảng dịch vụ thiết yếu (điện, nước) tiếp tục tăng trưởng trong năm 2020 và đóng góp lớn hơn trong tổng thể hoạt động kinh doanh giúp bảo vệ công ty khỏi các ảnh hưởng từ dịch COVID-19.

Công ty

Tập đoàn Hòa Phát (HPG)
CTCP Đầu Tư Thế giới Di động (MWG)
Ngân hàng Á Châu (ACB)
DVKT Dầu Khí VN (PVS)
Công ty CP Cơ điện lạnh (REE)

COMPANY REPORT

KB Securities VIETNAM

Tập đoàn Hòa Phát (HPG)

Hưởng lợi từ đầu tư công 6 tháng cuối năm 2020

Chuyên viên phân tích điện/thép
Lê Thành Công
conglt@kbsec.com.vn

14/04/2020

Các dự án đầu tư công sẽ được Chính phủ đẩy mạnh 6 tháng cuối năm 2020.

Nhằm kích thích nền kinh tế sau khi bị ảnh hưởng nặng bởi dịch COVID 19, chúng tôi kỳ vọng, trong khoảng thời gian 6 tháng cuối năm 2020, Chính phủ sẽ đẩy mạnh đầu tư công thông qua các dự án cơ sở hạ tầng như các dự án cao tốc Bắc Nam, Mỹ Thuận – Cần Thơ, đường băng Nội Bài, Tân Sơn Nhất…. Việc đẩy mạnh các dự án cơ sở hạ tầng sẽ thúc đẩy tiêu thụ vật liệu xây dựng, trong đó Hòa Phát sẽ nhiều khả năng được hưởng lợi.

Gia hạn thuế tự vệ với đến tháng 03 năm 2023 và giai đoạn 1, dự án Dung Quất sẽ đi vào hoạt động chính thức trong năm 2020

Bộ Công thương vừa quyết định gia hạn áp dụng biện pháp tự vệ đối với các sản phẩm phôi thép và thép dài nhập khẩu vào Việt Nam, kéo dài đến 03/2023. Việc áp thuế tự vệ giúp ngăn chặn thép từ các nhà sản xuất nước ngoài, đặc biệt là Trung Quốc tràn về Việt Nam, gây thiệt hại cho các nhà sản xuất thép trong nước. Ngoài ra, Giai đoạn 1 dự án Dung Quất Hòa Phát sẽ chính thức đi vào hoạt động, giúp nâng tổng công suất sản xuất thép xây dựng của Hòa Phát lên 4 triệu tấn/năm củng cố lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp.

Chúng tôi hạ giá mục tiêu của HPG xuống mức 24,900 VND từ mức 29,800 VND phản ánh các khó khăn ngắn hạn của doanh nghiệp

Chúng tôi hạ giá mục tiêu của Hòa Phát về mức 24,900 VND nhằm phản ánh các khó khăn trong ngắn hạn của doanh nghiệp trong ngắn hạn mà Hòa Phát đang phải đối mặt: tác động tiêu cực của dịch COVID – 19; giá thép đầu ra giảm trong khi giá nguyên vật liệu vẫn duy trì ở mức cao; giai đoạn 2 dự án Dung Quất nhiều khả năng bị chậm tiến độ. Chúng tôi giả định giảm giá thép tiêu thụ khoảng 500,000 VND/ tấn (-4%) và khối lượng tiêu thụ thép khoảng 400,000 tấn (-10%) so với các báo cáo trước.

MUA Duy trì

Giá mục tiêu	VND 24,900
Tăng/giảm (%)	24.8 %
Giá hiện tại (14/04/2020)	VND 19,950
Vốn hóa (VNDtn/USDbn)	51.9/2.2

Dữ liệu giao dịch

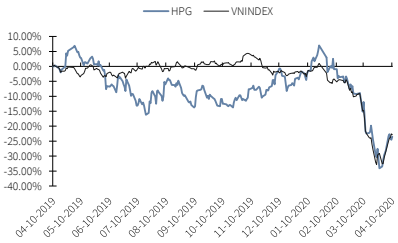
Số lượng cổ phiếu	2,761,074,115
Khối lượng giao dịch trung bình	7,896,542
Sở hữu nước ngoài (%)	36.55%

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
HPG	-13.2%	-22.3%	-12.6%	-23.5%
VNINDEX	-9.5%	-21.7%	-23.2%	-22.8%

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2016A	2017A	2018A	2019A
Doanh thu (VNDbn)	33,885	46,855	56,580	64,678
Lợi nhuận (VNDbn)	7,685	9,252	10,072	9,031
Lợi	6,602	8,007	8,573	7,527
EPS (VND)	2,393	2,903	3,115	2,745
EPS tăng trưởng (%)	88.5%	21.3%	7.3%	-11.9%
P/E (x)	7.86	6.48	6.04	6.85
P/B (x)	2.61	1.60	1.28	1.09
ROE (%)	45.7%	40.4%	26.5%	18.7%
Tỉ suất cổ tức (%)	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%



Nguồn: KBSV Research

Hưởng lợi từ đầu tư công 6 tháng cuối năm 2020

Các dự án đầu tư công sẽ được Chính phủ đẩy mạnh trong khoảng thời gian 6 tháng cuối năm 2020 giúp thúc đẩy tiêu thụ vật liệu xây dựng

Nhằm kích thích nền kinh tế sau khi bị ảnh hưởng nặng bởi dịch COVID 19, chúng tôi kỳ vọng, Chính phủ sẽ đẩy mạnh đầu tư công thông qua các dự án cơ sở hạ tầng trong khoảng thời gian 6 tháng cuối năm 2020. Vừa rồi Văn phòng Chính phủ ra thông báo sẽ đề xuất Bộ Chính trị, Quốc Hội cho phép chuyển đổi hình thức đầu tư 8 dự án PPP đường cao tốc Bắc – Nam phía đông và dự án đường cao tốc Mỹ Thuận – Cần Thơ từ hình thức đối tác công tư (PPP) sang đầu tư công. Đồng thời, sử dụng từ nguồn tăng thu và kinh phí còn lại của Ngân sách Trung ương 2019 cho các dự án đường cao tốc Mỹ Thuận – Cần Thơ và đường cất hạ cánh, đường lăn của 2 cảng hàng không quốc tế Nội Bài và Tân Sơn Nhất. Việc đẩy mạnh các dự án cơ sở hạ tầng sẽ thúc đẩy tiêu thụ vật liệu xây dựng, trong đó Hòa Phát sẽ nhiều khả năng được hưởng lợi.

Gia hạn thuế tự vệ với phôi thép và thép dài nhập khẩu đến tháng 03 năm 2023

Bộ Công thương vừa quyết định gia hạn áp dụng biện pháp tự vệ đối với các sản phẩm phôi thép và thép dài nhập khẩu vào Việt Nam, kéo dài đến 03/2023. Việt Nam sẽ áp dụng mức thuế 9.4% cho thép dài và 15.3% cho phôi thép nhập khẩu từ tháng 03/2020 cho đến 03/2021. Mức thuế của thép dài nhập khẩu và phôi thép, sẽ lần lượt giảm giảm 1.5% và 2.0% mỗi năm cho đến tháng 03/2023. Việc áp thuế tự vệ giúp ngăn chặn thép từ các nhà sản xuất nước ngoài, đặc biệt là Trung Quốc tràn về Việt Nam, gây thiệt hại cho các nhà sản xuất thép trong nước.

Giai đoạn 1, dự án Dung Quất Hòa Phát sẽ đi vào hoạt động chính thức trong năm 2020

Giai đoạn 1 dự án Dung Quất Hòa Phát sẽ chính thức đi vào hoạt động, giúp nâng tổng công suất sản xuất thép xây dựng của Hòa Phát lên 4 triệu tấn/năm. Với lợi thế cạnh tranh tuyệt đối về chi phí sản xuất thép khi sở hữu công nghệ thép lò cao, quy mô lớn, có cảng nước sâu…Hòa Phát sẽ dần dần lấy được thị phần của các nhà sản xuất thép khác. Dịch COVID 19 tác động tiêu cựu đến tất cả các doanh nghiệp thép, tuy nhiên, các doanh nghiệp nhỏ sẽ bị ảnh hưởng mạnh hơn do tiềm lực tài chính hạn chế, càng làm quá trình chiếm thị phần của Hòa Phát diễn ra nhanh hơn.

Chúng tôi hạ giá mục tiêu của HPG xuống mức 24,900 VND từ mức 29,800 VND phản ánh các khó khăn ngắn hạn của doanh nghiệp

Chúng tôi hạ giá mục tiêu của Hòa Phát về mức 24,900 VND từ mức 29,800, phản ánh các khó khăn trong ngắn hạn của doanh nghiệp trong ngắn hạn mà Hòa Phát đang phải đối mặt: tác động tiêu cực của dịch COVID – 19; giá thép đầu ra giảm trong khi giá nguyên vật liệu vẫn duy trì ở mức cao; giai đoạn 2 dự án Dung Quất nhiều khả năng bị chậm tiến độ do các chuyên gia nước ngoài không thể sang Việt Nam để hoàn tất các công đoạn lắp đặt thiết bị. Chúng tôi ước tính Lợi nhuận sau thuế của HPG cho năm 2020 giảm khoảng 27% so với các ước tính trước đây do giả định giảm giá thép tiêu thụ khoảng 500,000 VND/ tấn (-4%) và khối lượng tiêu thụ thép khoảng 400,000 tấn (-10%) so với các báo cáo trước.

Biểu đồ 1. Các ước tính thay đổi

(VNDbn)		Dự báo cũ			Dự báo mới			Thay đổi (%)		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
Doanh thu		79,243	92,443	102,043	69,693	87,693	98,043	-12.1	-5.1	-3.9
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh		10,410	12,289	14,966	7,594	9,480	11,452	-27.1	-22.9	-23.5
EBT		10,447	12,325	15,002	7,630	9,516	11,488	-27.0	-22.8	-23.4
Lợi nhuận sau thuế		8,880	10,477	12,752	6,486	8,089	9,765	-27.0	-22.8	-23.4
EPS (VND)		3,216	3,794	4,618	2,349	2,930	3,537	-27.0	-22.8	-23.4
YoY (%)	Doanh thu	24.4	16.7	10.4	9.4	25.8	11.8			
	Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	15.3	18.0	21.8	-15.9	24.8	20.8			
	EBT	14.8	18.0	21.7	-16.1	24.7	20.7			
	Lợi nhuận sau thuế	17.2	18.0	21.7	-14.4	24.7	20.7			
OPM (%)		13.1	13.3	14.7	10.9	10.8	11.7			
EBT margin (%)		13.2	13.3	14.7	10.9	10.9	11.7			
Net Profit margin		11.2	11.3	12.5	9.3	9.2	10.0			

Nguồn: KBSV Research

Báo cáo Kết quả HĐKD

(Tỷ VNĐ)	2016	2017	2018	2019
Doanh số thuần	33,283	46,162	55,836	63,658
Giá vốn hàng bán	-24,533	-35,536	-44,166	-52,473
Lãi gộp	8,751	10,626	11,671	11,185
Thu nhập tài chính	197	186	294	471
Chi phí tài chính	-368	-556	-772	-1,182
Trong đó: Chi phí lãi vay	-280	-480	-540	-937
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	-1	0	0	-1
Chi phí bán hàng	-490	-595	-677	-873
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-405	-409	-444	-569
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	7,685	9,252	10,072	9,031
Thu nhập khác	434	433	489	658
Chi phí khác	-417	-397	-490	-592
Thu nhập khác, ròng	17	36	-1	66
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	7,702	9,288	10,071	9,097
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-1,096	-1,274	-1,471	-1,518
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	6,606	8,015	8,601	7,578
Lợi ích của cổ đông thiểu số	4	8	28	51
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	6,602	8,007	8,573	7,527

Chỉ số hoạt động

	2016	2017	2018	2019
Tỷ suất lợi nhuận gộp	0.0%	20.4%	26.3%	23.0%
Tỷ suất EBITDA	0.0%	20.7%	28.6%	25.2%
Tỷ suất EBIT	0.0%	16.1%	23.6%	20.8%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	0.0%	14.5%	23.1%	20.1%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	0.0%	14.9%	23.1%	20.0%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	0.0%	12.8%	19.9%	17.4%

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VNĐ)	2016	2017	2018	2019
TÀI SẢN NGẮN HẠN	18,183	33,068	25,309	30,437
Tiền và tương đương tiền	4,559	4,265	2,516	4,545
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	694	9,937	3,725	1,374
Các khoản phải thu	2,395	6,555	3,210	3,561
Hàng tồn kho, ròng	10,247	11,749	14,115	19,412
TÀI SẢN DÀI HẠN	15,044	19,954	52,914	71,339
Phải thu dài hạn	18	22	22	28
Tài sản cố định	12,670	13,198	12,783	31,249
Giá trị ròng tài sản đầu tư	203	191	180	577
Tài sản dở dang dài hạn	1,155	5,469	38,107	37,435
Đầu tư dài hạn	79	17	67	46
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	33,227	53,022	78,223	101,776
NỢ PHẢI TRẢ	13,376	20,625	37,600	53,989
Nợ ngắn hạn	11,985	18,520	22,636	26,984
Phải trả người bán	3,734	4,226	8,707	7,507
Người mua trả tiền trước	1,036	824	361	409
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	5	3	10	27
Vay ngắn hạn	5,488	11,329	11,495	16,838
Nợ dài hạn	1,391	2,105	14,964	27,005
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	1,647	6,652
Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiên	0	0	0	3
Vay dài hạn	972	1,651	12,811	19,842
VỐN CHỦ SỞ HỮU	19,850	32,398	40,623	47,787
Vốn góp	8,429	15,171	21,239	27,611
Thặng dư vốn cổ phần	674	3,202	3,212	3,212
Lãi chưa phân phối	9,486	13,397	15,126	15,877
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	106	111	127	163

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Gián tiếp - Tỷ VNĐ	2016	2017	2018	2019
Lãi trước thuế	7,702	9,288	10,071	9,097
Khấu hao TSCĐ	1,674	2,005	2,260	2,593
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-143	-100	-113	-286
Chi phí lãi vay	280	480	540	937
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	9,422	11,657	12,741	12,359
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-486	-463	-1,423	-289
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-3,335	-2,202	-2,302	-5,132
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	2,294	-427	1,460	3,558
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	122	-57	-501	-8
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	6,819	6,058	7,642	7,715
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-3,417	-8,875	-27,594	-20,825
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	28	7	65	27
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-11	-13,644	-11,296	-4,468
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	272	4,462	17,443	6,832
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	-41	-116	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	1	18	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	0	165	947	370
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-3,128	-17,926	-20,533	-18,064
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	5,057	11	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	28,158	37,195	53,472	69,584
Tiền trả các khoản đi vay	-28,560	-30,675	-42,335	-57,194
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-1,102	-4	-6	-13
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-1,505	11,574	11,143	12,378
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	2,186	-294	-1,748	2,029
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	2,373	4,559	4,265	2,516
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	4,559	4,265	2,516	4,545

Chỉ số chính

	2016	2017	2018	2019
Chỉ số định giá				
P/E	2.4	3.6	4.8	6.9
P/E pha loãng	2.4	3.6	4.7	6.9
P/B	0.8	0.9	1.0	1.1
P/S	0.5	0.6	0.7	0.8
P/Tangible Book	0.8	0.9	1.0	1.1
P/Cash Flow	2.3	4.7	5.2	6.7
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	1.9	3.2	4.8	6.8
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	2.3	3.9	5.9	8.6
Hiệu quả quản lý				
ROE%	38.5%	30.7%	23.5%	17.0%
ROA%	22.5%	18.6%	13.1%	8.4%
ROIC%	29.9%	21.2%	16.3%	11.5%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.38	0.23	0.11	0.17
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.58	0.58	0.25	0.30
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.52	1.79	1.12	1.13
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.05	0.05	0.32	0.42
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.03	0.03	0.16	0.19
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.33	0.40	0.60	0.77
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.19	0.24	0.31	0.36
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.60	0.57	0.56	0.56
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.36	0.35	0.29	0.27
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.67	0.64	0.93	1.13
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.40	0.39	0.48	0.53
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	24.14	26.03	26.08	25.56
Hệ số quay vòng HTK	2.79	3.19	3.39	3.12
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	7.70	8.93	5.44	4.28

COMPANY REPORT

KB Securities VIETNAM

Thế giới di động (MWG)

Lựa chọn hàng đầu khi lực cầu quay trở lại

Chuyên viên Phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ
Đào Phúc Phương Dung
dungdpp@kbsec.com.vn

13/04/2020

Doanh thu tháng ba tăng trưởng dương mặc dù có lệnh đóng cửa toàn quốc

Doanh thu tháng 3 tăng lên ở mức khoảng 8,500 tỷ đồng và vẫn tăng trưởng hai chữ số với mức khoảng 13% YoY. MWG có khả năng tích hợp mạng lưới cửa hàng và nền tảng online, cho phép công ty vẫn duy trì được doanh thu khi nhiều người tiêu dùng mua hàng trực tuyến trong thời gian toàn quốc phong tỏa. MWG có dòng tiền kinh doanh lành mạnh để vượt qua đại dịch COVID-19 và đang đàm phán với chủ nhà để giảm hoặc miễn phí tiền thuê cho hầu hết các cửa hàng. Tổng số cửa hàng TGDĐ & ĐMX đóng cửa tạm thời chỉ ở mức 10% và các cửa hàng vẫn đang được sử dụng để phục vụ các đơn hàng online.

Nhiều người tiêu dùng chuyển sang mua sắm hiện đại trong cuộc khủng hoảng COVID-19

Việc đóng cửa các kênh bán lẻ truyền thống đang gây áp lực lên thị phần của các đối thủ cạnh tranh khi nhiều người tiêu dùng đón nhận việc mua sắm hiện đại trong đại dịch. MWG đang tận dụng tối đa sự thay đổi trong thói quen mua sắm hàng ngày này để sử dụng nền tảng trực tuyến của mình đáp ứng nhu cầu thay đổi của người dân. Các cửa hàng bán lẻ sử dụng quy trình đặt hàng trực tuyến để rút ngắn thời gian giao hàng cho chuỗi điện thoại và điện máy, trong khi các chuỗi Bách hóa XANH và Bách hoá XANH online đang thể hiện rõ khả năng trở thành nhà cung cấp thực phẩm tươi sống hàng đầu của Việt Nam.

Khuyến nghị MUA và định giá hiện tại thấp nhất kể từ 2016 đến nay

Cổ phiếu đang được giao dịch với mức P/E là 8x (bằng với năm 2016) và chúng tôi đề nghị MUA với giá mục tiêu là 109,000 đồng/cp. MWG là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong số các công ty bán lẻ và chúng tôi hi vọng công ty sẽ có lợi nhất khi nhu cầu tiêu dùng quay trở lại sau khi đại dịch COVID-19 được kiểm soát. Hơn nữa, kỳ vọng của chúng tôi về việc gia tăng thị phần cũng thúc đẩy cho giá cổ phiếu MWG trong quá trình phục hồi.

MUA duy trì

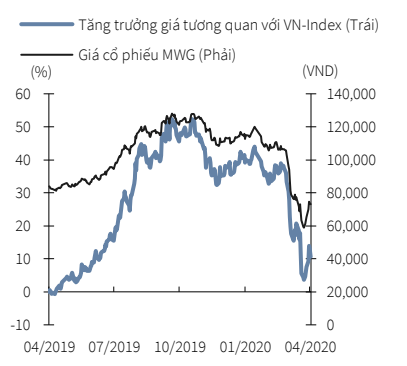
Giá mục tiêu	**VND 109,000**
Tăng/giảm (%)	51.8%
Giá hiện tại (10/04/2020)	VND 71,800
Vốn hóa TT (tỷ VNĐ/triệu USD)	32.5/1.4

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	89.8%
GTGD TB 3T (tỷ VNĐ/triệu USD)	103.3/4.4
Sở hữu nước ngoài (%)	0.0%
Cổ đông lớn	Công ty TNHH MTV Tư vấn đầu tư thế giới Bán lẻ (11.6%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-23.9%	-36.4%	-40.9%	-12.8%
Tương đối	13.7%	12.8%	14.6%	-8.4%



Nguồn: Fiinpro

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2016A	2017A	2018A	2019A
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	44,613	66,340	86,516	102,174
Lãi/(lỗ) từ HĐKD(tỷ VNĐ)	2,007	2,795	3,774	5,035
LNCĐ công ty mẹ (tỷ VNĐ)	1,577	2,206	2,879	3,834
EPS (VNĐ)	3,842	5,372	6,689	8,661
Tăng trưởng EPS (%)	40.3%	39.8%	24.5%	29.5%
P/E (x)	19.0	13.6	10.9	8.4
P/B (x)	7.8	5.2	3.6	2.7
ROE (%)	49.9%	45.3%	38.7%	36.3%
Tỷ suất cổ tức, phổ thông (%)	0.8%	1.5%	2.1%	na

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Lựa chọn hàng đầu khi lực cầu quay trở lại

Doanh thu tháng 3 vẫn ghi nhận mức tăng trưởng hai con số ở mức khoảng 10%

Doanh thu tháng 3 dự kiến ở mức 8,500 tỷ đồng và vẫn đạt mức tăng trưởng hai chữ số ở mức khoảng 10% YoY. Việc phong tỏa toàn quốc đã buộc đóng cửa khoảng 10% các địa điểm bán hàng điện thoại di động (TGDĐ) và điện máy (ĐMX) (chủ yếu ở Hà Nội) và các cửa hàng này vẫn đang được sử dụng để phục vụ các đơn đặt hàng trực tuyến. Hiện tại, dòng tiền hoạt động kinh doanh vẫn dồi dào và với lợi thế lớn về thị phần, MWG đang đàm phán với chủ nhà để cắt giảm tới 50% hoặc miễn phí tiền thuê trong thời gian đóng cửa hoặc chuyển cửa hàng đến các địa điểm có phí thuê hợp lý hơn.

Được trang bị mạng lưới phân phối bán lẻ hiện đại nhất Việt Nam để mở rộng thị phần

Nhu cầu mua hàng của người dân đã chuyển sang các nhu yếu phẩm cơ bản và các sản phẩm y tế trong bối cảnh thu nhập và nhu cầu tiêu dùng giảm mạnh. Chúng tôi tin rằng điều này tạo cho MWG với mạng lưới phân phối bán lẻ hiện đại và rộng khắp một cơ hội chưa từng có để mở rộng thị phần. Công ty cho biết sự gián đoạn đối với các kênh bán lẻ truyền thống đã gây khó khăn cho các đối thủ cạnh tranh để duy trì thị phần. MWG đã đặt mục tiêu thị phần năm 2020 cho điện thoại di động ở mức 50% và điện máy ở mức 45% nhưng chúng tôi tin rằng các nền tảng phân phối trực tuyến và mạng lưới cửa hàng lớn của MWG thực sự có thể giúp công ty vượt qua các mục tiêu này khi nhu cầu tiêu dùng trở lại sau đại dịch COVID- 19. Hơn nữa, chuỗi tạp hóa Bách hóa XANH (BHX) và Bách hóa XANH Online (BHX Online) đã thể hiện xuất sắc trong trong thời gian cách ly xã hội, và có thể trở thành nhà bán lẻ hàng đầu các nhu yếu phẩm cơ bản cho người tiêu dùng Việt Nam.

Kênh trực tuyến bùng nổ khi MWG tung ra mô hình "đi chợ thay cho khách hàng"

Mạng lưới bán lẻ hiện đại của MWG đã được minh chứng là tốt nhất tại Việt Nam trong cuộc khủng hoảng này bằng cách cung cấp cho khách hàng các lựa chọn thay thế an toàn và tiết kiệm thời gian so với các cửa hàng và chợ truyền thống. Ví dụ, MWG đã cải thiện năng suất và rút ngắn thời gian giao hàng của các đơn hàng tạp hóa bằng cách sử dụng ứng dụng nội bộ cho phép hàng ngàn nhân viên TGDĐ / ĐMX nhận đơn đặt hàng từ các cửa hàng BHX để giao hàng đến tận nhà của khách hàng. Hoạt động hiệu quả đã mang lại kết quả rõ ràng, công ty chỉ ra rằng lưu lượng khách hàng tại cửa hàng đã tăng 100% tại các cửa hàng BHX trong đại dịch COVID-19. Trong tháng 3 số lượng hoá đơn đạt 17 triệu, tăng 40% so với 12 triệu trong tháng 2. Tổng hợp lại, doanh thu sơ bộ tháng 3 cho các cửa hàng BHX ước tính khoảng 1,800 tỷ đồng (tăng 145% YoY) và chúng tôi đánh giá thành công này là nhờ vào số lượng cửa hàng lớn của MWG và công ty đã tận dụng toàn bộ nền tảng phân phối trực tuyến.

Cổ phiếu ở mức định giá thấp nhất kể từ năm 2016, giá cổ phiếu giảm gần 50%

Giá cổ phiếu của MWG đã giảm gần 50% trong năm nay, với mức định giá P/E giảm xuống còn 8x và ở mức chưa từng thấy kể từ năm 2016. Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu là 109,000 đồng/cp và đây là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong số các công ty bán lẻ trong giai đoạn phục hồi mạnh mẽ khi nhu cầu tiêu dùng quay trở lại. Hơn nữa, chúng tôi hy vọng việc gia tăng thị phần sẽ thúc đẩy giá cổ phiếu. MWG đang kiểm soát chi phí chặt chẽ, sẵn sàng nguồn lực để triển khai các chương trình khuyến mãi để thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng. Rủi ro bao gồm nhu cầu tiêu dùng phục hồi chậm hơn dự kiến sau đại dịch COVID-19 do người dân đã tích trữ hàng hóa nhiều trong đại dịch. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng MWG ít chịu ảnh hưởng từ rủi ro này khi có hơn 50% mặt hàng là thực phẩm tươi sống so với các công ty tiêu dùng khác tập trung vào các mặt hàng tiêu dùng (như mì ăn liền, đồ uống, gạo, các sản phẩm vệ sinh).

Báo cáo Kết quả HĐKD

(Tỷ VNĐ) (Báo cáo chuẩn)	2016A VN GAAP	2017A VN GAAP	2018A VN GAAP	2019A VN GAAP
Doanh số thuần	44,613,333	66,339,804	86,516,287	102,174,244
Giá vố hàng bán	37,399,226	55,198,025	71,224,159	82,686,445
Lãi gộp	7,214,106	11,141,779	15,292,128	19,487,799
Thu nhập tài chính	135,328	250,510	342,084	631,178
Chi phí tài chính	120,086	234,287	436,573	569,755
Trong đó: Chi phí lãi vay	119,646	233,202	436,417	568,137
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	(2,101)	(3,473)
Chi phí bán hàng	4,287,696	7,017,061	9,659,741	12,437,283
Chi phí quản lý doanh nghiệp	934,777	1,345,497	1,761,614	2,073,783
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	2,006,875	2,795,444	3,774,182	5,034,683
Thu nhập khác	31,130	17,685	33,233	41,557
Chi phí khác	32,091	3,816	21,097	22,793
Thu nhập khác, ròng	(961)	13,868	12,136	18,764
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	2,005,914	2,809,312	3,786,319	5,053,447
Chi phí thuế thu nhập doanh nghi	427,663	602,415	906,010	1,217,207
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,578,251	2,206,897	2,880,309	3,836,240
Lợi ích của cổ đông thiểu số	878	1,217	1,585	1,971
Lợi nhuận của cổ đông của công ty m	1,577,372	2,205,680	2,878,724	3,834,270

Chỉ số hoạt động

(%)	2016A	2017A	2018A	2019A
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16.2%	16.8%	17.7%	19.1%
Tỷ suất EBITDA	5.5%	5.4%	6.0%	6.4%
Tỷ suất EBIT	4.5%	4.2%	4.5%	4.9%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế %	4.5%	4.2%	4.4%	4.9%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	4.5%	4.2%	4.4%	4.9%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	3.5%	3.3%	3.3%	3.8%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VNĐ)	2016A	2017A	2018A	2019A
Lãi trước thuế	2,005,914	2,809,312	3,786,319	5,053,447
Khấu hao TSCĐ	465,066	815,683	1,348,952	1,533,323
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	(89)	(34,425)	(84,964)	(341,222)
Chi phí lãi vay	119,646	233,202	436,417	568,137
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu	2,590,537	3,823,772	5,486,723	6,813,685
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	(989,518)	(1,322,949)	1,246,647	(675,980)
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	(4,503,949)	(2,796,298)	(4,672,944)	(8,374,797)
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	3,124,565	3,970,337	1,331,043	2,823,942
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	(164,867)	(96,806)	126,753	(227,805)
Chứng khoán kinh doanh, chi phí l	(643,249)	(914,392)	(1,257,087)	(1,645,126)
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt đ	(586,482)	2,663,664	2,261,135	(1,286,081)
Tiền mua tài sản cố định và các tài s	(1,278,789)	(2,065,070)	(1,495,932)	(3,066,921)
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố	952	180	1,340	1,291
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	0	(210,280)	(85,922)	(8,997,470)
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ pha	0	125,580	0	5,911,392
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	(828,166)	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu	0	0	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	1,799	29,375	64,287	278,946
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động	(1,276,038)	(2,120,215)	(2,344,394)	(5,872,762)
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và	0	92,226	703,840	90,455
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ ph	(315)	0	(730)	(4,850)
Tiền thu được các khoản đi vay	19,961,551	29,465,789	31,893,805	45,905,952
Tiền trả các khoản đi vay	(17,225,505)	(27,456,000)	(31,690,849)	(38,801,962)
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tà	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	(220,130)	(231,719)	(485,862)	(665,093)
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài c	2,515,600	1,870,537	421,719	6,524,502
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	653,081	2,413,986	338,460	(634,341)
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	343,873	996,983	3,410,983	3,749,550
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	996,983	3,410,983	3,749,550	3,115,237

Nguồn: MWG, KB Securities Vietnam

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VNĐ) (Báo cáo chuẩn)	2016A VN GAAP	2017A VN GAAP	2018A VN GAAP	2019A VN GAAP
Tổng Cộng Tài Sản	14,854,263	22,822,664	28,122,531	41,708,096
Tài Sản Ngắn Hạn	12,288,142	18,862,861	23,371,995	35,011,897
Tiền và tương đương tiền	996,983	3,410,983	3,749,550	3,115,237
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	0	0	50,922	3,137,000
Các khoản phải thu	1,676,963	1,969,938	1,755,943	2,751,963
Hàng tồn kho, ròng	9,370,732	12,050,163	17,446,005	25,745,428
Tài Sản Dài Hạn	2,566,121	3,959,803	4,750,537	6,696,199
Phải thu dài hạn	386,772	460,688	548,092	657,392
Tài sản cố định	2,096,423	3,463,658	3,333,148	5,403,777
Tài sản dở dang dài hạn	80,421	35,457	256,832	87,430
Đầu tư dài hạn	0	0	59,938	56,464
Lợi thế thương mại	2,505	0	552,527	491,135
Nợ Phải Trả	11,012,906	16,913,748	19,139,496	29,564,503
Nợ ngắn hạn	11,012,906	15,713,815	17,929,433	28,442,367
Phải trả người bán	6,162,197	10,037,059	11,993,368	15,258,103
Người mua trả tiền trước	20,044	22,475	38,062	81,528
Vay ngắn hạn	4,788,992	5,603,506	5,836,455	13,031,016
Nợ dài hạn	0	1,199,933	1,210,063	1,122,137
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	1,896	0
Doanh thu chưa thực hiên	0	0	0	0
Vay dài hạn	0	1,199,933	1,208,167	1,122,137
Vốn chủ sở hữu	3,841,358	5,908,916	8,983,035	12,143,592
Vốn góp	1,539,509	3,169,884	4,434,962	4,435,462
Thặng dư vốn cổ phần	36,718	36,718	551,452	555,207
Lãi chưa phân phối	2,261,763	2,698,573	3,989,604	7,149,694
Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ kh	1,130	1,130	1,130	1,130
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2,316	2,776	6,249	7,786

Chỉ số chính

(x, %, VNĐ)	2016A	2017A	2018A	2019A
Chỉ số định giá				
P/E	19.0	14.0	10.9	8.4
P/E pha loãng	19.0	14.0	10.9	8.4
P/B	7.8	5.2	3.6	2.7
P/S	0.7	0.5	0.4	0.3
P/tangible book	7.8	5.2	3.8	2.8
P/cash flow	(51.1)	11.6	13.9	(25.1)
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	14.8	10.0	6.9	6.7
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	18.2	12.9	9.2	8.7
Hiệ quả quản lý				
ROE	49.9%	45.3%	38.7%	36.3%
ROA	14.3%	11.7%	11.3%	11.0%
ROIC	26.5%	25.8%	27.3%	21.3%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	9.1%	21.7%	20.9%	11.0%
Tỷ suất thanh toán nhanh	9.1%	21.7%	21.2%	22.0%
Tỷ suất thanh toán hiện thời	111.6%	120.0%	130.4%	123.1%
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.0%	20.3%	13.5%	9.2%
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.0%	5.3%	4.3%	2.7%
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	124.7%	115.2%	78.5%	116.6%
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	32.2%	29.8%	25.0%	33.9%
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	286.9%	266.1%	199.7%	234.4%
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	74.1%	68.9%	63.8%	68.2%
Tổng công nợ/Vốn CSH	286.9%	286.4%	213.2%	243.6%
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	74.1%	74.1%	68.1%	70.9%
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hà	4.0	3.5	3.4	2.9
Hệ số quay vòng HTK	5.2	5.2	4.8	3.8
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung	11.2	9.2	9.1	8.1

COMPANY REPORT

KB Securities VIETNAM

Ngân hàng Á Châu (ACB)

Khả năng phục hồi vượt trội

14/04/2020

Chuyên viên Phân tích Ngân hàng Tài chính
Nguyễn Thị Thu Huyền
huyenntt@kbsec.com.vn

Bảng cân đối đủ khả năng để chống chọi lại các ảnh hưởng của dịch COVID-19

Ngân hàng ACB sở hữu một trong những bảng cân đối kế toán lành mạnh nhất hệ thống với: 1) tỷ lệ nợ xấu thấp nhất trong ngành, 0,54% trong năm 2019; 2) thanh khoản dồi dào khi tỷ lệ cho vay trên tiền gửi (LDR) ở mức thấp, 77% trong năm 2019 so với mức trần 85% theo Thông tư 22; và 3) tỷ lệ an toàn vốn là 10,9% đáp ứng yêu cầu của Basel II.

Thế mạnh bán lẻ là nền tảng để thực hiện được các kế hoạch đề ra trong năm 2020

Thế mạnh trong mảng bán lẻ sẽ trở thành một trong động lực mạnh mẽ nhất mang lại thu nhập 2020. ACB tự hào có một cơ sở khách hàng bán lẻ vững vàng và đang từng bước củng cố để đẩy mạnh tăng tín dụng và lợi nhuận trước thuế thêm 15% trong năm 2020. Việc kí kết hợp đồng độc quyền bancassurance dự tính trong 2H20 mang lại lợi ích cho danh mục sản phẩm của ACB, từ đó tăng cơ hội bán chéo sản phẩm cho khách hàng hiện hữu.

Dịch viêm phổi cấp COVID-19 ít có khả năng làm giảm chất lượng tín dụng của ngân hàng, làm tăng tính hấp dẫn của cổ phiếu ACB khi đang giao dịch ở giá trị sổ sách 1,2 lần 2019

Chúng tôi cho rằng đại dịch COVID-19 không dẫn tới sự suy giảm nghiêm trọng chu kỳ tín dụng của toàn ngành ngân hàng nhờ những biện pháp bảo hộ kịp thời của Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước. Với ít nguy cơ bị ảnh hưởng nhờ vào chất lượng tài sản lành mạnh và đệm vốn tốt, chúng tôi tin rằng ACB là một cổ phiếu hấp dẫn với mức giao dịch 1,2 lần giá trị sổ sách 2019 và khuyến nghị Mua và giá mục tiêu là 27.000 đồng.

Mua duy trì

Giá mục tiêu	VND27,000
Tăng/Giảm (%)	35%
Giá hiện tại (13/04/2020)	VND20,000
Giá mục tiêu thị trường	VND31,100
Vốn hóa (nghìn tỷ VNĐ/tỷ USD)	33.3/1.41

Dữ liệu giao dịch

Tỉ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	77.1%
KLGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	113.7/4.9
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	30%
Cổ đông lớn:	Dragon Financials (6.92%)

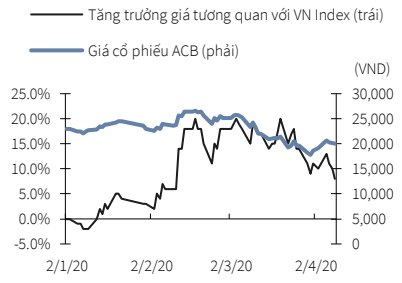
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
ACB	-14.2%	-10.7%	-15.6%	-14.8%
VN Index	-9.8%	-20.8%	-23.0%	-23.1%

Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020E
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	8,458	10,363	12,112	13,785
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VNĐ)	5,222	7,321	7,790	9,164
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VNĐ)	2,089	5,124	5,918	7,064
EPS (VNĐ)	2,013	3,987	3,554	4,091
Tăng trưởng EPS (%)	42%	98%	-11%	15%
PER (x)	9.9	5.0	5.6	6.6
Giá trị sổ sách/Cổ phiếu (BVPS)	15,604	16,311	16,699	17,294
PBR (x)	1.3	1.2	1.2	1.6
ROE (%)	14%	28%	25%	25%
Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)	--	--	--	--

Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Khả năng phục hồi vượt trội

Chất lượng tài sản được hỗ trợ bởi nợ xấu thấp, thanh khoản bảng cân đối tốt và an toàn vốn theo tiêu chuẩn Basel II

Ngân hàng ACB có khả năng ít bị ảnh hưởng trong trường hợp chu kỳ tín dụng đi xuống nhờ có chất lượng tài sản tốt: 1) tỷ lệ nợ xấu thấp nhất trong ngành là 0,54% trong năm 2019 và xử lý hết nợ xấu tại VAMC; 2) thanh khoản dồi dào, với tỷ lệ cho vay trên tiền gửi là 77% so với mức tối đa quy định 85% (theo thông tư 22 có hiệu lực vào năm 2020) và 99% trái phiếu nắm giữ là chứng khoán chính phủ; và 3) mức độ an toàn vốn đạt tiêu chuẩn Basel II ở mức 10,91% (là một trong 18 ngân hàng đã đáp ứng các yêu cầu của Basel II).

Nhiều khả năng sẽ hoàn thành các mục tiêu đã đề ra trong năm 2020 khi ACB tiếp tục xây dựng thế mạnh của mình trong hoạt động ngân hàng bán lẻ

Ngân hàng tập trung vào sức mạnh truyền thống của mình trong mảng bán lẻ nhằm mở rộng thị phần thông qua xây dựng nền tảng ngân hàng số và duy trì danh mục cho vay đa dạng thay vì nhảy vào các tài sản rủi ro hơn để thúc đẩy tăng trưởng. Mục tiêu của Ban lãnh đạo trong năm 2020 là đạt mứctăng trưởng 15% cho cả thu nhập từ tín dụng và trước thuế, cũng như duy trì cổ tức bằng tiền mặt và cổ phiếu ở mức 2.500 - 3.000 đồng / cổ phiếu (cổ tức bằng tiền mặt và cổ phiếu đạt 3.000 đồng / cổ phiếu cho thu nhập 2019). Ngân hàng hy vọng sẽ đạt được điều này bằng cách mở rộng cơ sở khách hàng của mình bởi một triệu khách hàng (95% cá nhân và 5% doanh nghiệp), trong khi vẫn duy trì tỷ lệ giữ chân khách hàng ở mức 70% -80%. Với sức mạnh của chất lượng tài sản của ACB, chúng tôi tin rằng ngân hàng đang nắm cơ hội tốt để thực hiện các mục tiêu năm 2020E (trừ khi thay đổi định hướng và giảm chi trả cổ tức do đại dịch COVID-19).

Hợp đồng độc quyền bancassurance và dịch vụ thẻ tạo điều kiện để ACB thu hẹp khoảng cách về thu nhập phí so với các ngân hàng trong hệ thống

Điểm yếu chính của ngân hàng ACB là thu nhập từ phí còn chưa đáng kể do thiếu đối tác độc quyền cho bảo hiểm nhân thọ và dịch vụ thẻ còn hạn chế. Do đó, chúng tôi hy vọng khoảng cách này sẽ được thu hẹp trong những năm tới, thông qua:
1) bancassurance: ACB trở thành ngân hàng đầu tiên triển khai bán bảo hiểm nhân thọ trực tuyến nhưng hiện chỉ bán sản phẩm cho Bảo hiểm FWD trong một thỏa thuận không độc quyền được thực hiện vào cuối năm 2019. Ban lãnh đạo cho biết khả năng cao họ sẽ ký hợp đồng phân phối độc quyền với một công ty bảo hiểm quốc tế vào nửa sau năm 2020, từ đó đem lại khoản phí trả trước (unfront fee) và tăng thu nhập ngoài lãi chung. Ngân hàng ước tính rằng bancassurance sẽ tạo ra 900 tỷ đồng doanh thu về phí (tương đương với mức tăng 50% YoY) trong năm 2020
2) dịch vụ thẻ: Vào cuối năm 2019, thị phần thẻ của ACB mới chỉ đạt 4,5% vào, ngân hàng kế hoạch sẽ tập trung lại vào ngành nghề kinh doanh này trong những năm tới thông qua tăng bán chéo cho khách hàng cơ sở của các cá nhân và các công ty vừa và nhỏ trong tập khách hàng hiện hữu của mình

Thu nhập 2020 có thể là bị ảnh hưởng do COVID-19 nhưng cổ phiếu ACB vẫn hấp dẫn với giá giao dịch ở mức 1,2 lần 2019

Diễn biến khó lường của dịch COVID-19 ảnh hưởng đến thu nhập năm 2020E cho toàn ngành ngân hàng, bên cạnh đó các ngân hàng sẽ đóng vai trò trung tâm trong mọi kế hoạch kích thích nền kinh tế nào của Chính phủ. Điều quan trọng, chúng tôi kì vọng đại dịch COVID-19 sẽ không gây ra bất kỳ sự suy giảm nghiêm trọng nào trong chu kỳ tín dụng nhờ vào các biện pháp bảo hộ của Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước. Hiện tại với chất lượng tài sản lành mạnh, cổ phiếu ACB đang giao dịch với giá trị sổ sách hấp dẫn 1,2 lần 2019 và chúng tôi khuyến nghị Mua với cổ phiếu ACB với Giá mục tiêu 27.000 đồng (P/B là 1.6x 2019)

Báo cáo Kết quả HĐKD

(Tỷ VNĐ)	2016	2017	2018	2019	2020F
Thu nhập lãi thuần	6,892	8,458	10,363	12,112	13,785
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tương tự	16,448	20,320	24,015	28,318	31,728
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	(9,556)	(11,862)	(13,652)	(16,205)	(17,943)
Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động dịch vụ	944	1,188	1,498	1,896	2,136
Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động khác	(274)	1,793	2,173	2,089	2,487
Tổng thu nhập hoạt động	7,563	11,439	14,033	16,097	18,408
Chi phí hoạt động	(4,678)	(6,217)	(6,712)	(8,308)	(9,244)
LN thuần trước CF DPRRTD	2,885	5,222	7,321	7,790	9,164
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(1,218)	(2,565)	(932)	(274)	(235)
Tổng thu nhập hoạt động	1,667	2,656	6,389	7,516	8,929
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Tổng lợi nhuận trước thuế	1,667	2,656	6,389	7,516	8,929
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(342)	(538)	(1,252)	(1,506)	(1,786)
LNST	1,325	2,118	5,137	6,010	7,143
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST ngân hàng mẹ	1,308	2,089	5,124	5,918	7,064

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VNĐ)	2016	2017	2018	2019	2020F
Cho vay khách hàng	163,401	198,513	230,527	268,701	309,006
Chứng khoán khả mại	46,998	54,399	55,176	59,569	67,437
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý (trừ dự trữ bắt buộc)	3,541	4,852	6,129	6,438	7,393
Tài sản có sinh lời	213,941	257,764	291,832	334,707	383,835
Tài sản cố định và tài sản khác	10,981	10,580	10,124	13,128	13,597
Tổng tài sản	233,681	284,316	329,333	383,514	415,507
Tiền gửi của khách hàng	207,051	241,393	269,999	308,129	339,153
Các khoản vay và huy động phái sinh, giấy tờ có giá	8,850	22,225	29,047	40,079	37,684
Các khoản nợ chịu lãi	215,901	263,618	299,046	348,209	376,836
Các khoản nợ khác	3,594	4,531	6,035	7,384	8,298
Tổng nợ phải trả	219,618	268,285	308,315	355,749	385,314
Vốn điều lệ	9,377	10,273	12,886	16,627	17,459
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	272	272
Lợi nhuận chưa phân phối	2,761	3,510	5,105	6,370	7,757
Các khoản điều chỉnh vốn	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	14,063	16,031	21,018	27,765	30,193

Chỉ số tài chính

(%)	2016	2017	2018	2019	2020F
Khả năng sinh lời					
ROE	9.9%	14.1%	27.7%	24.6%	24.6%
ROA	0.6%	0.8%	1.7%	1.7%	1.8%
RORWA	N/A	N/A	N/A	2.1%	2.3%
ROE trước dự phòng	21.5%	34.7%	39.5%	31.9%	31.6%
ROA trước dự phòng	1.3%	2.0%	2.4%	2.2%	2.3%
RORWA trước dự phòng	N/A	N/A	N/A	2.7%	3.0%
Biên lãi ròng (NIM)	3.2%	3.3%	3.6%	3.6%	3.6%
Hiệu quả hoạt động					
LDR (Thông tư 22)	75.7%	75.3%	77.1%	77.2%	82.0%
CIR	61.9%	54.4%	47.8%	51.6%	50.2%
Tốc độ tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng tài sản	16.0%	21.7%	15.8%	16.5%	8.3%
Tăng trưởng tín dụng	20.7%	21.5%	16.1%	16.6%	15.0%
Tăng trưởng LN thuần trước DPRRTD	31.2%	81.0%	40.2%	6.4%	17.6%
Tăng trưởng LNST ngân hàng mẹ	29.2%	59.7%	145.3%	15.5%	19.4%
Tăng trưởng EPS	35.5%	42.5%	98.1%	-10.9%	15.1%
Tăng trưởng BVPS	9.7%	4.0%	4.5%	2.4%	3.6%

Định giá

(VNĐ, X, %)	2016	2017	2018	2019	2020F
Chỉ số về giá					
EPS cơ bản	1,413	2,013	3,987	3,554	4,091
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	14,997	15,604	16,311	16,699	17,294
Giá trị sổ sách hữu hình/CP (Tangible BVPS)	14,451	15,086	15,851	16,068	16,637
Tỉ lệ cổ tức/CP phổ thông	-	-	-	-	-
Chỉ số định giá					
PER	14.2	9.9	5.0	5.6	6.6
PBR	1.3	1.3	1.2	1.2	1.6
PBR hữu hình					
Tỉ lệ cổ tức	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROE	9.9%	14.1%	27.7%	24.6%	24.6%
An toàn vốn					
Chỉ số BIS	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Chất lượng tài sản					
NPL (nợ xấu nhóm 3-5)	0.9%	0.7%	0.7%	0.5%	0.6%
Độ bao phủ nợ xấu (nợ xấu nhóm 3-5)	85.7%	184.6%	55.7%	18.9%	13.1%
NPL (nợ cần chú ý)	2.1%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%
Độ bao phủ nợ xấu (nợ cần chú ý)	35.4%	139.5%	45.3%	13.2%	8.3%

Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

COMPANY REPORT

KB Securities VIETNAM

DVKT Dầu Khí VN (PVS)

Hoạt động M&C và lợi nhuận đột biến là động lực tăng trưởng chính

Chuyên viên Phân tích Dầu Khí & Hóa chất
Nguyễn Vinh
vinhn@kbsec.com.vn

10/04/2020

Hoạt động xây lắp M&C là động lực tăng trưởng chính

Doanh thu backlog M&C đạt 3 tỷ USD, trong đó doanh thu từ các dự án lớn như Cá Voi Xanh và Lô B đạt lần lượt 800 triệu và 1.07 tỷ USD và trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận chính cho CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS). Trong năm 2020, ban lãnh đạo công ty kỳ vọng ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu đạt 400 triệu USD dựa trên doanh thu từ dự án Nam Du U Minh (260 tỷ USD) và Cảng LNG Thị Vải (100 triệu USD). Tuy nhiên, do mức cạnh tranh cao và xu hướng giảm giá dầu Brent, KBSV cho rằng biên lợi nhuận gộp sẽ không cao và chỉ đạt mức 4.7% trong năm nay. Các mảng hoạt động khác như Tàu kĩ thuật OSV, Căn cứ cảng, O&M cũng được hưởng lợi từ doanh thu backlog từ hoạt động xây lắp M&C cao.

Lợi nhuận đột biến từ Hợp đồng FPSO Lam Sơn dự kiến sẽ bù đắp phần nào cho lợi nhuận của PVS khi giá dầu giảm

PVS kỳ vọng ghi nhận lợi nhuận đột biến trong năm 2020 nhờ Hợp đồng dài hạn chính thức FPSO Lam Sơn đã ký với Tập đoàn Dầu khí Việt Nam. Cụ thể, PVS đã buộc phải áp dụng mức giá tạm thuê thấp hơn so với mức giá đã thỏa thuận do chủ thầu Lam Sơn JOC dừng Hợp đồng tại mỏ Thăng Long – Đông Đô hồi tháng 06/2017. Do đó, Hợp đồng này khả năng sẽ tạo điều kiện cho PVS hồi tố lại phần chênh lệch với giá thuê ban đầu (tăng 20%) từ tháng 07/2017.

Mức giao dịch hiện tại chỉ đạt 6.2x ước tính đồng thuận năm 2020, trong khi P/E trung bình theo tuần 5 năm đạt 7.8x

Hiện PVS chỉ đang giao dịch ở mức P/E 6.2x ước tính đồng thuận năm 2020, trong khi P/E trung bình theo tuần trong 5 năm gần đây là 7.8x, tương đương VND15,500/CP. Điều này cho thấy PVS đang bị định giá thấp. Giá mục tiêu của PVS trên Bloomberg đang ở mức VND18,700. Rủi ro: Giá dầu hòa vốn trong khu vực đang ở mức thấp (45-55 USD/thùng), và có nguy cơ khiến các hợp đồng khai thác mỏ của PVS bị trì hoãn hoặc hủy bỏ.

Không đánh giá

Giá mục tiêu

Tăng/giảm (%)	52.0%
Giá hiện tại (Apr 09)	VND 12,300
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 18,700
Vốn hóa (VNĐ bn/USD mn)	5.7/0.2

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tựdo chuyển nhượng (%)	48.5%
GTGD3T (VNĐ bn/ USD mn)	45.1/1.9
Sở hữu nước ngoài (%)	33.7%
Cơ cấu đông	VPN (51.38%)

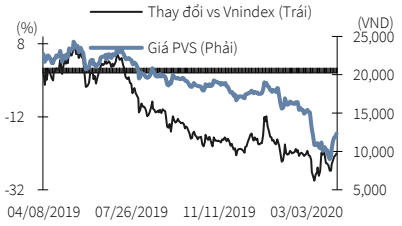
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
VPS	-7	-18.9	-20.7	-5.7
VN Index	-5.2	-10.4	-15.6	-5.6

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2016A	2017A	2018A	2019A
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	18,682	16,921	14,638	17,233
Lãi/(lỗ) từ HĐKD(tỷ VNĐ)	964	958	1,535	842
LNCĐ công ty mẹ (tỷ VNĐ)	1,039	1,007	1,047	731
EPS (VNĐ)	1,983	1,792	2,028	1,356
Tăng trưởng EPS (%)	-27.2%	-9.7%	13.2%	-33.1%
P/E (x)	6.2	6.9	6.1	9.1
P/B (x)	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE (%)	9.2%	8.3%	8.2%	6.2%
Tỷ suất cổ tức, phổ thông (%)	7.6%	3.8%	6.5%	NA

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg

Mảng M&C & lợi nhuận đột biến là động lực tăng trưởng chính

Mảng xây lắp M&C là động lực tăng trưởng lợi nhuận năm 2020

Doanh thu M&C dự đạt 8,620 tỷ VND (+57,2% YoY) với 2 dự án chính: Sao Vàng – Đại Nguyệt và Gallaf (Al Shaheen). Tuy nhiên, sự cạnh tranh từ các nhà thầu quốc tế và nhu cầu khai thác thượng nguồn thấp ở Đông Nam Á dẫn tới biên lợi nhuận thấp, chỉ ở mức 2.06%. Ban lãnh đạo kỳ vọng mảng M&C 2020 có thể ghi nhận 400 triệu USD (21.6%) từ các dự án như Nam Du U Minh (260 triệu USD) và Cảng LNG Thị Vải (100 triệu USD). Dù vậy, giá dầu trung bình thấp 56 USD/thùng sẽ khiến biên lợi nhuận gộp thấp (4.7%). Doanh thu M&C backlog dự đạt 3 tỷ USD, bao gồm dự án Cá Voi Xanh (800 triệu USD) và Lô B (1.07 tỷ USD) (Việt Nam đang triển khai những dự án khí nhằm đáp ứng nhu cầu điện gia tăng). Các mảng kinh doanh khác của PVS như Tàu kĩ thuật dịch vụ OSV, Căn cứ cảng, Hoạt động O&M cũng sẽ được hưởng lợi từ những dự án trên.

Lợi nhuận bất thường từ FPSO Lam Sơn

Ban lãnh đạo kì vọng ghi nhận lợi nhuận bất thường liên quan đến việc Lam Sơn JOC dừng hợp đồng FPSO tại mỏ Thăng Long – Đông Đô (TL-ĐĐ) vào 6/2017. Sau khi FPSO Lam Sơn dừng hoạt động do giá dầu thấp và chi phí hoạt động cao, Tập đoàn dầu khí Petro Vietnam tiếp nhận lại mỏ TL-ĐĐ và tạm thuê FPSO Lam Sơn với giá thue là 50,600 USD/ngày (thấp hơn nhiều so với giá ban đầu). Vào 17/3/2020, PVS thay thế hợp động tạm với hợp đồng chính thức tại FPSO Lam Sơn với thời hạn 4 năm có hiệu lực vào 7/2017. Công ty được kì vọng sẽ hoàn nhập chênh lệch giữa giá thuê tạm và giá chính thức (tăng khoảng 20%) và ghi nhận 221 tỷ VND, tương đương 464 VND/CP.

Định giá thấp (P/E ước tính đồng thuần giao dịch tại P/E 6.1x so với trung bình P/E 7.8x)

Hiện PVS đang giao dịch tại P/E kì vọng 2020 là 6.2x. Lợi nhuận ước tính đồng thuận 2020 là 1.055 nghìn tỷ (tương đương EPS là 1,986 VND), đã phản ánh lợi nhuận bất thường và điều chỉnh giảm lợi nhuận do giá dầu thấp. P/E trung bình theo tuần 5 năm của PVS là 7.8x, ngụ ý rằng giá mục tiêu 2020 sẽ là 15,500 VND. Giá mục tiêu kì vọng từ thị trường của Bloomberg là VND18,700. Rủi ro: giá dầu hòa vốn của các mỏ ở Đông Nam Á giao động từ 45-55 USD/thùng và giá dầu thấp sẽ dẫn đến trì hoãn hoặc hủy bỏ các hợp đồng khai thác.

Báo cáo Kết quả HĐKD

(Tỷ VNĐ) (Báo cáo chuẩn)	2016A VN GAAP	2017A VN GAAP	2018A VN GAAP	2019A VN GAAP
Doanh số thuần	18,682,081	16,920,712	14,638,124	17,232,812
Giá vốn hàng bán	17,899,328	15,840,839	13,519,382	16,239,300
Lãi gộp	782,753	1,079,873	1,118,742	993,512
Thu nhập tài chính	0	294,746	505,848	323,252
Chi phí tài chính	0	84,487	66,171	67,399
Trong đó: Chi phí lãi vay	0	37,946	26,802	33,778
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	461,167	722,592	435,681
Chi phí bán hàng	91,960	85,233	101,506	107,511
Chi phí quản lý doanh nghiệp	540,231	708,004	644,551	735,191
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	964,394	958,064	1,534,954	842,344
Thu nhập khác	304,152	5,274,476	88,610	396,472
Chi phí khác	12,410	4,932,827	647,231	290,516
Thu nhập khác, ròng	291,742	341,648	(558,620)	105,956
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,256,136	1,299,713	976,334	948,300
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	346,392	265,877	403,217	267,568
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	909,744	1,033,836	573,117	680,731
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(128,999)	26,938	(474,170)	(49,936)
Lợi nhuận của cổ đông của công ty mẹ	1,038,743	1,006,897	1,047,286	730,667

Chỉ số hoạt động

(%)	2016A	2017A	2018A	2019A
Tỷ suất lợi nhuận gộp	4.2%	6.4%	7.6%	5.8%
Tỷ suất EBITDA	9.8%	9.5%	11.9%	7.4%
Tỷ suất EBIT	5.2%	4.4%	7.5%	3.4%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế %	6.7%	7.7%	6.7%	5.5%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	5.2%	5.7%	10.5%	4.9%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	5.6%	6.0%	7.2%	4.2%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VNĐ)	2016A	2017A	2018A	2019A
Lãi trước thuế	1,256,136	1,299,713	976,334	948,300
Khấu hao TSCĐ	858,373	855,436	652,766	680,367
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	(858,135)	(725,172)	(998,438)	(693,627)
Chi phí lãi vay	74,450	43,939	651,590	33,778
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	1,330,823	473,915	1,282,252	974,596
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	(609,824)	290,533	(951,711)	593,272
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	(455,860)	1,497,617	(30,055)	(560,223)
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	56,367	(1,393,495)	227,953	1,350,284
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	47,561	(225)	43,384	2,583
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	(445,354)	(883,478)	(380,238)	(554,843)
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	(76,287)	984,867	191,585	1,805,668
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	(447,571)	(435,787)	(354,534)	(870,967)
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	1,037	8,964	2,235	4,995
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	(1,245,394)	(1,782,128)	(690,838)	(1,925,557)
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	918,029	1,191,388	1,348,310	1,099,591
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	5,000	0	855,133	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	217,921	559,596	770,079	462,833
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	(550,977)	(457,966)	1,075,253	(1,229,104)
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	0	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	59,165	62,710	33,818	553,762
Tiền trả các khoản đi vay	(735,068)	(429,712)	(289,859)	(109,940)
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	(808,800)	(284,048)	(508,775)	(371,384)
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	(1,484,703)	(651,050)	(764,815)	72,439
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(2,111,967)	(124,149)	502,023	649,003
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	7,991,387	5,883,670	5,761,373	6,310,817
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	5,883,670	5,761,373	6,310,817	6,949,115

Nguồn: PVS, KB Securities Vietnam

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VNĐ) (Báo cáo chuẩn)	2016A VN GAAP	2017A VN GAAP	2018A VN GAAP	2019A VN GAAP
Tổng Cộng Tài Sản	25,541,110	24,849,784	23,089,469	25,075,058
Tài Sản Ngắn Hạn	15,151,148	13,752,725	14,128,722	15,329,912
Tiền và tương đương tiền	5,883,670	5,761,373	6,310,817	6,949,115
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	911,017	1,524,757	1,726,317	2,742,983
Các khoản phải thu	5,920,849	5,638,574	5,339,240	4,196,902
Hàng tồn kho, ròng	1,650,745	465,759	493,936	1,061,408
Tài Sản Dài Hạn	10,389,961	11,097,059	8,960,746	9,745,146
Phải thu dài hạn	415,418	1,343,288	1,116,147	1,311,321
Tài sản cố định	4,150,439	3,687,545	2,633,626	3,180,502
Tài sản dở dang dài hạn	128,187	163,811	117,432	131,976
Đầu tư dài hạn	4,733,713	5,709,610	4,905,470	4,938,011
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Nợ Phải Trả	13,788,658	11,737,934	10,384,222	12,544,128
Nợ ngắn hạn	9,743,163	7,315,550	6,825,236	8,286,384
Phải trả người bán	7,254,156	6,397,628	5,602,119	6,715,394
Người mua trả tiền trước	1,452,225	356,732	162,312	385,905
Vay ngắn hạn	432,147	254,716	721,241	771,273
Nợ dài hạn	4,045,495	4,422,384	3,558,986	4,257,744
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	200
Người mua trả tiền trước dài hạn	1,827,199	2,100,922	2,159,056	2,380,634
Doanh thu chưa thực hiện	1,012,903	1,357,619	1,146,148	1,232,706
Vay dài hạn	1,143,509	900,701	192,809	584,274
Vốn chủ sở hữu	11,752,452	13,111,850	12,705,247	12,530,930
Vốn góp	4,467,004	4,467,004	4,779,663	4,779,663
Thặng dư vốn cổ phần	39,617	39,617	39,617	39,617
Lãi chưa phân phối	3,188,956	3,715,435	3,825,925	3,745,518
Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,430,755	1,381,469	832,970	705,342

Chỉ số chính

(x, %, VNĐ)	2016A	2017A	2018A	2019A
Chỉ số định giá				
P/E	5.7	5.8	5.6	8.0
P/E pha loãng	5.7	5.8	5.6	8.0
P/B	0.6	0.5	0.5	0.5
P/S	0.3	0.3	0.4	0.3
P/tangible book	0.6	0.5	0.5	0.5
P/cash flow	(77.1)	6.0	30.7	3.3
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	0.8	0.7	0.2	0.1
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	1.5	1.5	0.3	0.2
Hiệu quả quản lý				
ROE	10.1%	9.1%	8.9%	6.2%
ROA	4.0%	4.0%	4.4%	3.0%
ROIC	13.3%	9.1%	9.5%	6.6%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	60.4%	78.8%	92.5%	83.9%
Tỷ suất thanh toán nhanh	118.7%	146.2%	161.9%	151.5%
Tỷ suất thanh toán hiện thời	155.5%	188.0%	207.0%	185.0%
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	11.1%	7.7%	1.6%	4.9%
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	4.5%	3.6%	0.8%	2.3%
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	15.3%	9.8%	7.7%	11.5%
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	6.2%	4.6%	4.0%	5.4%
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	94.4%	62.4%	57.5%	70.1%
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	38.1%	29.4%	29.6%	33.0%
Tổng công nợ/Vốn CSH	133.6%	100.1%	87.5%	106.1%
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	54.0%	47.2%	45.0%	50.0%
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	0.7	0.7	0.6	0.7
Hệ số quay vòng HTK	12.6	15.0	28.2	20.9
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	4.3	4.4	4.3	4.5

COMPANY REPORT

KB Securities VIETNAM

CTCP Cơ điện lạnh (REE)

Ít ảnh hưởng bởi dịch COVID 19

14/04/2020

Chuyên viên phân tích điện/thép
Lê Thành Công
conglt@kbsec.com.vn

Tình hình thời tiết sẽ thuận lợi hơn cho các nhà máy điện của REE trong nửa sau 2020

Kết quả kinh doanh mảng điện năm 2020 của REE sẽ có sự tăng trưởng do tình hình thủy văn dự kiến sẽ tốt hơn, đặc biệt là vào giai đoạn nửa cuối năm. Ngoài ra các công ty con Thủy điện Mường Hum và Phong điện Thuận Bình sẽ đóng góp kết quả kinh doanh đầy đủ trong năm 2020. Mảng kinh doanh nước của Công ty dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh do sự tăng trưởng vượt bậc của Công ty nước sạch Sông Đà.

Dự án The Etown 5 hoạt động đủ năm 2020 sẽ giúp mảng văn phòng cho thuê của REE tăng trưởng nhẹ

Lĩnh vực Cho thuê văn phòng và bất động sản dự kiến sẽ tăng trưởng nhẹ do dự án Etown 5 của REE sẽ hoạt động đủ cả năm 2020 so với chỉ hoạt động trong 1 quý trong năm 2019. Dự án Etown 6 dự kiến sẽ hoàn thành và đi vào hoạt động trong năm 2023.

Lĩnh vực M&E của REE sẽ chịu nhiều tác động của dịch COVID 19

REE lên kế hoạch kinh doanh mảng Cơ điện lạnh trong năm 2020 với doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt 3820 tỉ đồng và 267 tỉ đồng, tăng trưởng 20.4% và 9% so với năm 2019. Tuy nhiên, đây là kế hoạch khá tham vọng khi dự kiến thị trường bất động sản vẫn tiếp tục khó khăn do tình trạng pháp lý và ảnh hưởng bởi dịch COVID 19.

Cổ phiếu REE đang được giao dịch với mức P/E 5.7 lần, so với mức định giá P/E lịch sử 5 năm trở lại đây ở mức 7 lần.

Hiện tại, cổ phiếu của REE đang được giao dịch với mức định giá P/E chỉ 5.7 lần. So sánh với mức P/E lịch sử trong 5 năm trở lại đây của REE được giao dịch ở mức 7 lần, chúng tôi cho rằng cổ phiếu REE đang giao dịch với mức giá tương đối hấp dẫn.

Không đánh giá

Giá mục tiêu	NA
Tăng/giảm (%)	N/A
Giá hiện tại (14/04/2020)	VND 30,450
Vốn hóa (VNDtn/USDbn)	9.4/0.4

Dữ liệu giao dịch

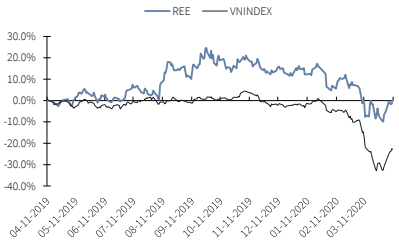
Số lượng cổ phiếu	310,058,841
Khối lượng giao dịch trung bình 3M	725,165
Sở hữu nước ngoài (%)	49%

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
REE	0.2%	-10.8%	-15.8%	0.1%
VNINDEX	-9.5%	-21.7%	-23.2%	-22.8%

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2016A	2017A	2018A	2019A
Doanh thu (VNDbn)	3,663	4,999	5,105	4,897
Lợi nhuận (VNDbn)	1,369	1,712	2,106	1,910
Lợi	1,093	1,377	1,784	1,639
EPS (VND)	3,526	4,441	5,754	5,286
EPS tăng trưởng (%)	28.2%	26.0%	29.5%	-8.1%
P/E (x)	8.61	6.83	5.27	5.74
P/B (x)	1.22	1.08	0.95	0.85
ROE (%)	17.6%	22.8%	28.2%	25.7%
Tỉ suất cổ tức (%)	3.1%	6.3%	6.4%	6.6%



Nguồn: KBSV Research

Ít ảnh hưởng bởi dịch COVID 19

Lĩnh vực Điện của REE sẽ có sự tăng trưởng tốt trong năm 2020, đặc biệt là 6 tháng cuối năm 2020 khi tình hình thủy văn tốt dần lên

Chúng tôi ước tính mảng điện của REE trong năm 2020 sẽ có doanh thu và lợi nhuận gộp tăng trưởng lớn. Nguyên nhân chính là do vào thời điểm cuối năm 2019, công ty đã hợp nhất 2 công ty ngành điện là Thủy điện Mường Hum và Phong điện Thuận Bình. Lợi nhuận sau thuế mảng điện dự kiến sẽ tăng trưởng khoảng 11%, ngoài hợp nhất 2 doanh nghiệp đã nói phía trên còn có sự đóng góp của các Công ty thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh (VSH), Thủy điện Miền Trung (CHP), Nhiệt điện Phả Lại (PPC). Tình hình 6 tháng đầu năm 2020 dự kiến tình hình thủy văn tiếp tục khó khăn do ảnh hưởng bởi El Nino từ năm 2019 làm cho các nhà máy thủy điện khó tích được nước. Dự kiến 6 tháng cuối năm 2020 và năm 2021, tình hình sẽ khả quan hơn khi hiện tượng El Nino đã chấm dứt.

Lĩnh vực Nước của REE dự kiến cũng sẽ tăng trưởng lợi nhuận lớn đến từ Nhà máy nước sạch Sông Đà

Chúng tôi ước tính lợi nhuận lĩnh vực Nước của REE sẽ tăng trưởng vượt bậc, do Công ty đầu tư nước sạch Sông Đà (VCW) dự tính sẽ tăng trưởng 106% do hệ thống cấp nước chuỗi đô thị Sơn Tây - Hòa Lạc - Xuân Mai - Miếu Môn - Hà Nội - Hà Đông sẽ đi vào hoạt động và công ty không còn khoản chi phí khắc phục hỗ trợ khách hàng về sự cố cấp nước như năm 2019. VCW đã đóng góp cho REE lần lượt 74.1 tỉ đồng và 51.5 tỉ đồng trong năm 2018 và 2019.

Lĩnh vực Cho thuê văn phòng của REE dự kiến cũng sẽ tăng trưởng nhẹ do dự án Etown 5 sẽ hoạt động đủ cả năm 2020.

Lĩnh vực Cho thuê văn phòng và bất động sản dự kiến sẽ tăng trưởng nhẹ do dự án Etown 5 của REE sẽ hoạt động đủ cả năm 2020 so với chỉ hoạt động trong 1 quý trong năm 2019, do Etown 5 mới được đưa vào sử dụng vào quý 3/2020. Tỉ lệ lấp đầy tất cả các dự án cho thuê văn phòng của REE đạt 98% vào thời điểm cuối năm 2019. Dự án The Etown 6 dự kiến sẽ hoàn tất các thủ tục pháp lý vào thời điểm cuối năm 2020, khởi công trong năm 2021 và hoàn thành vào cuối năm 2023. Khi Etown 6 hoàn thành, dự án sẽ đóng góp thêm 33,000 m2 mặt sàn vào quỹ diện tích cho thuê văn phòng của REE.

REE lên kế hoạch doanh thu và lợi nhuận mảng Cơ điện lạnh tăng trưởng 20.4% và 9%.

REE lên kế hoạch kinh doanh Lĩnh vực Cơ điện lạnh trong năm 2020 với doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt 3,820 tỉ đồng và 267 tỉ đồng, tăng trưởng 20.4% và 9% so với năm 2019. Tuy nhiên, theo chúng tôi đây là kế hoạch khá tham vọng khi dự kiến thị trường bất động sản vẫn tiếp tục khó khăn do tình trạng pháp lý và ảnh hưởng bởi dịch COVID 19. Giá trị hợp đồng kí mới của REE trong năm 2019 đạt 2,375 tỉ đồng, giảm 33% yoy, trong khi giá trị hợp đồng lũy kế tại thời điểm 31/12/2019 của doanh nghiệp cũng chỉ đạt 4,389 tỉ đồng, giảm 24% yoy.

Cổ phiếu REE đang được giao dịch với mức P/E 5.7 lần, so với mức định giá P/E lịch sử 5 năm trở lại đây ở mức 7 lần.

Với 84% lợi nhuận sau thuế năm 2019 của REE đến từ các mảng điện, nước và cho thuê văn phòng, chúng tôi cho rằng REE là một trong những số nhỏ doanh nghiệp ít chịu tác động của dịch COVID 19. Hiện tại, cổ phiếu của REE đang được giao dịch với mức định giá P/E chỉ 5.7 lần. So sánh với mức P/E lịch sử trong 5 năm trở lại đây của REE được giao dịch ở mức 7 lần, chúng tôi cho rằng cổ phiếu REE đang được giao dịch với mức giá tương đối hấp dẫn.

Báo cáo Kết quả HĐKD

(Tỷ VNĐ)	2016	2017	2018	2019
Doanh số thuần	3,659	4,995	5,101	4,890
Giá vốn hàng bán	-2,478	-3,566	-3,873	-3,644
Lãi gộp	1,182	1,429	1,228	1,246
Thu nhập tài chính	176	175	304	442
Chi phí tài chính	-68	-275	-111	-386
Trong đó: Chi phí lãi vay	-60	-105	-225	-409
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	388	719	999	907
Chi phí bán hàng	-89	-95	-99	-78
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-220	-242	-215	-222
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,369	1,712	2,106	1,910
Thu nhập khác	15	19	22	26
Chi phí khác	-8	-9	-10	-15
Thu nhập khác, ròng	7	9	12	11
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,376	1,721	2,118	1,920
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-202	-198	-233	-200
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,174	1,523	1,885	1,720
Lợi ích của cổ đông thiểu số	80	146	101	81
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	1,093	1,377	1,784	1,639

Chỉ số hoạt động

	2016	2017	2018	2019
Tỷ suất lợi nhuận gộp	0.0%	33.7%	32.3%	28.6%
Tỷ suất EBITDA	0.0%	29.8%	27.7%	24.5%
Tỷ suất EBIT	0.0%	24.8%	23.8%	21.9%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	0.0%	39.6%	37.6%	34.5%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	0.0%	39.3%	37.4%	34.3%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	0.0%	33.6%	32.1%	30.5%

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VNĐ)	2016	2017	2018	2019
TÀI SẢN NGẮN HẠN	4,105	5,651	5,988	5,999
Tiền và tương đương tiền	960	2,397	1,865	1,540
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	749	517	1,139	1,221
Các khoản phải thu	1,148	1,131	1,966	2,138
Hàng tồn kho, ròng	1,230	1,556	969	987
TÀI SẢN DÀI HẠN	7,291	8,643	9,512	13,624
Phải thu dài hạn	37	36	34	39
Tài sản cố định	529	492	445	1,859
Giá trị ròng tài sản đầu tư	673	624	1,603	1,856
Tài sản dở dang dài hạn	571	1,128	153	68
Đầu tư dài hạn	5,377	6,274	6,992	9,214
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	11,397	14,295	15,500	19,623
NỢ PHẢI TRẢ	3,675	5,601	5,571	8,521
Nợ ngắn hạn	2,618	2,927	3,057	3,269
Phải trả người bán	406	446	476	529
Người mua trả tiền trước	1,169	1,330	968	966
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	0	7	12	11
Vay ngắn hạn	594	672	1,111	888
Nợ dài hạn	1,058	2,674	2,515	5,252
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiên	0	216	209	237
Vay dài hạn	899	2,309	2,070	4,739
VỐN CHỦ SỞ HỮU	7,721	8,693	9,928	11,102
Vốn góp	3,101	3,101	3,101	3,101
Thặng dư vốn cổ phần	1,050	1,050	1,050	1,050
Lãi chưa phân phối	2,766	3,642	4,928	6,006
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	565	659	610	705

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Gián tiếp - Tỷ VNĐ	2016	2017	2018	2019
Lãi trước thuế	1,376	1,721	2,118	1,920
Khấu hao TSCĐ	140	130	161	183
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-560	-889	-1,298	-1,347
Chi phí lãi vay	60	105	227	414
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	1,008	1,131	1,026	1,133
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	363	-98	-729	176
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-503	-324	596	-14
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	94	446	-283	-400
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-37	-8	-28	-21
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	681	992	90	319
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-309	-584	-340	-295
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	2	6	1	2
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-873	-497	-1,419	-4,382
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	522	665	795	3,796
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-1,310	-911	-388	-1,731
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	214	111	431	195
Cổ tức và tiền lãi nhận được	548	729	701	784
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-1,204	-482	-220	-1,630
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	37	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	-12	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	2,168	3,907	1,921	3,927
Tiền trả các khoản đi vay	-1,797	-2,420	-1,722	-2,322
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-293	-597	-602	-620
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	65	926	-403	985
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-458	1,437	-533	-325
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1,420	960	2,397	1,865
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	960	2,397	1,865	1,540

Chỉ số chính

	2016	2017	2018	2019
Chỉ số định giá				
P/E	8.6	6.8	5.3	5.8
P/E pha loãng	8.7	6.9	5.3	5.8
P/B	1.3	1.2	1.0	0.9
P/S	2.6	1.9	1.8	1.9
P/Tangible Book	1.2	1.1	1.0	0.9
P/Cash Flow	13.8	9.5	104.3	29.5
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	9.8	8.2	10.0	12.0
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	11.4	9.1	11.7	14.3
Hiệu quả quản lý				
ROE%	15.2%	16.8%	19.2%	15.6%
ROA%	10.4%	10.7%	12.0%	9.3%
ROIC%	9.5%	9.4%	7.0%	5.7%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.43	0.83	0.63	0.49
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.87	1.22	1.28	1.14
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.57	1.93	1.96	1.84
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.12	0.27	0.21	0.43
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.08	0.16	0.13	0.24
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.19	0.34	0.32	0.51
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.13	0.21	0.21	0.29
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.34	0.34	0.31	0.29
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.23	0.20	0.20	0.17
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.48	0.64	0.56	0.77
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.32	0.39	0.36	0.43
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	5.27	7.02	5.43	4.90
Hệ số quay vòng HTK	2.68	2.51	3.02	3.67
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	7.86	8.38	8.41	7.26

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Giám đốc Khối Phân Tích – Nguyễn Xuân Bình
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược Thị trường

Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường – Trần Đức Anh
anhtd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Vĩ mô – Thái Thị Việt Trinh
trinhttv@kbsec.com.vn

Chuyên viên Chiến lược Thị trường – Lê Anh Tùng
tungla@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội) – Dương Đức Hiếu
hieudd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Công nghệ & Logistics – Nguyễn Anh Tùng
tungna@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Bất động sản – Phạm Hoàng Bảo Nga
ngaphb@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Năng lượng & Vật liệu xây dựng – Lê Thành Công
conglt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Ngân hàng Tài chính – Nguyễn Thị Thu Huyền
huyenntt@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh) – Harrison Kim
harrison.kim@kbfg.com

Chuyên viên Phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ – Đào Phúc Phương Dung
dungdpp@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Thủy sản & Dược phẩm – Nguyễn Thanh Danh
danhnt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Dầu Khí & Hóa chất – Nguyễn Vinh
vinhn@kbsec.com.vn

Bộ phận Marketing Research

Chuyên viên Marketing Hàn Quốc – Seon Yeong Shin
shin.sy@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:
Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:
Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:
Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:
Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ
Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656
Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276
Email: ccc@kbsec.com.vn
Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu
(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành
(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.