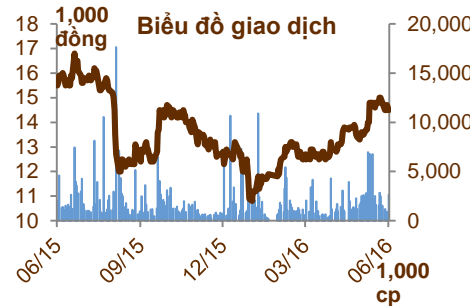


## Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG HOSE: KBC

Bất Động Sản

Giá thị trường (VND)	14,800
Giá mục tiêu (VND)	16,000
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	17%
Suất sinh lợi cổ tức	0%
Suất sinh lợi bình quân năm	17%



## Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	13%	6%	16%	-6%
Tương đối	5%	5%	8%	-13%

Nguồn: Stoxplus, so với VNI

<b>Thông kê</b>	<b>20/06/16</b>
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	10.8k-16.8k
SL lưu hành (triệu cp)	470
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,952
Vốn hóa (triệu USD)	318
% khối ngoại sở hữu	33%
SL cp tự do (triệu cp)	197
KLGD TB 3 tháng (cp)	1.75mn
VND/USD	21,863
Index: VNIndex / HNX	626/84

Nguồn: Stoxplus

<b>Cơ cấu sở hữu</b>	<b>20/06/16</b>
Chủ tịch HĐQT & người liên quan	15%
Tư vấn và ĐT Kinh Bắc	9.9%
PYN Fund Elite	6.9%
Vietnam Enterprise Investment Ltd	4.8%
Deutsche Bank	3.7%
Market Vectors VN ETF	3.6%
Saigon VRG Inv't	3.6%

Nguồn: Stoxplus

## Hoàng Huy

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

## CTCP PTĐT Kinh Bắc (HSX: KBC) hưởng lợi từ dòng vốn FDI đang tăng tốc

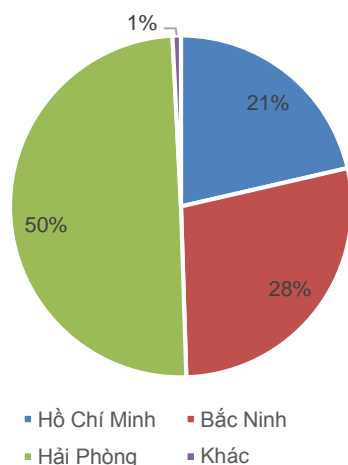
Chúng tôi khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG cổ phiếu KBC dựa trên các lý do sau:

- **Kinh Bắc là một trong những công ty phát triển khu công nghiệp hàng đầu với quỹ đất 4,500 ha**, tương đương 5% tổng quỹ đất khu công nghiệp cả nước. Phần lớn quỹ đất của Kinh Bắc tập trung tại các trung tâm công nghiệp của miền Bắc như Hải Phòng, Bắc Ninh.
- Các hiệp định thương mại tự do, đặc biệt là TPP, mà Việt Nam đã ký và sẽ ký sẽ thu hút thêm sự chú ý của các công ty toàn cầu. **Chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI, đối tượng chính của Kinh Bắc, sẽ tăng tốc trong các năm tới.**
- **Quá trình tái cơ cấu tài chính sẽ giúp giải phóng Kinh Bắc bớt được áp lực từ việc chi trả nợ và lãi vay.** Mặc dù đợt phát hành riêng lẻ 120 triệu cổ phiếu sắp tới dẫn tới lo ngại về sự pha loãng trong ngắn hạn, Kinh Bắc sẽ tốt hơn trong dài hạn do công ty có nhiều thời gian hơn để tập trung vào hoạt động cốt lõi. Trong khi các dự án đang trì hoãn được xem là quỹ đất, các dự án đang vận hành có thể cung cấp lợi nhuận kỳ vọng cho cổ đông.
- **Trong năm 2015, Kinh Bắc ghi nhận doanh thu kỷ lục 1,435 tỷ đồng** nhờ vào các khu công nghiệp Trảng Dục, Quế Võ và Tân Phú Trung. Dựa trên tiềm năng của hiệp định TPP, Kinh Bắc dự đoán hai kịch bản cho năm 2016. Kịch bản cơ bản: nếu TPP thất bại, Kinh Bắc có thể đạt 1,900 tỷ đồng doanh thu, 650 tỷ đồng LNST và 1.4k đồng EPS. Kịch bản tích cực: nếu TPP được thông qua, Kinh Bắc có thể đạt doanh thu 2,900 tỷ đồng, LNST 850 tỷ đồng và 1.8k đồng EPS, không tính 120 triệu cổ phiếu phát hành riêng lẻ.
- **Chúng tôi định giá cổ phiếu KBC ở mức 16k đồng/cp tại thời điểm cuối năm 2016** dựa trên định giá của chúng tôi và của Kinh Bắc. Suất sinh lợi bình quân năm vào khoảng 17% tại mức giá thị trường 14.8k đồng/cp. TĂNG TỶ TRỌNG.

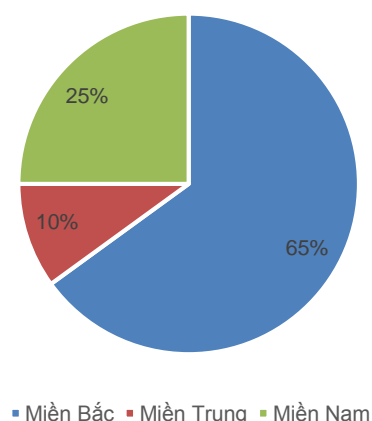
Tỷ đồng	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>DT Thuần (tỷ đồng)</b>	1,073	1,069	1,435	1,886	2,063
Tăng trưởng (%)	281%	0%	34%	31%	9%
<b>LN hoạt động (tỷ đồng)</b>	429	489	446	726	789
Biên lợi nhuận (%)	40%	46%	31%	39%	38%
<b>LN khác</b>	(36)	100	370	20	20
<b>LNST (tỷ đồng)</b>	79	312	602	638	744
Biên lợi nhuận (%)	7.3%	29%	42%	34%	36%
<b>SLCP lưu hành (triệu cp)</b>	290	390	470	590	590
<b>EPS (hiệu chỉnh, VND)</b>	250	835	1,303	1,050	1,255
Tăng trưởng (%)	n/a	234%	56%	-19%	20%
<b>ROE (%)</b>	1.8%	6.9%	10%	7.4%	7.4%
<b>Nợ ròng/VCSH (%)</b>	89%	75%	41%	14%	12%
<b>PE (x)</b>	58	17	11	14	12
<b>PB (x)</b>	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8
<b>EV/EBITDA (x)</b>	26	24	23	12	11
<b>Cổ tức (VND)</b>	-	-	-	-	-
Suất sinh lợi cổ tức (%)	-	-	-	-	-

\* Chúng tôi giả định 120 triệu cổ phiếu riêng lẻ sẽ được phát hành vào cuối năm 2016

Doanh thu theo khu vực, 2015  
Nguồn: KBC



Tài sản theo khu vực, 2015  
Nguồn: KBC, KISVN ước tính



## Một trong những công ty phát triển khu công nghiệp hàng đầu

### Phát triển khu công nghiệp trung cấp

Từ khu công nghiệp đầu tiên Quế Võ ở Bắc Ninh, Kinh Bắc hiện sở hữu 14 khu công nghiệp thông qua các công ty con, LDLK với tổng quỹ đất là 4,500 ha, tương đương 5.3% tổng diện tích khu công nghiệp 84,000 ha của 300 khu công nghiệp trên toàn quốc (số liệu theo báo cáo 2015 của Bộ Kế hoạch và Đầu tư).

Các khu công nghiệp có diện tích 150-600 ha, nằm phần lớn tại miền Bắc. Trong năm 2015, Kinh Bắc ghi nhận 1,435 tỷ đồng doanh thu, trong đó 21% đến từ KCN Tân Phú Trung – Hồ Chí Minh, 50% từ KCN Trảng Duệ - Hải Phòng và 28% từ KCN Quế Võ – Bắc Ninh.

Với giá thuê 50 năm từ 60-80 USD/m<sup>2</sup>, các KCN của Kinh Bắc thuộc phân khúc trung cấp khi so với các KCN cao cấp của VSIP, Nomura (> 100 USD/m<sup>2</sup>) và thấp cấp của IDICO, HUD (< 60USD/m<sup>2</sup>).

### Bất động sản nhà ở còn bỏ ngỏ

Kinh Bắc cho biết sở hữu 1,300 ha quỹ đất khu dân cư cạnh các khu công nghiệp dành cho phát triển trong tương lai. Kinh Bắc kỳ vọng sau khi lấp đầy các khu công nghiệp, các khách hàng của công ty cũng sẽ có nhu cầu thuê, mua nhà ở cho nhân viên. Tuy nhiên, đóng góp của mảng kinh doanh này vẫn còn rất ít. Thực tế, doanh thu trong năm ngoài chỉ đến từ bất động sản khu công nghiệp.

### Bất động sản thương mại và các tài sản khác

Trong danh mục dài tài sản là các dự án bị trì hoãn và chưa có kế hoạch khởi công lại hoặc đã thoái vốn. Có thể kể đến là tòa nhà Khách sạn Hoa Sen (Diamond Rice Flower) – Hà Nội, khu nhà đoàn ngoại giao – Hà Nội và các dự án thủy điện, du lịch, xỉ măng, v.v.

Kinh Bắc vẫn đang trong quá trình giải quyết vấn đề về đầu tư dàn trải trong quá khứ. Khoản thoái vốn khỏi 2 công ty điện trong năm ngoài cho thấy quyết tâm của Kinh Bắc để quay lại lĩnh vực mà công ty làm tốt nhất, phát triển khu công nghiệp.

## Miền Bắc là thị trường chính

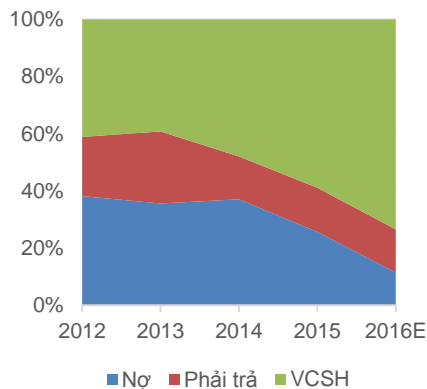
Miền Bắc có nhiều KCN hơn và là thị trường sôi động nhất của Kinh Bắc. Khoảng 65% tài sản nằm ở miền Bắc, 10% ở miền Trung và 25% ở miền Nam.

Dự án	Sở hữu KBC	Vị trí	GFA (ha)	Khởi công	Tỷ lệ lấp đầy (%)	Giá (USD/m <sup>2</sup> )	Giá sổ sách (Tỷ đồng)	DThu 2015 (Tỷ đồng)	Khách hàng lớn	Ghi chú
Tràng Cát	100%	Hải An-Hải Phòng	580	2011	n/a	n/a	3,352	n/a	n/a	Tạm hoãn
Tân Phú Trung	61%	Củ Chi-Hồ Chí Minh	542	2003	23%	65	2,559	315	n/a	Có thêm 47 ha phát triển khu dân cư
Quang Châu	60%	Việt Yên-Bắc Giang	426	2006	27%	55	359	9	Wintek, Umec	Có thêm 120 ha phát triển khu dân cư
Tràng (1&2)	Duệ 87%	An Dương-Hải Phòng	400	2007	61%	75	462	711	LG, Dongjin	Là KCN tốt nhất hiện tại của Kinh Bắc. Đang lên kế hoạch GD3 700 ha.
Quế Võ (gồm mở rộng)	100%	Quế Võ-Bắc Ninh	610	2002	80%	72	401	350	Canon, Foxconn	-
Nam Sơn - Hạp Lĩnh	100%	Bắc Ninh	432	n/a	n/a	n/a	203	n/a	n/a	Đang lên kế hoạch

Nguồn: KBC, KISVN ước tính. Dữ liệu ngày 31/12/2015

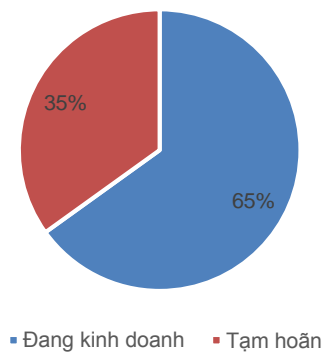
**Cơ cấu Kinh Bắc, 2012-2015**

Nguồn: KBC, KISVN ước tính



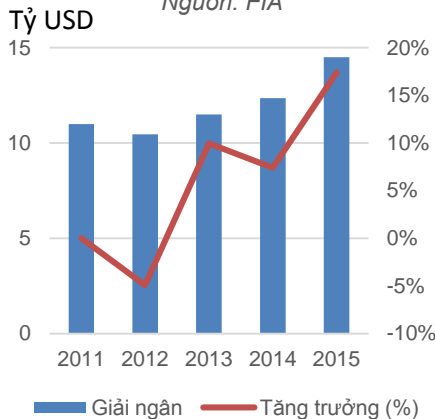
**Tài sản theo tình trạng, 2015**

Nguồn: KBC, KISVN ước tính



**Giải ngân FDI, 2011-2015**

Nguồn: FIA



## Quá trình tái cơ cấu tài chính tiếp tục

### Thanh khoản cải thiện mạnh

Trong khi tiền và tương đương tiền liên tục tăng, nợ ngân hàng (bao gồm lãi vay phải trả) giảm mạnh trong những năm qua nhờ vào hai đợt hoán đổi nợ - cổ phiếu giá trị 1,000 tỷ đồng năm 2014 và 1,200 tỷ đồng năm 2015.

Một nửa nợ gốc 3,000 tỷ đồng trái phiếu đã được trả và nửa còn lại đã được giãn thời hạn chi trả tới năm 2019. Theo đó, đòn bẩy tài chính của Kinh Bắc cải thiện đáng kể.

### Cần thêm 1 đợt phát hành nữa

Mặc dù cơ cấu nguồn vốn đã cải thiện đáng kể, khả năng chi trả số nợ hiện tại của Kinh Bắc vẫn còn đáng ngại nếu nhìn vào tỷ lệ nợ ròng/EBITDA ở mức 7x năm 2015 (mặc dù năm 2015 ghi nhận mức doanh thu kỷ lục 1.43 nghìn tỷ đồng). ĐHCĐ 2016 đã thông qua kế hoạch phát hành riêng lẻ 120 triệu cổ phiếu ở mức giá tối thiểu 15k đồng/cp, tương đương tổng giá trị 1.8 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng đợt phát hành, nếu thành công, là thông tin rất tích cực cho hoạt động kinh doanh, khả năng sinh lợi và giá cổ phiếu của Kinh Bắc trong dài hạn, mặc dù yếu tố pha loãng của đợt phát hành sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới xu hướng cổ phiếu trong ngắn hạn.

Chúng tôi ước tính nợ ròng/VCSH và nợ ròng/EBITDA sẽ giảm tiếp tương ứng còn 15% và 2.3x trong năm 2016. Với ít chi phí lãi vay và lãi vay vốn hóa, các dự án đang ngủ đông như Trảng Cát, KS Hoa Sen sẽ bớt trở thành gánh nặng trong khi các dự án đang kinh doanh khác đủ cung cấp lợi nhuận kỳ vọng cho cổ đông.

## Động lực tăng trưởng từ các hiệp định thương mại

Cục Đầu tư Nước ngoài Việt Nam ước tính giải ngân FDI tăng 15% so với cùng kỳ đạt 3.5 tỷ USD và vốn đăng ký FDI đạt 4 tỷ USD trong 1Q2016. Trong giai đoạn 2011-2015, giải ngân FDI tăng mạnh khi các doanh nghiệp toàn cầu tìm kiếm các lợi thế về thuế từ các hiệp định thương mại giữa Việt Nam và thế giới và chi phí nhân công rẻ.

Dữ liệu Bloomberg cho thấy Việt Nam đã lấy thị phần từ các nước láng giềng trong thương mại hai chiều giữa ASEAN và EU để trở thành đối tác thương mại lớn thứ 2 với 19% thị phần trong năm 2015. Cũng trong các nước ASEAN, Việt Nam đã trở thành nước xuất khẩu lớn nhất vào Mỹ trong năm 2014.

Các hiệp định thương mại đang có hiệu lực và trong tương lai như Việt Nam – EU, Việt Nam – ASEAN, TPP, v.v sẽ giúp dòng vốn FDI tiếp tục gia tăng trong thời gian tới và các công ty phát triển khu công nghiệp như Kinh Bắc sẽ được hưởng lợi trực tiếp.

## Kết quả 2015 và kế hoạch 2016

Trong năm 2015, Kinh Bắc ghi nhận 1.43 nghìn tỷ đồng doanh thu, chỉ hoàn thành 73% kế hoạch cả năm. Sự đóng góp của KCN Tân Phú Trung, có biên lợi nhuận thấp, làm giảm lợi nhuận hoạt động hợp nhất còn 33% năm 2015 từ mức 49% năm 2014. Chi phí lãi vay thấp giảm và 289 tỷ đồng lợi nhuận từ khoản thoái vốn khỏi công ty Năng lượng Sài Gòn Bình Định giúp LNST tăng gấp đôi lên 602 tỷ đồng.

Trong năm 2016, Kinh Bắc đưa ra 2 kế hoạch kinh doanh dựa trên tiềm năng của hiệp định thương mại TPP. Theo đó, kịch bản cơ bản với TPP thất bại, doanh thu tăng 32% so với cùng kỳ đạt 1.9 nghìn tỷ đồng và LNST tăng 8% đạt 650 tỷ đồng. Trong kịch bản tích cực với TPP được thông qua, doanh thu sẽ tăng gấp đôi lên 2.9 nghìn tỷ đồng và LNST tăng 41% đạt 850 tỷ đồng. Không tính 120 triệu cổ phiếu phát hành riêng lẻ sắp tới, mỗi cổ phiếu KBC sẽ kiếm được 1.4k đồng và 1.8k đồng tương ứng cho 2 trường hợp.

Trong 1Q2016, Kinh Bắc ghi nhận 446 tỷ đồng doanh thu và 108 tỷ đồng LNST, hoàn thành tương ứng 23% và 17% kế hoạch năm theo kịch bản cơ bản.

### Định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu KBC ở mức 16k đồng/cp dựa trên mức trung bình theo định giá của chúng tôi và của Kinh Bắc như sau.

Khoản mục (tỷ đồng)	Giá trị sổ sách 2015	Định giá 2016 theo KISVN (*)	Định giá theo Kinh Bắc (**)
Bất động sản KCN (1)	10,949	8,642	12,322
KCN Trảng Cát	3,353	3,353	3,353
KCN Tân Phú Trung	2,559	1,441	2,559
KĐT Phúc Ninh	791	643	791
KCN Quang Châu	360	723	645
KĐT Quang Châu	192	192	316
KCN Trảng Duệ 1&2	463	1,015	781
Nam Sơn – Hạp Lĩnh	207	207	500
KCN Quế Võ (hiện tại & mở rộng)	401	999	590
Khu nhà thấp tầng	24	24	189
Khác (phải thu, v.v)	2,599	14	2,599
Tài sản khác (Đầu tư dài hạn, v.v) (2)	2,704	2,704	2,704
<b>Tổng Tài sản (3) = (1) + (2)</b>	<b>13,654</b>	<b>11,346</b>	<b>15,026</b>
Phải trả liên quan đến BĐS KCN (4)	2,115	-	2,115
Nợ trả lãi (5)	3,503	3,503	3,503
Nợ	2,557	2,557	2,557
Lãi vay phải trả	946	946	946
<b>Tổng nợ (6) = (4) + (5)</b>	<b>5,618</b>	<b>3,503</b>	<b>5,618</b>
<b>Tài sản ròng (7) = (3) – (6)</b>	<b>8,036</b>	<b>7,844</b>	<b>9,409</b>
Cổ đông thiểu số (8)	871	1,010	871
CTCP Sài Gòn Tây Bắc	-	576	-
CTCP Sài Gòn Bắc Giang	-	297	-
CTCP Sài Gòn Hải Phòng	-	138	-
SLCP đang lưu hành (triệu cp) (9)	470	470	470
Phát hành riêng lẻ (10) (***)		1,800	1,800
Cổ phiếu phát hành riêng lẻ (triệu cp) (11)		120	120
<b>NAV mỗi cp (VND)</b>			
<b>[(7) – (8) + (10)] / [(9) + (11)]</b>	<b>15,253</b>	<b>14,603 (13)</b>	<b>17,525 (14)</b>
<b>Giá KBC (VND) [(12) + (13)]/2</b>		<b>16,064</b>	

(\*) Chúng tôi định giá lại các dự án đang kinh doanh và giữ các dự án khác ở mức giá trị sổ sách.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền: chi phí VCSH 15%, chi phí nợ 7.6% (lãi vay Kinh Bắc 2015) và cá mức thuế khác nhau cho các dự án khác nhau. Chúng tôi ước tính nợ ròng/ VCSH năm 2017 ở mức 12% và Kinh Bắc sẽ giữ mức đòn bẩy này cho các năm tiếp theo.

(\*\*) Giá trị dự án = diện tích cho thuê x đơn giá thuê hiện tại.

(\*\*\*) Chúng tôi giả định Kinh Bắc có thể huy động được 1.8 nghìn tỷ đồng từ đợt phát hành riêng lẻ 120 triệu cổ phiếu vào cuối năm 2016.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH KBC	Giá hiện tại (VND): 14,800	Giá mục tiêu (VND): 16,000	Vốn hóa (tỷ đồng): 6,952			
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>281</b>	<b>1,073</b>	<b>1,069</b>	<b>1,435</b>	<b>1,886</b>	<b>2,063</b>
Tăng trưởng (%)	-56%	281%	0%	34%	31%	9%
Bán đất KCN	238	736	743	1,129	1,549	1,711
Bán nhà xưởng	-	271	229	224	250	250
Nhà xưởng, văn phòng cho thuê	15	37	36	8	-	-
Cung cấp dịch vụ, điện, nước, v.v	29	38	62	74	87	102
GVHB	174	577	481	861	1,009	1,097
Biên LN gộp (%)	38%	46%	55%	40%	47%	47%
Chi phí bán hàng và QLDN	219	66	98	128	151	177
<b>EBITDA</b>	<b>(88)</b>	<b>463</b>	<b>521</b>	<b>474</b>	<b>754</b>	<b>817</b>
Biên lợi nhuận EBITDA (%)	n/a	43%	49%	33%	40%	40%
Khấu hao	23	34	32	28	28	28
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>(111)</b>	<b>429</b>	<b>489</b>	<b>446</b>	<b>726</b>	<b>789</b>
Biên LN HĐKD (%)	n/a	40%	46%	31%	39%	38%
Chi phí lãi vay ròng	319	308	248	85	74	25
Lãi vay vốn hóa	320	196	203	216	200	100
% so với nợ ròng (bao gồm lãi vay vốn hóa)	14%	11%	10%	7.6%	12%	9.1%
Khả năng chi trả lãi vay(x)	n/a	0.9	1.1	1.5	2.6	6.3
Lãi/lỗ khác	-57	-36	100	370	20	20
Thuế	-3	7	29	128	34	39
Thuế suất hiệu dụng (%)	1%	7%	9%	18%	5%	5%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>(484)</b>	<b>79</b>	<b>312</b>	<b>602</b>	<b>638</b>	<b>744</b>
Biên lợi nhuận ròng (%)	n/a	7.3%	29%	42%	34%	36%
Lợi ích cổ đông thiểu số	(48)	6	(14)	(10)	18	4
<b>LN dành cho công ty mẹ</b>	<b>(436)</b>	<b>72</b>	<b>326</b>	<b>612</b>	<b>619</b>	<b>740</b>
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	290	290	390	470	590	590
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	<b>(1,503)</b>	<b>250</b>	<b>835</b>	<b>1,303</b>	<b>1,050</b>	<b>1,255</b>
Tăng trưởng EPS hiệu chỉnh (%)	n/a	n/a	234%	56%	-19%	20%
Cổ tức (VND)	-	-	-	-	-	-
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	-	-	-	-	-	-

\* Chúng tôi giả định 1.800 tỷ đồng phát hành riêng lẻ sẽ diễn ra vào cuối năm 2016.

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
Thay đổi vốn lưu động	1,267	-347	1,698	2,004	800	800
Capex	63	21	24	39	32	32
Các khoản mục dòng tiền khác	1,932	-370	56	1,625	200	200
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>141</b>	<b>69</b>	<b>-1,322</b>	<b>212</b>	<b>34</b>	<b>141</b>
Phát hành cp	-	-	1,000	1,200	1,800	-
Cổ tức	-	-	-	-	-	-
Thay đổi nợ ròng	-141	-69	322	-1,412	-1,834	-141
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>4,433</b>	<b>4,364</b>	<b>4,686</b>	<b>3,274</b>	<b>1,440</b>	<b>1,299</b>
Giá trị doanh nghiệp (EV)	12,147	12,087	12,425	11,003	9,187	9,050
<b>Tổng VCSH</b>	<b>4,834</b>	<b>4,915</b>	<b>6,256</b>	<b>8,036</b>	<b>10,474</b>	<b>11,218</b>

Lợi ích cổ đông thiểu số	856	864	880	871	889	893
<b>VCSH</b>	<b>3,978</b>	<b>4,050</b>	<b>5,376</b>	<b>7,165</b>	<b>9,585</b>	<b>10,325</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	13,728	13,979	13,793	15,253	16,252	17,507
Nợ ròng / VCSH (%)	92%	89%	75%	41%	14%	12%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-51	9.4	9.0	6.9	1.9	1.6
<b>Tổng tài sản</b>	<b>11,778</b>	<b>12,532</b>	<b>13,049</b>	<b>13,654</b>	<b>14,257</b>	<b>14,861</b>

\* Chúng tôi giả định 1.800 tỷ đồng phát hành riêng lẻ sẽ diễn ra vào cuối năm 2016.

<b>CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
<b>ROE (%)</b>	-10%	1.8%	6.9%	10%	7%	7%
<b>ROA (%)</b>	-4%	1%	2%	5%	5%	5%
<b>ROIC (%)</b>	-2.1%	2.5%	3.9%	5.0%	5.0%	5.2%
<b>WACC (%)</b>	14.6%	13.0%	12.5%	12.5%	14.1%	14.3%
<b>PER (x)</b>	-9.7	58	17	11	14	12
<b>EV/EBITDA (x)</b>	-138	26	24	23	12	11
<b>PBR (x)</b>	1.1	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8
<b>PSR (x)</b>	24	6.4	6.4	4.8	3.6	3.3
<b>EV/sales (x)</b>	43	11	12	7.7	4.9	4.4
<b>Suất sinh lợi cổ tức (%)</b>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

\* Chúng tôi giả định 1.800 tỷ đồng phát hành riêng lẻ sẽ diễn ra vào cuối năm 2016.



**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.