

Đánh giá

TRUNG LẬP
HOSE: SCR

Bất Động Sản

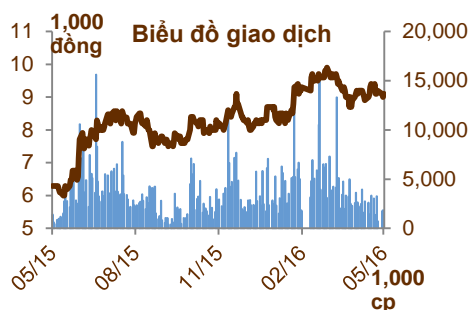
Giá thị trường (VND) 9,100

Giá mục tiêu (VND) 9,400

Tỷ lệ tăng giá 3%

Suất sinh lợi cổ tức 0%

Tỷ suất sinh lợi 3%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	5%	-1%	-2%	45%
Tương đối	0%	-7%	-12%	36%

Nguồn: Stockplus, so với VNI

Thống kê

06/05/16

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	6k-9.9k
SL lưu hành (triệu cp)	217
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,975
Vốn hóa (triệu USD)	90
% khối ngoại sở hữu	11%
SL cp tự do (triệu cp)	165
KLGD TB 3 tháng (cp)	3.86 triệu
VND/USD	21,858
Index: VNIndex / HNX	608/80

Cơ cấu sở hữu

06/05/16

Thành Thành Công & cổ đông liên quan	14%
CTCP ĐT Thuận Thiên	9%
Cổ đông nội bộ	~1%
Khác	76%

Hoàng Huy

(+84 8) 3914 8585 - Ext: 1450
huy.hoang@kisvn.vn
www.kisvn.vn

Sacomreal (HNX: SCR) – “Hạt giống” hay “xác sống”

Quá trình tái cấu trúc nguồn vốn của Sacomreal kéo dài hơn các công ty cùng ngành kể từ năm 2010 do công ty không chỉ bị ảnh hưởng bởi thị trường bất động sản trong nước và mà còn bị tác động bởi việc ngân hàng mẹ Sacombank bị thu tóm. Sau 5 năm, Sacomreal đã giải quyết được hầu hết các khó khăn dù quy mô công ty sụt giảm đáng kể xét về mặt tổng tài sản và quỹ đất.

Đòn bẩy tài chính của công ty cải thiện mạnh. Nợ ròng trên VCSH chỉ còn 12% tại thời điểm cuối 2015, thấp hơn nhiều so với mức 134% năm 2011. Do khoản cho vay các công ty liên quan xấp xỉ nợ vay ngân hàng, tài sản của Sacomreal có thể coi là được tài trợ hoàn toàn bằng VCSH và các khoản phải trả. Với quá trình tái cấu trúc hoàn tất và thị trường bất động sản đang hồi phục, Sacomreal đứng trước cơ hội phát triển mạnh mẽ. Chúng tôi dự đoán 2 tình huống có thể xảy ra:

- **Tình huống “hạt giống”:** Là một thành viên của Thành Thành Công Group sẽ giúp Sacomreal tiếp cận quỹ đất 250 hectare cũng như nguồn vốn dồi dào của tập đoàn. Do đó, nhiều dự án Jamona, Charminton và Carrilon hơn nữa sẽ được khởi công trong tương lai.
- **Tình huống “xác sống”:** với quỹ đất bị thu hẹp và do đó khả năng Sacomreal tiếp cận vốn vay ngân hàng bị giới hạn, Sacomreal sẽ khó đẩy mạnh triển khai các dự án, tạo ra doanh thu và dòng tiền. Các khoản vay mượn từ các công ty liên quan có thể cung cấp thanh khoản tạm thời cho Sacomreal nhưng cũng gây ra lo ngại cho lợi ích của cổ đông thiểu số. Các đề xuất bởi HĐQT trong ĐHĐCĐ 2016, trong đó bao gồm phát hành riêng lẻ cho cổ đông chiến lược và trao quyền cho HĐQT quyết định việc mua bán các dự án có giá trị hơn 70% tổng tài sản của công ty, cũng có tình huống “xác sống” này.

ĐHĐCĐ 2016 cũng thông qua kế hoạch doanh thu và LNTT năm 2016 tương ứng ở mức 1,447 tỷ đồng (bao gồm doanh thu tài chính và khác) và 206 tỷ đồng. Loại bỏ doanh tài chính và khác, chúng tôi cho rằng doanh thu 2016 có thể đạt 718 tỷ đồng và LNTT ở mức 152 tỷ đồng, nhờ vào dự án Jamona Golden Silk. Năm 2017, doanh thu có thể tăng gấp 3 nhờ vào việc bàn giao các căn hộ Jamona và Charmington La Pointe, nhưng lợi nhuận có thể giảm do GVHB cao của dự án Jamona City.

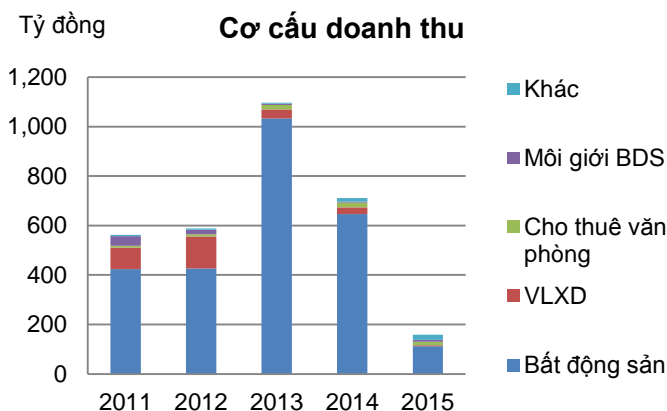
Chúng tôi định giá cổ phiếu SCR ở mức 9.4k đồng tại thời điểm cuối 2016 bằng phương pháp đánh giá lại tài sản ròng NAV. Tổng mức sinh lợi kỳ vọng là 3% tại mức giá thị trường 9.1k đồng/cp. Dự án Jamona City nhiều khả năng không sinh lợi, giải thích vì sao giá trị đánh giá lại 2016 thấp hơn giá trị sổ sách cuối 2015. Chúng tôi đã không thể sắp xếp được buổi gặp với Sacomreal để có thể hiểu rõ hơn về tiến độ hiện tại của các dự án cũng như chiến lược của công ty trong tương lai. Do đó, chúng tôi đánh giá TRUNG LẬP với cổ phiếu này.

Tỷ đồng	2013	2014	2015	2016E	2017E
DT Thuần (tỷ đồng)	1,093	688	159	718	2,524
Tăng trưởng (%)	86%	-37%	-77%	352%	251%
LN hoạt động (tỷ đồng)	12	(20)	(108)	111	79
Biên lợi nhuận (%)	1.1%	n/a	n/a	16%	3.1%
LNST (tỷ đồng)	7	29	198	122	88
Biên lợi nhuận (%)	0.7%	4.2%	125%	17%	3.5%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	50	160	916	489	332
Tăng trưởng (%)	-91%	218%	471%	-47%	-32%
ROE (%)	0.3%	1.3%	7%	4%	3%
Nợ ròng/VCSH (%)	92%	88%	12%	12%	12%
P/E (x)	180	57	9.9	19	27
P/B (x)	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
Cổ tức (VND)	-	-	-	-	-
Suất sinh lợi cổ tức (%)	-	-	-	-	-

Kiềng 3 chân của Sacomreal

Khởi đầu là một sàn giao dịch bất động sản của NTMCP Sacombank (STB), Sacomreal đã phát triển thành công ty phát triển bất động sản lớn nhất trên sàn giao dịch Hà Nội xét về vốn hóa.

Bên cạnh phát triển bất động sản, hoạt động kinh doanh của Sacomreal cũng bao gồm kinh doanh vật liệu xây dựng, cho thuê văn phòng, môi giới bất động sản, v.v. Tuy nhiên, bất động sản vẫn là nguồn đóng góp doanh thu chính, ít nhất hơn 70% trong những năm gần đây.



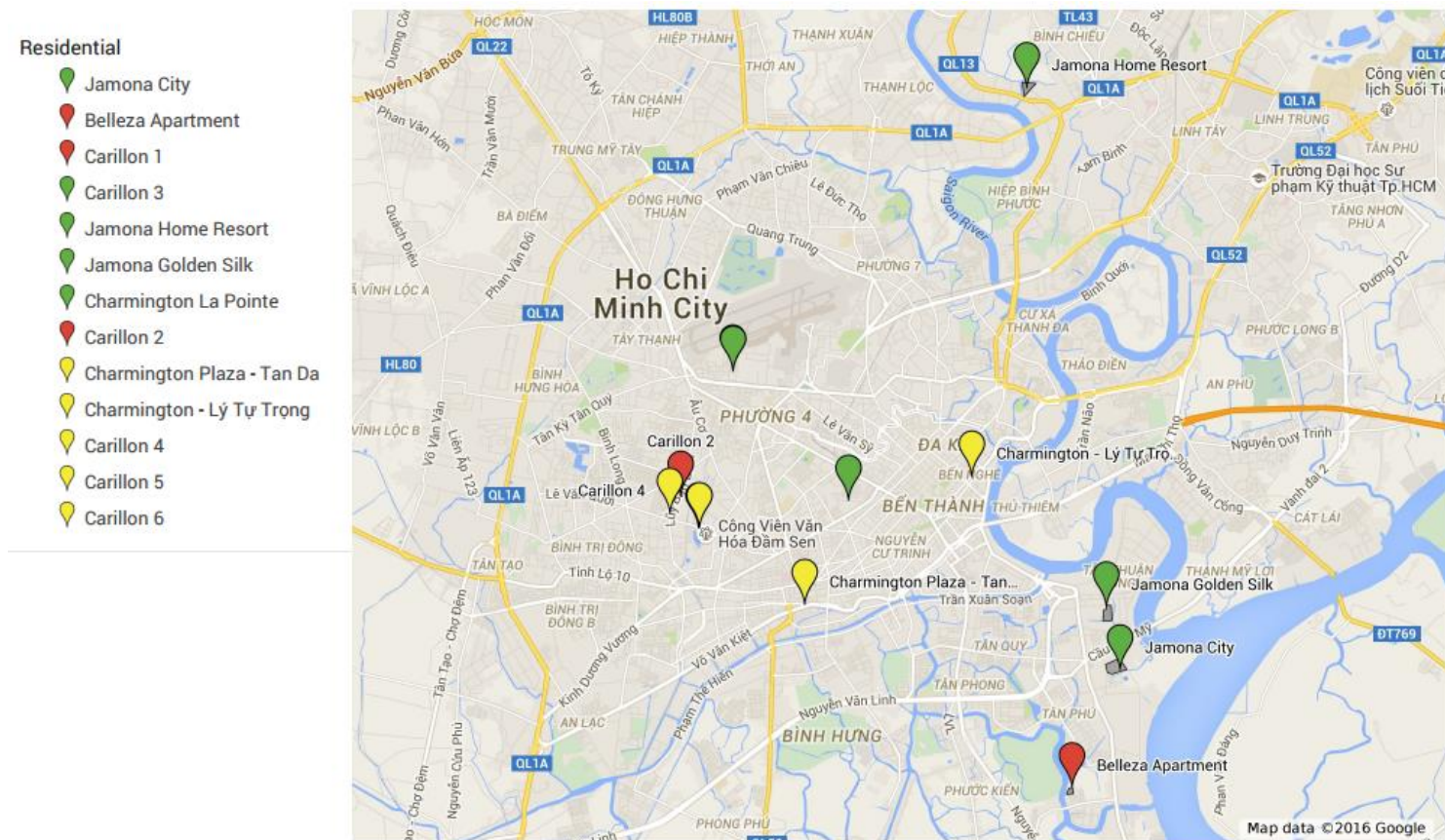
Hiện tại, Sacomreal đang phát triển 3 sản phẩm bất động sản từ biệt thự đến nhà ở xã hội.

Dự án	Dự án thành phần	Vị trí	Diện tích (m ²)	Số SP	Diện tích SP (m ²)	Giá (1) (Triệu VND/m ²)	Ghi chú
Jamona							Khu đô thị gồm đất nền và căn hộ
Jamona City	Đất nền	Quận 7	105,000	201	90-221	25	Đã bán hết
	Biệt thự Sky Villa			83	124-173	n/a	Đang thiết kế
	Căn hộ Jamona			1,296	46-69	14-25	Mở bán 2015. Đang xây dựng. Gồm 776 NOXH và 500 căn thương mại
Jamona Home Resort		Thủ Đức	92,000	238	118-520	15	Đất nền. Đã bán hết
Jamona Golden Silk		Quận 7	76,800				
	Biệt thự/ Nhà phố			226	n/a	25	Mở bán 2Q2016
	Căn hộ			272	n/a	n/a	Đang thiết kế
Charmington							Tòa nhà phức hợp phân khúc trung bình cao
Charmington La Point		Quận 10	5,077				
	Officetel			345	29-43	33	Mở bán 2015
	Căn hộ			163	49-77	30	Mở bán 2015
Charmington 2 – Lý Tự Trọng		Quận 1	1,275	n/a	n/a	n/a	Đang thiết kế
Charmington 3 – Tân Đa		Quận 5	4,998	n/a	n/a	n/a	Đang thiết kế
Charmington – Bình Tây		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	Đang thiết kế
Carillon (2)							Căn hộ phân khúc trung bình
Carillon 1 – Hoàng Hoa Thám		Tân Bình	7,834	545	53-211		Đã bàn giao
Carillon 2 – Trịnh Đình Thảo		Tân Phú	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Carillon 3 – Hoàng Hoa Thám		Tân Bình	1,312	96	46-64	30	Mở bán 2015. Đang xây dựng
Carillon 4 – Lũy Bán Bích		Tân Phú	3,029	221	n/a	n/a	Đang thiết kế
Carillon 5 – Hòa Bình		Tân Phú	2,453	201	n/a	n/a	Đang thiết kế
Carillon 6 – Hòa Bình		Tân Phú	3,236	242	n/a	n/a	Đang thiết kế

(1) Chưa bao gồm VAT

(2) Sacomreal khẳng định rằng cả 3 thương hiệu bất động sản đều thuộc sở hữu công ty mẹ nhưng chúng tôi không thể xác định được dự án Carrillon nào trong BCTC 2015 của công ty.

Vị trí dự án của Sacomreal



Đỏ: đã hoàn thành. Xanh: đang xây dựng. Vàng: đang thiết kế

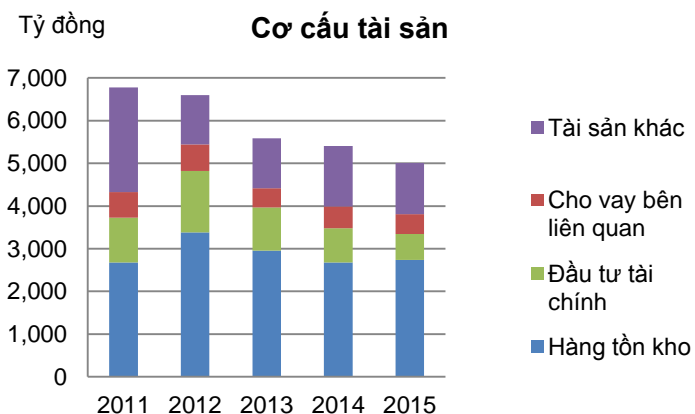
Sacomreal coi Jamona, Charmington và Carrillon là 3 dòng sản phẩm chiến lược cho công ty trong 5 năm tới. Công ty cũng đặt mục tiêu doanh thu và LNTT sẽ đạt tương ứng hơn 5 ngàn tỷ đồng và 400 tỷ đồng và năm 2020.

Kết thúc quá trình tái cơ cấu nguồn vốn

Tổng tài sản cũng như quỹ đất liên tục thu hẹp

Sự đổ vỡ của thị trường bất động sản trong nước đã kéo theo sự đi xuống của Sacomreal kể từ năm 2011. Bên cạnh đó, việc ngân hàng mẹ Sacombank bị thâm tốn diễn ra sau đó, khiến Sacomreal không chỉ chịu ảnh hưởng xấu từ thị trường kinh doanh bên ngoài mà còn cả sự xấu trộn hoạt động nội bộ bên trong.

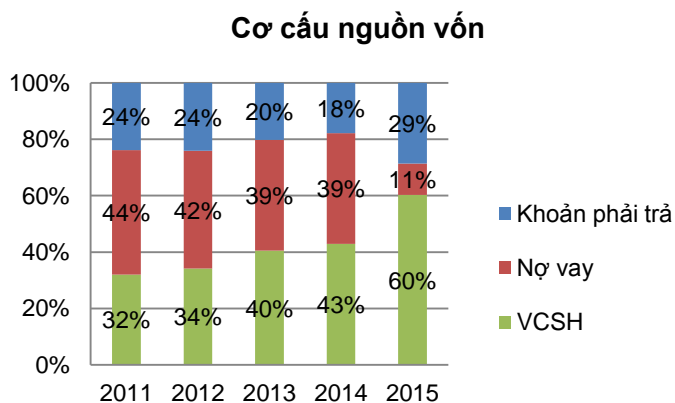
Tổng tài sản đạt đỉnh 7.3 ngàn tỷ đồng năm 2010 và sụt giảm 30% còn 5 ngàn tỷ đồng vào cuối 2015 mặc dù thị trường bất động sản đã hồi phục đáng kể từ năm 2014. Tổng giá trị hàng tồn kho và đầu tư dài hạn, có thể coi là thước đo quỹ đất của công ty, cũng suy giảm đáng kể. Lý do là quá trình tái cơ cấu nguồn vốn kéo dài và phần lớn dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và đầu tư được dùng để trả nợ trước hạn thay vì phát triển quỹ đất.



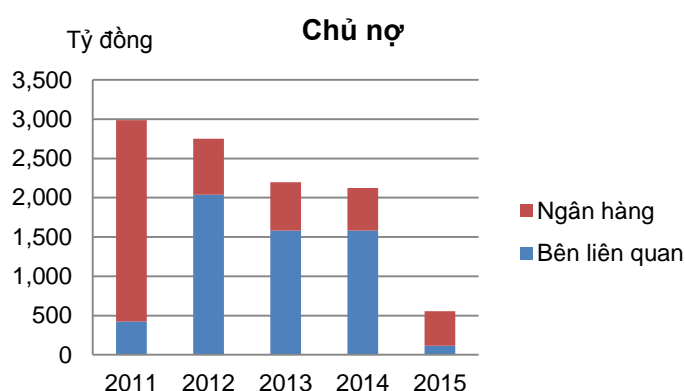
Ngoài ra, các khoản cho vay bên liên quan, tăng lên 718 tỷ đồng trong 1Q2016 từ mức 464 tỷ đồng cuối năm 2015 với lãi vay vào khoảng 8-9% mỗi năm, là một lo ngại về hiệu quả quản lý tài sản của công ty cũng như mâu thuẫn lợi ích với cổ đông thiểu số.

Cơ cấu nguồn vốn thay đổi đáng kể

Sacomreal lựa chọn tiếp tục tái cơ cấu lại nguồn vốn trong 2 năm vừa qua, tận dụng cơ hội từ sự hồi phục của thị trường bất động sản trong nước. Tỷ lệ nợ trong tổng nguồn vốn giảm mạnh còn 11% cuối năm 2014 so với mức 44% năm 2011 trong khi đóng góp của VCSH tăng vọt lên 60% từ mức 33% trong cùng giai đoạn.



Bóc tách khoản nợ vay, nguồn vay nợ cũng thay đổi mạnh từ vay ngân hàng (bao gồm ngân hàng mẹ cũ Sacombank, ngân hàng Liên Việt) sang các bên liên quan trong giai đoạn 2011-2012. Phần lớn khoản nợ vay các bên liên quan đã được trả trước hạn trong năm 2015.



Mặc dù các bên liên quan có thể cung cấp thanh khoản cho Sacomreal, việc phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn này sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới tính độc lập của Sacomreal và lợi ích của cổ đông thiểu số.

Nhìn chung, đòn bẩy tài chính cải thiện giúp giảm rủi ro phá sản

Tại thời điểm cuối 2015, nợ ròng trên VCSH ở mức 12%, rất thấp so với các công ty cùng ngành và bản thân Sacomreal trong quá khứ. Rủi ro phá sản thấp cho phép ban lãnh đạo Sacomreal tập trung vào chiến lược phát triển công ty trong tương lai.

Kết quả kinh doanh

Năm 2015 đã là đáy thực sự?

Tiến độ thực hiện dự án đã không được quản lý tốt, khiến Belleza và Carrilon 1 là nguồn doanh thu duy nhất của mảng bất động sản trong 3 năm qua. Do bất động sản vẫn là nguồn đóng góp phần lớn doanh thu của Sacomreal, năm 2015 chứng kiến mức doanh thu thấp kỷ lục trong 6 năm qua ở mức 158 tỷ đồng, giảm 80% so với cùng kỳ, do thiếu dự án bàn giao nhà.

Ngoại trừ năm 2013, biên lợi nhuận gộp thấp và chi phí QL&BH cao khiến hoạt động kinh doanh thông thường của Sacomreal chịu lỗ trong 5 năm qua. Tương tự doanh thu, lỗ từ hoạt động kinh doanh đạt mức kỷ lục 108 tỷ đồng trong năm ngoái. Nhưng như thường lệ, lợi nhuận khác gồm đầu tư chứng khoán, chuyển nhượng dự án, v.v giúp công ty thoát lỗ trong năm 2015.

Mục (Tỷ đồng)	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu thuần	554	587	1,093	688	159
GVHB	427	550	892	553	141
<i>Biên LN (%)</i>	23%	6%	18%	20%	12%
Lợi nhuận HĐKD (EBIT)	-24	-78	12	-20	-108
<i>Biên LN (%)</i>	n/a	n/a	1.1%	n/a	n/a
Chi phí lãi vay ròng	252	203	173	115	33
LN khác	292	397	233	192	336
LN ròng	16	74	7	29	198
<i>Biên LN (%)</i>	2.8%	13%	0.7%	4.2%	125%

Nguồn: BCTC Sacomreal

Kết quả kinh doanh 2016

Việc mở bán nhiều dự án bao gồm Jamona City, Jamona Home Resort và Charmington La Pointe cuối 2014 và 2015 mang lại dòng tiền lớn cho Sacomreal trong năm ngoái. Hầu hết đất nền các dự án Jamona đã được bán hết trong khi tốc độ bán hàng của căn hộ Jamona và office-tel của Charmington La Pointe khá cao.

Thực tế, số dư người mua trả tiền trước đã tăng gấp đôi lên 1 ngàn tỷ đồng tại thời điểm cuối 2015.

Tuy nhiên, phần lớn doanh thu sẽ không được ghi nhận cho đến khi sản phẩm các dự án nói trên được bàn giao vào cuối 2017 trở đi. Như vậy, doanh thu 2016 nhiều khả năng sẽ không hứa hẹn và Sacomreal sẽ cần nhưng khoản thu nhập bất thường để đạt được mục tiêu của năm. Hoạt động bàn giao nhà sẽ tăng mạnh trong năm tới, và do đó tìm kiếm nguồn doanh thu sẽ dễ dàng hơn.

Nguồn doanh thu cho 2016-2018

Dự án	Dự án thành phần	Mở bán	Bàn giao	2016	2017	2018	Ghi chú
Jamona							
Jamona City							
	Đất nền biệt thự/nhà phố	2014	n/a	-	-	-	Đã bán hết
	Biệt thự Sky Villa	2Q2016	2017	-	412	80	Đang thiết kế
	Căn hộ Jamona	2015	2017-2018	-	615	693	Đã bán 70%
Jamona Home Resort		07/2015	n/a	-	-	-	Đã bán hết. Đang xây dựng
Jamona Golden Silk							
	Biệt thự/nhà phố	2Q2016	2016-2017	656	676	-	
	Căn hộ	2Q2017	2019	-	-	-	
Charmington							
Charmington La Pointe		2015	2017-2018	-	710	-	
Total				656	2,412	773	

Đơn vị: Tỷ đồng. KISVN ước tính

Trong năm 2016, Sacomreal đặt mục tiêu 1,447 tỷ đồng doanh thu (gồm doanh thu từ biệt thự/nhà phố của dự án Jamona Golden Silk, doanh thu tài chính và khác) và 206 tỷ đồng LNTT.

Do doanh thu tài chính và khác nằm ngoài khả năng ước tính của chúng tôi, chúng tôi cho rằng Sacomreal sẽ ghi nhận khoản 718 tỷ đồng doanh thu hợp nhất và 152 tỷ đồng LNTT trong năm nay. Trong năm 2017, việc bàn giao căn hộ dự án Jamona và Charmington La Pointe có thể giúp doanh thu tăng gấp 3, nhưng lợi nhuận có thể giảm do chúng tôi nghi ngờ khả năng sinh lợi của dự án Jamona City.

Định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu Sacomreal ở mức 9.4k đồng/cp tại thời điểm cuối 2016 dựa trên phương pháp định giá lại tài sản ròng NAV như sau:

- Chúng tôi định giá lại các dự án đang triển khai bao gồm Jamona City, Jamona Home Resort, Jamona Golden Silk và Charmington La Pointe và giữ các dự án khác tại giá trị sổ sách.
- Chúng tôi giả định Sacomreal sẽ duy trì mức đòn bẩy tài chính 2015 trong các năm tới.
- Chúng tôi ước tính dự án Jamona City sẽ lỗ và là lý do chính cho việc định giá lại tài sản thấp 2016 hơn giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu 2015.

Dòng tiền ròng và NAV

Dự án	2015	2016	2017	2018	2019
Chi phí VCSH	15%				
Chi phí nợ	9%				
Nợ ròng/VCSH	12%	12%	12%	12%	12%
Thuế	22%	20%	20%	20%	20%
WACC	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%
Hệ số chiết khấu		1.00	0.88	0.77	0.67
Jamona City		291	178	285	-
NAV		532			
Jamona Home Resort		182	149	-	-
NAV		250			
Jamona Golden Silk		25	277	321	-38
NAV		386			
Charmington La Point		(21)	200	-	-
NAV		123			
Tổng NAV		1,292			

Đơn vị: Tỷ đồng

Định giá

Mục (Tỷ đồng)	Giá sổ sách 2015	Đánh giá lại 2016
Tài sản liên quan BĐS (1)	3,879	-
Tài sản khác (2)	1,127	-
Cho vay các bên liên quan	402	-
Đầu tư tài chính	611	-
Bất động sản đầu tư	114	-
Tổng tài sản (3) = (1) + (2)	5,007	-
Phải trả liên quan đến BĐS (4)	1,327	-
Phải trả khác (5)	103	-
Nợ vay (6)	556	-
Ngân hàng	441	-
Các bên liên quan	115	-
Tổng nợ (7) = (4) + (5) + (6)	1,986	-
Tài sản ròng liên quan BĐS (8) = (1) – (4)	2,552	1,619
Tài sản ròng khác (9) = (2) – (5)	1,025	1,025
Tài sản ròng (10) = (8) + (9)	3,021	2,087
Cổ đông thiểu số (11)	36	36
Số lượng cp (triệu) (12)	217	217
NAV mỗi cp (VND)	13,749	9,448
[(10) – (11)] / (12)		

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH SCR	Giá hiện tại (VND): 9,100		Giá mục tiêu (VND): 9,400		Vốn hóa (tỷ đồng): 1,975	
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
Doanh thu thuần	587	1,093	688	159	718	2,524
Tăng trưởng (%)	6%	86%	-37%	-77%	352%	251%
Bất động sản	426	1,033	647	113	656	2,412
Vật liệu xây dựng	130	36	26	3	18	66
Cho thuê văn phòng	8	18	20	14	14	15
Môi giới BĐS	19	5	4	9	9	10
Khác	4	4	15	20	20	20
GVHB	550	892	553	141	470	2,181
Biên LN gộp (%)	6%	18%	20%	12%	34%	14%
Chi phí bán hàng và QLDN	114	189	155	126	137	264
EBITDA	(7)	58	28	(89)	116	84
Biên lợi nhuận EBITDA (%)	n/a	5.3%	4.1%	n/a	16%	3.3%
Khấu hao	71	46	48	19	5	5
Lợi nhuận từ HĐKD	(78)	12	(20)	(108)	111	79
Biên LN HĐKD (%)	n/a	1.1%	n/a	n/a	16%	3.1%
Chi phí lãi vay ròng	203	173	115	33	5	16
Lãi vay vốn hóa	68	27	39	80	40	30
% so với nợ ròng (bao gồm lãi vay vốn hóa)	10%	8%	7%	9%	12%	4%
Khả năng chi trả lãi vay(x)	n/a	0.1	n/a	n/a	2.5	1.7
Lãi/lỗ khác	397	233	192	336	46	48
Chuyển nhượng dự án / Đầu tư cổ phiếu	297	185	162	408	-	-
Lãi cho vay bên liên quan	65	67	55	42	42	43
Thuế	42	65	27	-3	30	22
Thuế suất hiệu dụng (%)	88%	73%	34%	-2%	20%	20%
Lợi nhuận ròng	74	7	29	198	122	88
Biên lợi nhuận ròng (%)	13%	0.7%	4.2%	125%	17%	3.5%
Lợi ích cổ đông thiểu số	-15	-1	2	-1	16	16
LN dành cho công ty mẹ	89	8	27	199	106	72
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	143	150	158	217	217	217
EPS hiệu chỉnh (VND)	564	50	160	916	489	332
Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)	323%	-91%	218%	471%	-47%	-32%
Cổ tức (VND)	-	-	-	-	-	-
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	-	-	-	-	-	-

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
Thay đổi vốn lưu động	-464	-280	-439	-584	-477	-804
Capex	4	-5	1	0	10	10
Các khoản mục dòng tiền khác	-330	259	-478	389	-683 (*)	-898 (*)
Dòng tiền tự do	275	596	37	1,190	-89	-10
Phát hành cp	-	-	-	500	67	-

Cổ tức	-	-	-	-	-	-
Thay đổi nợ ròng	-275	-596	-37	-1,690	22	10
Nợ ròng cuối năm	2,680	2,084	2,047	356	378	389
Giá trị doanh nghiệp (EV)	4,748	4,068	4,055	2,368	2,405	2,432
Tổng VCSH	2,348	2,270	2,317	3,021	3,209	3,298
Lợi ích cổ đông thiểu số	93	9	33	36	52	68
VCSH	2,256	2,261	2,284	2,985	3,158	3,230
Giá trị sổ sách/cp (VND)	15,774	15,055	14,488	13,750	14,548	14,880
Nợ ròng / VCSH (%)	114%	92%	88%	12%	12% (*)	12% (*)
Nợ ròng / EBITDA (x)	-382	36	73	-4.0	3.3	4.6
Tổng tài sản	6,596	5,587	5,404	5,007	5,218	5,316

(*) Chúng tôi ước tính Sacomreal sẽ duy trì tỷ lệ đòn bẩy tài chính như năm 2015 trong các năm tới. Dòng tiền từ các dự án hiện tại sẽ được đầu tư phát triển quỹ đất.

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
ROE (%)	3%	0.3%	1.3%	7%	4%	3%
ROA (%)	1%	0.1%	0.5%	4%	2%	2%
ROIC (%)	3.4%	2.2%	2.1%	4.3%	2.5%	1.9%
WACC (%)	10.9%	10.8%	10.7%	14.2%	14.5%	13.8%
EVA (%)	-7.5%	-8.6%	-8.6%	-9.9%	-12%	-12%
PER (x)	16	180	57	9.9	19	27
EV/EBITDA (x)	-676	70	145	-27	21	29
EV/FCF (x)	17.3	6.8	109	2.0	-27	-234
PBR (x)	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
PSR (x)	3.4	1.8	2.9	12	2.8	0.8
EV/sales (x)	8.1	3.7	5.9	15	3.4	1.0
Suất sinh lợi cổ tức (%)	-	-	-	-	-	-

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 –
Năng lượng, hàng hóa,
logistics**

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

**Chuyên viên Phân tích –
Tiêu dùng**

Lê Thị Nụ
(+84 8) 3914 8585 (x1460)
nu.lt@kisvn.vn

Phòng Phân tích Vĩ mô**Trưởng phòng Phân tích Vĩ
mô**

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.tv@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

Nguyên tắc khuyến nghị

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

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

GIẢM TỶ TRỌNG: 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.