

Khuyến nghị

MUA
HOSE: BCI

Bắt động sản

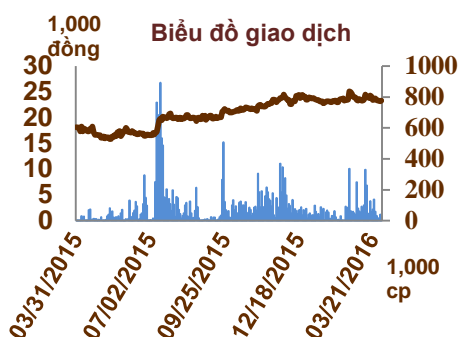
Giá mục tiêu (VND) 23,200

Giá thị trường (VND) 28,300

Tỷ lệ tăng giá 22%

Suất sinh lợi cổ tức 6.4%

Tỷ suất sinh lợi 28.4%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	28%	0%	-3%	10%
Tương đối	24%	0%	-1%	12%

Nguồn: Stockplus, so với VNI

Tổng kê

04/04/16

Thấp/Cao 52 tuần (VND) 16.5k-25.1k

SL lưu hành (triệu cp) 86.7

Vốn hóa (tỷ đồng) 2,011

Vốn hóa (triệu USD) 92.5

% khối ngoại sở hữu 9.71%

Tỷ lệ cp tự do (%) 15.6

KLGD TB 3 tháng (cp) 87k

VND/USD 22,255

Index: VNIndex / HNX 555/78

Cơ cấu sở hữu

04/04/16

Nhà Khang Điền 57.3%

Ngân hàng Phương 12.9%

Nam

Trần Ngọc Henri – Chủ tịch HĐQT 6.6%

Trầm Bê 3%

Trần Hà Xuân Vũ

(+84 8) 3914 8585 - Ext: 1459

vu.th@kisvn.vn

www.kisvn.vn

CTCP Đầu tư và Xây dựng Bình Chánh (HSX: BCI) –
Quỹ đất lớn cho phát triển dài hạn.

Bình Chánh là công ty có quỹ đất lớn Hiện tại, công ty đang sở hữu hơn 600 ha đất, chủ yếu ở ở Quận Bình Tân và Huyện Bình Chánh. BCI sẽ gặp nhiều thuận lợi khi thành phố phát triển về hướng Đông Nam.

Khả năng thanh toán tốt Tỷ lệ nợ/tổng tài sản giảm từ mức 47% xuống 40% trong giai đoạn 2012-2015, khá thấp so với những công ty khác. Tính đến cuối năm 2015, BCI có khoảng 356 tỷ vay dài hạn với mức lãi suất trung bình là 9.5%. Phần lớn khoản vay dài hạn này là do cơ cấu lại khoản vay nợ trái phiếu 300 tỷ đồng.

Trong năm 2016, **BCI đặt mục tiêu 420 tỷ đồng doanh thu và 120 tỷ đồng LNST**, lần lượt giảm 10% và 59% so với cùng kỳ năm ngoái. **Theo chúng tôi**, với tình hình hiện tại thì năm 2016, doanh thu của BCI đạt khoảng **457 tỷ đồng** và LNST là **140 tỷ đồng**. EPS dự phóng đạt 1,618 đồng/cp. Dựa trên phương pháp RNAV, chúng tôi định giá BCI ở mức **28,300 đồng/cp**, cao hơn 22% so với mức giá hiện tại. Vì vậy chúng tôi khuyến nghị **“Mua”** đối với cổ phiếu này.

Tỷ đồng	2013	2014	2015E	2016E	2017E
DT Thuần (tỷ đồng)	349	240	462	457	848
Tăng trưởng (%)	75%	-31%	92%	-1%	86%
EBITDA (tỷ đồng)	80	68	258	181	140
Biên lợi nhuận (%)	23%	29%	56%	40%	16%
LNST (tỷ đồng)	94	97	293	140	110
Biên lợi nhuận (%)	27%	40%	63%	30%	13%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	1,105	1,030	3,381	1,618	1,278
Tăng trưởng (%)	-45%	-7%	228%	-52%	-21%
ROE (%)	5%	5%	15%	7%	5%
Nợ ròng/VCSH (%)	15%	20%	13%	34%	45%
Nợ ròng/ EBITDA (x)	3.5	5.2	1	3.8	6.7
PE (x)	21	22	6.9	14	18
PB (x)	1	1	1	1	1
EV/EBITDA (x)	29	34	8.8	15	21
Cổ tức (VND)	1,000	800	1,500	1,500	1,000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	3.6%	2.9%	6.4%	6.4%	4.3%

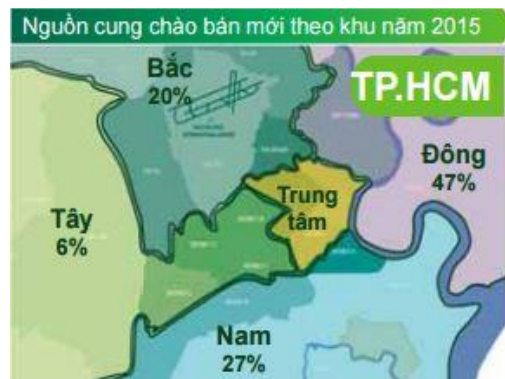
Thị trường bất động sản năm 2015:

Kể từ cuối năm 2014, nhờ lạm phát thấp cùng với nói lỏng tín dụng cho vay đã giúp thị trường bất động sản VN hồi phục và xu hướng ngày càng rõ hơn trong cả năm 2015. Bên cạnh đó là các quy định cho phép người nước ngoài được sở hữu bất động sản tại Việt Nam cùng với Luật nhà ở sửa đổi và luật kinh doanh bất động sản có hiệu lực từ 1/7/2015 đã góp phần hỗ trợ cho thị trường.

Về số lượng cung cấp: Theo CBRE, có xấp xỉ 41,787 căn hộ thuộc mọi phân khúc đã được chào bán tại TP.HCM, cao gấp 2.2 lần so với năm 2014. Trong khi đó con số này tại Hà Nội là 28,283, cao hơn 70% so với 2014.

Về giá bán: Giá bán của tất cả các phân khúc đều gia tăng với tỷ lệ tăng bình quân là 4.4%, trong đó phân khúc căn hộ cao cấp có tỷ lệ tăng giá tốt nhất – 10% đến 15%.

Về nhu cầu: Số liệu của CBRE cho thấy tại TP.HCM số giao dịch mua bán thành công là 36,160 căn, gấp đôi so với năm 2014, trong đó nhu cầu phân khúc hạng sang là cao nhất với lượng giao dịch tăng 135.6% so với 2014, trong khi nhu cầu phân khúc thấp hơn chỉ tăng 81.2%. Trong khi đó tại Hà Nội, có khoảng 21,102 căn hộ được giao dịch mua bán và cũng giống TP.HCM, số lượng giao dịch chủ yếu là phân khúc cao cấp và hạng sang.



Nguồn: CBRE Việt Nam, Q4/2015.



Nguồn: CBRE Việt Nam, Q4/2015.

Nguồn: CBRE.

Thị trường bất động sản năm 2016:

Nhu cầu sẽ tăng nhẹ trong năm 2016 Theo CBRE, trong năm 2016 nguồn cung căn hộ tại TP HCM tiếp tục tăng 8%, đạt khoảng 45,000 căn hộ. Trong khi đó, nguồn cung tại Hà khoảng 28,000 căn hộ. Nguồn cung tăng mạnh nhưng tỷ lệ tiêu thụ năm 2016 dự kiến sẽ chậm hơn so với 2015 ở cả TP HCM và Hà Nội, kéo theo giá bán sẽ đi vào quỹ đạo ổn định từ cuối năm 2016 trở đi.

Tín dụng cho vay bất động sản: Ngân hàng Nhà Nước lấy ý kiến thay đổi thông tư 36 với nội dung chủ yếu là giảm tỷ lệ sử dụng nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung – dài hạn từ 60% xuống còn 40%, đồng thời tăng hệ số rủi ro cho các khoản phải đòi để kinh doanh BĐS từ 150% lên 250%. Ngân hàng Nhà Nước cho rằng tổng số vốn dành cho vay BĐS vào cuối năm 2015 khoảng 478 nghìn tỷ đồng, chiếm 10.3% tổng số vốn vay và tăng mạnh so với 2014. Chính vì vậy động thái này nhằm mục đích điều chỉnh nguồn vốn và tăng sự phát triển bền vững cho ngành BĐS.

Lãi suất có xu hướng tăng Với dự thảo thay đổi về thông tư 36, nhiều ngân hàng để phòng ngừa rủi ro thiếu nguồn vốn trung và dài hạn để cho vay đã liên tục nâng lãi suất huy động vốn ở kỳ hạn này lên. Và Ngân hàng Nhà Nước đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng khoảng 18%-20% năm 2016. Do đó, lãi suất nhiều khả năng sẽ tăng nhẹ trong năm nay.

Nhu cầu về bất động sản tăng nhẹ, dòng tín dụng có khả năng bị kiểm soát và kéo theo lãi suất có thể tăng là những yếu tố cho thấy thị trường bất động sản năm 2016 sẽ không hứa hẹn như năm 2015.

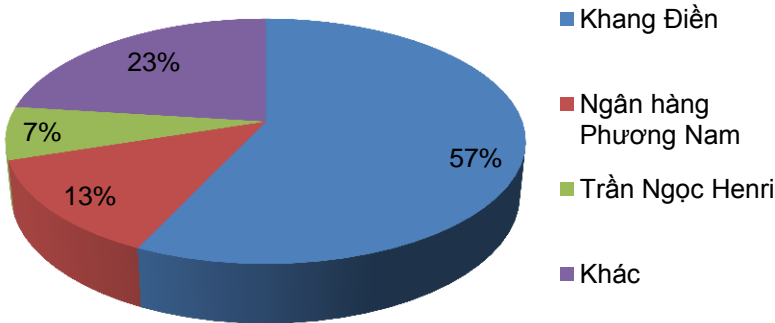
Tổng quan về công ty cổ phần đầu tư xây dựng Bình Chánh (BCI):**1) Sơ lược về công ty:**

Công ty cổ phần đầu tư và xây dựng Bình Chánh tiền thân là sự sát nhập của 3 doanh nghiệp: Xí nghiệp công trình giao thông, công ty Bình Phát và công ty phát triển nhà. Bình Chánh hoạt động trong lĩnh vực đầu tư xây dựng khu dân cư, phát triển bất động sản và khu công nghiệp. Công ty tập trung vào phân khúc khách hàng có nhu cầu nhà ở và đất với giá trung bình do đó hầu hết các dự án phát triển bất động sản của Bình Chánh chủ yếu là căn hộ có diện tích vừa như An Lạc Plaza, Nhất Lan. Ngoài ra, Bình Chánh còn tập trung vào các khu đô thị, khu công nghiệp có quy mô lớn như Corona City, Phong Phú 4 hay Khu Công Nghiệp Lê Minh Xuân. Ngoài hoạt động kinh doanh về bất động sản, Bình Chánh còn liên kết với tập đoàn Casino của Pháp trong lĩnh vực kinh doanh siêu thị với thương hiệu Big C An Lạc.

Cơ cấu cổ đông:

Trong khoảng thời gian từ tháng 7 đến tháng 9 năm 2015, nhiều cổ đông lớn tại Bình Chánh đã liên tục đăng ký thoái vốn như HFIC, Dragon Capital hay Red River Holding. Ở thời điểm hiện tại, Nhà Khang Điền thay thế nhóm cổ đông trên để trở thành cổ đông lớn nhất với tỷ lệ sở hữu 57% tương đương với 49 triệu cổ phiếu. Tiếp theo đó là Ngân hàng Phương Nam với tỷ lệ sở hữu khoảng 12.9%. Có thể nói, hầu hết các cổ phiếu của Bình Chánh đều được nắm giữ bởi các cổ đông lớn và cổ đông nội bộ, do đó thanh khoản của cổ phiếu BCI là khá thấp.

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: KISVN, BCI.

2) Hoạt động kinh doanh:

Bình Chánh là công ty có quỹ đất lớn Với quỹ đất lớn tập trung chủ yếu ở Quận Bình Tân và Huyện Bình Chánh, công ty có đủ dư địa để phát triển trong tương lai. Hiện tại, công ty đang sở hữu hơn 600 ha đất, chủ yếu ở Phong Phú 2 và Tân Tạo. Tuy nhiên một điểm hạn chế là quỹ đất của BCI ở những khu vực có hạ tầng chưa phát triển, vùng dân cư xung quanh chưa đông nên sẽ gặp nhiều khó khăn để phát triển dự án.

Bản đồ các dự án của Bình Chánh



Nguồn: KISVN.

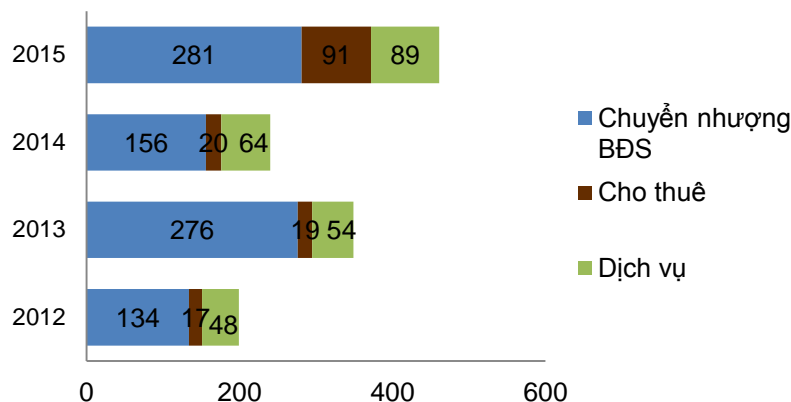
Cơ cấu doanh thu. Dù thị trường bất động sản vẫn còn nhiều khó khăn trong những năm 2013, 2014 nhưng kết quả kinh doanh của BCI vẫn ổn định. Trong đó doanh thu của công ty chủ yếu đến từ chuyển nhượng bất động sản với tỷ lệ đóng góp hằng năm từ 70% đến 80%. Các dự án mà Bình Chánh đã kinh doanh gồm chuyển nhượng đất nền tại Phong Phú 4, kinh doanh các dự án Nhất Lan 3. Ngoài ra, doanh thu BCI còn đến từ cung cấp dịch vụ trong khu công nghiệp và cho thuê đất khu công nghiệp.

Doanh thu của các công ty bất động sản thường không ổn định và phụ thuộc vào việc ghi nhận khi chuyển nhượng các dự án. Với một số dự án đang được triển, doanh thu của BCI dao động từ 200 tỷ đến 300 tỷ trong giai đoạn 2012-2014. Nhờ vào chuyển nhượng vốn tại khu công nghiệp Phong Phú vào năm 2012, bán đất nền Phong Phú 4 và mở bán thành công dự án chung cư Nhất Lan 3 năm 2013, kết quả kinh doanh của BCI ổn định trong giai đoạn khó khăn của thị trường.

Tuy nhiên qua đến năm 2015, doanh thu và lợi nhuận của Bình Chánh đều đột biến với tốc độ tăng trưởng lần lượt là 92% và 200%. Cụ thể, Bình Chánh đã hạch toán một phần giá trị 10ha cho 4 nhà đầu tư thứ cấp (khoảng 169 tỷ), các dự án khác (114 tỷ), ghi nhận chuyển quyền sử dụng đất tại KCN Lê Minh Xuân (73 tỷ), cung

cấp dịch vụ KCN (71 tỷ), doanh thu dịch vụ khác và từ công ty con (35 tỷ). Qua đó tổng doanh thu năm 2015 đạt 462 tỷ, LNST là 292 tỷ đồng.

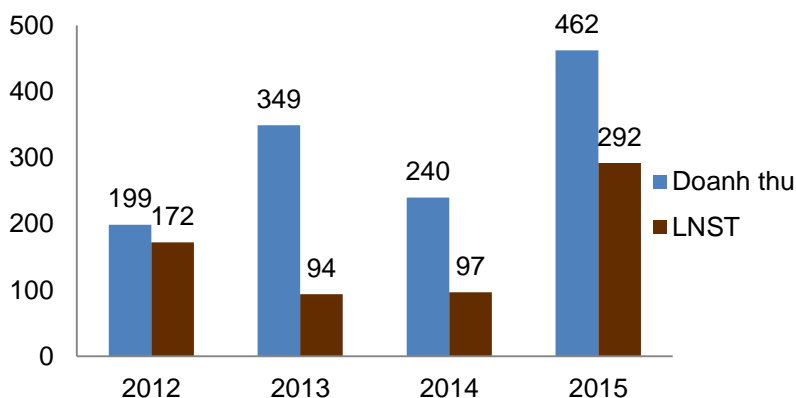
Cơ cấu doanh thu



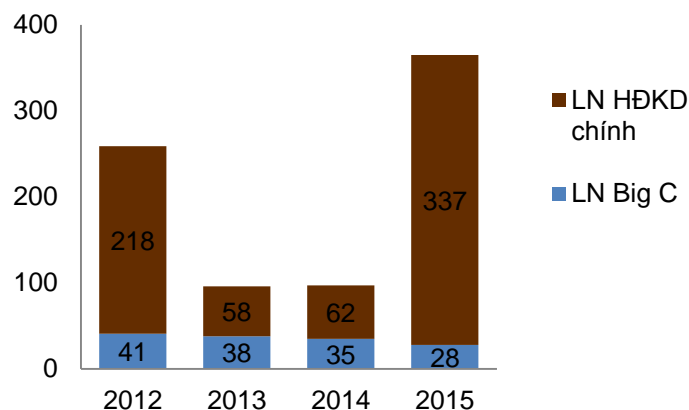
Nguồn: KISVN.

Dòng tiền ổn định từ liên doanh Big C và cung cấp dịch vụ tại khu công nghiệp. Ngoài dòng tiền từ hoạt động kinh doanh bất động sản, Bình Chánh còn hoạt động thêm ở lĩnh vực siêu thị với 20% vốn góp ở Big C An Lạc. Doanh thu hằng năm từ lĩnh vực này khoảng 30 tỷ đồng. Bên cạnh đó, Bình Chánh còn có thêm dòng tiền từ cung cấp dịch vụ tại khu công nghiệp Lê Minh Xuân.

Doanh thu và LNST



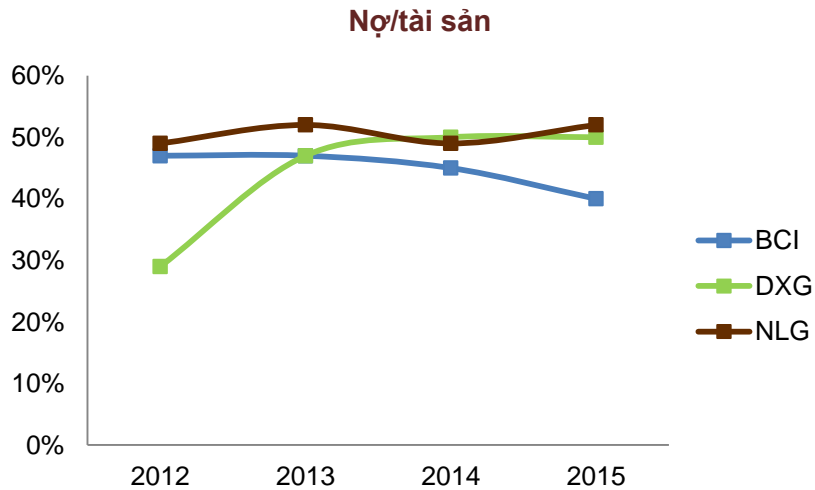
LN Big C trong LNTT



Nguồn: KISVN, BCI.

3) Tình hình tài chính:

Cải thiện khả năng thanh toán Tỷ lệ nợ/tổng tài sản giảm từ mức 47% xuống 40% trong giai đoạn 2012-2015, khá thấp so với những công ty khác. Tính đến cuối năm 2015, BCI có khoảng 356 tỷ vay dài hạn với mức lãi suất trung bình là 9.5%. Phần lớn khoản vay dài hạn này là do cơ cấu lại khoản vay nợ trái phiếu 300 tỷ đồng (150 tỷ đáo hạn cuối năm 2014 và 150 tỷ đáo hạn đầu năm 2015).



Source: KISVN.

Tỷ suất sinh lời ROA và ROE đều tăng mạnh trong năm 2015. Doanh thu và LNST năm 2015 tăng mạnh đã thúc đẩy sự tăng trưởng trong các chỉ số sinh lợi của công ty. Cụ thể, ROA và ROE lần lượt đạt 14.4% và 8.7% so với 5.5% và 3% trong năm 2014.

Ít dự án đang triển khai Hàng tồn kho của BCI tính đến cuối năm 2015 là 2,183 tỷ đồng gồm 5 dự án chính là An Lạc Plaza (Western Dragon), Corona City (11A), Phong Phú 4, Phong Phú 2 và khu tái định cư Tân Tạo (Khu A), chiếm khoảng 65% tổng tài sản. Tuy nhiên, chỉ có An Lạc Plaza (Western Dragon), Phong Phú 4 là đã kinh doanh còn các dự án khác đang trong giai đoạn đầu tư, giải tỏa, do đó vẫn chưa thể nào kinh doanh và ghi nhận doanh thu.

4) Triển vọng 2016:

Bình Chánh sẽ tập trung nguồn lực vào các dự án chính An Lạc Plaza, Corona City, đường Bình Tiên, KCN Lê Minh Xuân mở rộng và Phong Phú 4.

+ *Dự án Western Dragon (An Lạc Plaza)*: Dự án gồm 463 căn hộ với diện tích trung bình từ 45m² đến 70m². Giá bán trung bình 21triệu đồng/m². Dự án được mở bán vào cuối năm 2015 và dự kiến sẽ bán hết vào giữa năm 2016. Với vị trí đẹp cùng

tiến độ bán hàng tốt, chúng tôi tin rằng công ty sẽ bán hết 463 căn hộ theo đúng kế hoạch. Tuy nhiên, với kế hoạch bàn giao nhà vào Q4/2017, nhiều khả năng BCI sẽ chỉ được hạch toán doanh thu từ dự án này từ năm 2017 trở đi. Dự kiến doanh thu từ dự án là 611 tỷ.

+ *Đường Bình Tiên và Corona City (11A)*: Đường Bình Tiên (dự án BT), nằm dọc các dự án của BCI và là công trình nhằm tạo thêm giá trị cho các dự án mà BCI đang sở hữu. BCI sẽ hợp tác cùng với Licogi 16 làm chủ đầu tư. Tổng kinh phí của dự án là 860 tỷ gồm 660 tỷ tiền xây dựng và 200 tỷ tiền đền bù. Với việc bắt đầu xây dựng đường Bình Tiên, BCI cũng đẩy mạnh hoàn thiện pháp lý dự án Corona City và sớm đưa vào kinh doanh.

+ *KCN Lê Minh Xuân mở rộng*: Dự kiến trong năm 2016 sẽ đền bù phần diện tích còn lại, tổng chi phí đền bù vào khoảng 333 tỷ đồng.

+ *Phong Phú 4*: Diện tích kinh doanh là 40 ha, trong đó đã thương thảo bán 10 ha cho 4 nhà đầu tư thứ cấp, 15 ha đã kinh doanh và 14 ha còn lại đang xin giấy phép chuyển đổi công năng từ đất xây cao tầng chuyển sang thấp tầng. Trong 10ha giao bán cho 4 nhà đầu tư, BCI chỉ mới hạch toán được khoảng 37% trong năm 2015 (khoảng 169 tỷ đồng), do đó phần còn lại sẽ được hạch toán trong những năm sau. Dự kiến giá bàn giao thỏa thuận là 4.5tr/m² (không VAT).

Trong năm 2016, **BCI đặt mục tiêu 420 tỷ đồng doanh thu và 120 tỷ đồng LNST**, lần lượt giảm 10% và 59% so với cùng kỳ năm ngoái. **Theo chúng tôi**, với tình hình hiện tại thì năm 2016, doanh thu của BCI đạt khoảng **457 tỷ đồng** và LNST là **140 tỷ đồng**.

	2016	2017
Doanh thu	457	848
<i>Phong Phú 4</i>	199	195
<i>Tiểu thủ Lê Minh Xuân</i>	188	-
<i>Dịch vụ</i>	70	70
<i>An Lạc Plaza</i>		583
LNST	140	110

Nguồn: KISVN dự phóng.

5) Định giá và khuyến nghị:

Chúng tôi áp dụng phương pháp RNAV để xác định lại giá trị các tài sản mà BCI đang sở hữu. Ở đây chúng tôi chỉ định giá lại các dự án có khả năng chắc chắn nhất mang lại dòng tiền cho công ty, những dự án khác đang trong quá trình đầu tư, đền bù giải tỏa hay hoàn thiện pháp lý sẽ được chúng tôi ghi nhận bằng với chi phí ban đầu của dự án.

WACC = 13.4%		2016	2017	2018	2019	2020
Phong Phú 4 *	Net cash	199,500	137,933	114,033	114,033	
	NOPAT	159,600	110,347	91,227	91,227	
	NAV	390,369				
An Lạc Plaza	Net cash	228,359	140,852			
	NOPAT	178,120	109,865			
	NAV	274,992				
Lê Minh Xuân mở rộng	Net cash	-333,000	-328,749	742,241	546,120	350,000
	NOPAT	-333,000	-328,759	578,948	425,974	273,000
	NAV	284,492				

Nguồn: KISVN dự phóng.

* Chúng tôi chỉ định giá 10ha bán cho nhà đầu tư thứ cấp và 10ha đang kinh doanh. Phần 14ha đang xin chuyển đổi công năng được ghi nhận với giá gốc.

	31/12/2015	Đán giá lại cuối năm 2016
TỔNG TÀI SẢN	3,362,041	3,586,981
Tài sản ngắn hạn	2,486,991	2,634,699
Tiền và đầu tư ngắn hạn	197,428	153,928
Phải thu và đầu tư khác	89,411	89,411
Hàng tồn kho	2,195,670	2,328,750
	<i>An Lạc Plaza</i>	<i>275,00</i>
	<i>Phong Phú 4</i>	<i>460,000</i>
	<i>Phong Phú 2</i>	<i>197,000</i>
	<i>Tân Tạo</i>	<i>556,000</i>
	<i>Khác</i>	<i>325,723</i>
Tài sản dài hạn	875,050	954,508
	<i>Xây dựng cơ bản dở dang</i>	<i>439,960</i>
NỢ PHẢI TRẢ	1,128,667	1,128,667
	Giá thị trường VCSH	2,458,314
	Số lượng cổ phiếu (triệu)	86.7
	Giá mỗi cổ phiếu	28,300

Với giá trị mỗi cổ phần là **28,300 đồng/cổ phiếu**, chúng tôi khuyến nghị “**MUA**” đối với cổ phiếu BCI. Nhà đầu tư cần có một cái nhìn dài hạn đối với công ty. Dù nắm giữ quỹ đất lớn nhưng BCI cần có thời gian để tận dụng hết lợi thế của mình. Đặc biệt trong bối cảnh thành phố đang mở rộng hơn về các vùng xung quanh – vốn có quỹ đất lớn để phát triển thêm vùng dân cư.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH BCI	Giá hiện tại (VND): 23.200	Giá mục tiêu (VND): 28.300	Vốn hóa (tỷ đồng): 2.011			
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
Doanh thu thuần	199	349	240	462	457	848
Tăng trưởng (%)	3%	75%	-31%	92%	-1%	86%
GVHB (trừ khấu hao)	295	215	118	72	175	581
Chi phí bán hàng QLDN	55	54	53	131	100	127
EBITDA	-152	80	68	258	181	140
Biên lợi nhuận EBITDA (%)	-	23%	29%	56%	40%	16%
Khấu hao	9	7	7	7	7	7
Lợi nhuận từ HĐKD	-161	71	61	251	173	132
Biên LN HĐKD (%)	-	20.4%	25.5%	54%	38%	15%
Chi phí lãi vay ròng	-383	14	1	4	24	24
% so với nợ ròng		6.9%	0.6%	1.3%	7.7%	2.9%
Khả năng chi trả lãi vay(x)	0.4	4.9	32	61	7.2	5.5
Lãi/lỗ khác	-3	1	1	89	-	-
Lãi/lỗ chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	-	-
LN từ công ty liên doanh, liên kết	41	38	35	28	30	30
Thuế	87	1	7	71	39	27
Thuế suất hiệu dụng (%)	39%	3%	13%	29%	26%	26%
Lợi nhuận ròng	172	94	89	292	140	110
Biên lợi nhuận ròng (%)	86%	27%	40%	63%	30%	13%
Lợi ích cổ đông thiểu số	-1					
LN dành cho công ty mẹ	173	94	89	292	140	110
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	72	72	72	86	86	86
EPS hiệu chỉnh (VND)	1,996	1,105	1,030	3,381	1,618	1,278
Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)	-	-45%	-7%	228%	-52%	-21%
Cổ tức (VND)	1,250	833	666	1,500	1,500	1,000
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	63%	75%	65%	44%	93%	78%

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
Vòng quay khoản phải thu (x)	0.9	1.5	1.4	5.4	5	5.4
Vòng quay hàng tồn kho (x)	0.1	0.1	0.06	0.04	0.1	0.2
Vòng quay khoản phải trả (x)	0.09	0.24	0.17	0.4	0.3	0.4
Thay đổi vốn lưu động	-	-63	-134	224	479	306
Capex	196	1	1	20	20	20
Các khoản mục dòng tiền khác	476	-102	-239	41	50	50
Dòng tiền tự do	461	-62	-10	96	-301	-158
Phát hành cp	0	0	0	0	0	0
Cổ tức	105	69	64	130	130	86
Thay đổi nợ ròng	-356	132	74	-96	431	254
Nợ ròng cuối năm	148	281	356	259	691	936
Giá trị doanh nghiệp (EV)	2,256	2,387	2,376	2,280	2,712	2,957
Tổng VCSH	1,970	1,925	1,770	2,025	2,035	2,059

Lợi ích cổ đông thiểu số	86	85				
VCSH	1,883	1,839	1,770	2,025	2,035	2,059
Giá trị sổ sách/cp (VND)	24,864	24,263	24,504	23,353	23,471	23,749
Nợ ròng / VCSH (%)	8%	15%	20%	13%	34%	45%
Nợ ròng / EBITDA (x)		3.5	5.2	1	3.8	6.7
Tổng tài sản	3,570	3,439	3,237	3,362	3,803	4,073

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
ROE (%)	9%	5%	5%	15%	7%	5%
ROA (%)	5%	2%	2%	8%	5%	4%
ROIC (%)		3%	2.7%	9%	4.5%	3%
WACC (%)	13.9%	13.7%	12.6%	13.4%	12%	11.6%
EVA (%)		-10.7%	-9.8%	-4.4%	-7.8%	-7.8%
PER (x)	11.7	21	22	6.9	14	18
EV/EBITDA (x)	-14.8	29	34	8	15	21
EV/FCF (x)	4.9	-37.9	-231.5	23.8	-9	-18
PBR (x)	0.9	1	1	1	1	1
PSR (x)	10	5.8	8.4	4.4	4.4	2.4
EV/sales (x)	11	6.8	10	5	6	3.3
Suất sinh lợi cổ tức (%)	5.4%	3.6%	2.9%	6.4%	6.4%	4.3%

Liên hệ:**Trụ sở chính HCM**

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 8) 3914 8585
Fax: (+84 8) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q.Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Phân tích Doanh nghiệp**Trưởng phòng Phân tích
Doanh nghiệp**

Hoàng Huy
(+84 8) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –
Bất động sản, Nông nghiệp**

Trần Hà Xuân Vũ
(+84 8) 3914 8585 (x1459)
vu.th@kisvn.vn

Phòng Phân tích Thị trường**Trưởng phòng Phân tích
Thị trường**

Bạch An Viễn
(+84 8) 3914 8585 (x1449)
vien.ba@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích Kỹ
thuật**

Từ Vĩ Trí
(+84 8) 3914 8585 (x1451)
tri.tvi@kisvn.vn

Phòng Khách hàng Định chế**Giám đốc Quan hệ Khách
hàng định chế**

Lâm Hạnh Uyên
(+84 8) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

**Giám đốc Quan hệ Khách
hàng định chế**

Lê Đình Minh Phương
(+84 8) 3914 8585 (x1116)
phuong.ld@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

GIỮ: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.