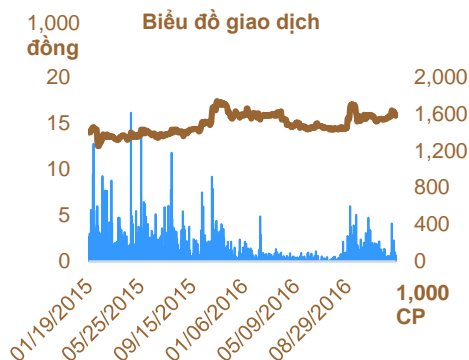


**KHÔNG ĐÁNH GIÁ
HOSE: VSH**

Thủy điện

Giá thị trường (VND)	15,800
Giá mục tiêu (VND)	N/A
Vốn hóa (tỷ đồng)	3,217

**Diễn biến giá cổ phiếu (%)**

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-1.2%	2.6%	-5.4%	0.6%
Tương đối	-14.3%	-2.9%	-0.8%	-15.6%

Nguồn: StoxPlus, so với VNI

Thống kê**16/12/16**

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	14.3k-17.1k
SL lưu hành (triệu cp)	206.2
Vốn hóa (tỷ đồng)	3,217
Vốn hóa (triệu USD)	143
% khối ngoại sở hữu	15.2%
SL cp tự do (triệu cp)	35.3
KLGD TB 3 tháng (cp)	143k
VND/USD	22,660
Index: VNIndex / HNX	675.1/79.7

Nguồn: StoxPlus

Cơ cấu sở hữu**16/12/16**

Tổng công ty phát điện III	30.5%
CTCP Cơ điện lạnh (REE)	21%
Cty TNHH Perfetto	14.1%
Halley Sicav	9.1%

Nguồn: StoxPlus

Trần Hà Xuân Vũ

(+84 8) 3914 8585 - Ext: 1459

vu.th@kisvn.vn

www.kisvn.vn

**CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh (HSX: VSH) Dự án
thượng Kom Tum trì hoãn làm ảnh hưởng đến HĐKD.****Thuận lợi:**

- + Lanina sẽ giúp sản lượng điện công ty tăng trở lại.
- + Tham gia thị trường điện cạnh tranh giúp nâng cao hơn giá bán điện.
- + CTCP Cơ điện lạnh REE trở thành cổ đông lớn sẽ hỗ trợ HĐKD của công ty

Bất lợi:

- + Chi phí dự án Thượng Kon Tum tăng lên do tranh chấp nhà thầu Hoa Đông.
- + Tiềm ẩn rủi ro tăng chi phí khi thua kiện với nhà thầu Hoa Đông.

Khuyến nghị:

Năm 2016, chúng tôi dự phóng sản lượng điện tiêu thụ sẽ ở mức 670 triệu kWh, doanh thu công ty 503 tỷ đồng, tăng 7.4%, LNST công ty mẹ là 284 tỷ, tăng 13%. EPS dự phóng 2016 đạt 12.4x.

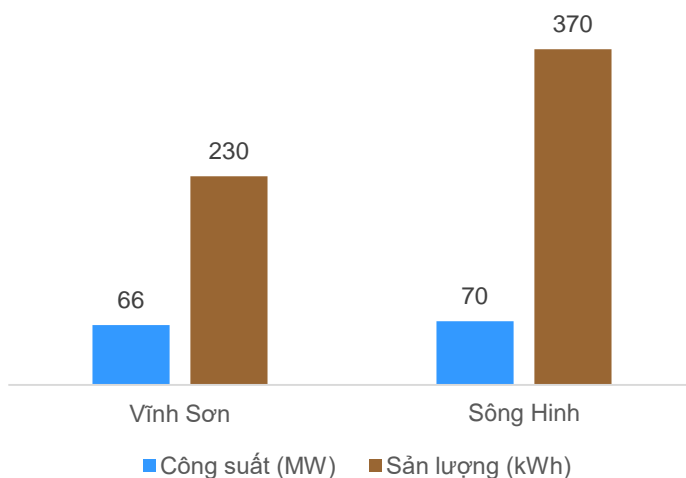
Năm 2017, chúng tôi cho rằng sản lượng điện tiêu thụ sẽ tăng khoảng 10%. Giá định giá bán không đổi so với 2016 (750 đồng/kWh). Doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2017 của công ty lần lượt là 554 tỷ đồng (tăng 10% so với 2016) và 309 tỷ đồng, tương đương P/E dự phóng 2017 là 10.3x.

	2013	2014	2015	2016F
DT Thuần (tỷ đồng)	284	554	467	504
<i>Tăng trưởng (%)</i>	-15%	95%	-16%	8%
LN hoạt động (tỷ đồng)	137	377	281	297
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	48%	68%	60%	59%
LN khác	0	0	-8	2
LNST (tỷ đồng)	197	359	252	283
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	70%	65%	54%	56%
SLCP lưu hành (triệu cp)	206	206	206	206
EPS (hiệu chỉnh, VND)	957	1,742	1,220	1,372
<i>Tăng trưởng (%)</i>	-16%	82%	-30%	12%
ROE (%)	8%	13%	9%	10%
Nợ ròng/VCSH (%)	9%	5%	30%	38%
P/E (x)	16.5	9.1	13.0	11.5
PB (x)	1.2	1.1	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	16.5	7.5	11.4	11.6
Cổ tức (VND)	400	-	2,000	1,000
<i>Suất sinh lợi cổ tức (%)</i>	2.5%	0.0%	12.7%	6.3%

CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh

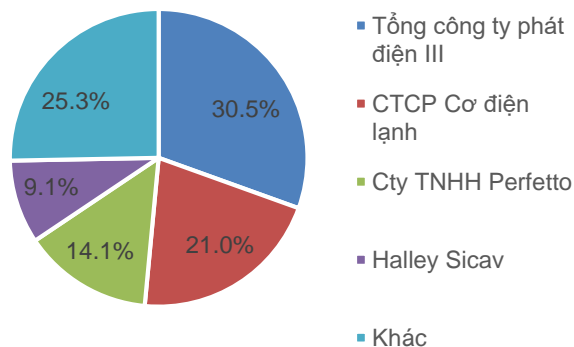
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh tiền thân là nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn thuộc công ty Phát điện III (EVNGenco III) với hoạt động chính là sản xuất và kinh doanh điện. Nhà máy Vĩnh Sơn (xã Vĩnh Sơn, tỉnh Bình Định) được khởi công xây dựng vào 15/9/1991 và chính thức sản xuất vào ngày 4/12/1994. Đến năm 1999, công ty tiếp nhận và vận hành thêm nhà máy thủy điện Sông Hinh (xã Sơn Thành, tỉnh Phú Yên). Tổng công suất của 2 nhà máy khoảng 136 MW với sản lượng điện năm 2015 là 666 triệu kWh (~50% công suất thiết kế).

Công suất và sản lượng 2 nhà máy
Nguồn: Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh



Công ty hiện có 3 cổ đông lớn chiếm đến 64% gồm tổng công ty Phát điện III, CTCP Cơ Điện lạnh REE và công ty TNHH Perfetto. Trong 3 cổ đông trên, CTCP cơ điện lạnh REE vừa mới trở thành cổ đông lớn bằng việc mua lại khoảng 40 triệu cổ phiếu VSH trong tổng số 49.4 triệu cổ phiếu do SCIC thoái vốn và mua thêm hơn 2 triệu cổ phiếu. Hiện nay, tỷ lệ sở hữu của cổ đông nước ngoài tại công ty là 15.2%.

Cơ cấu cổ đông
Nguồn: KISVN tổng hợp



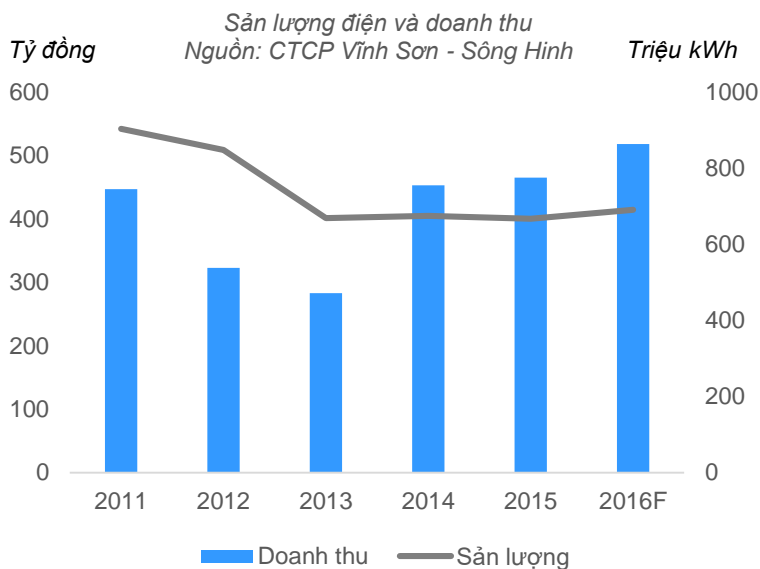
Hoạt động kinh doanh

Chốt giá bán điện với EVN

Trước năm 2014, công ty chưa chốt giá bán điện với EVN nên kết quả kinh doanh được tạm tính dựa trên giá bán điện năm 2009 (563 đồng/kWh). Kể từ 2014 trở đi, giá bán điện với EVN được chốt giúp công ty dễ dàng hơn trong việc tính toán doanh thu cũng như lợi nhuận. Trong khoảng thời gian sử dụng giá tạm tính, doanh thu có xu hướng giảm dần do sản lượng điện tiêu thụ và giá bán giảm.

Năm	Giá bán tạm tính	Giá bán chính thức
2010	506	428.7
2011	495	376.4
2012	382	370.6
2013	351	449.4
2014		333.37 (Vĩnh Sơn) 461.82 (Sông Hình).

Nguồn: CTCP Vĩnh Sơn – Sông Hình



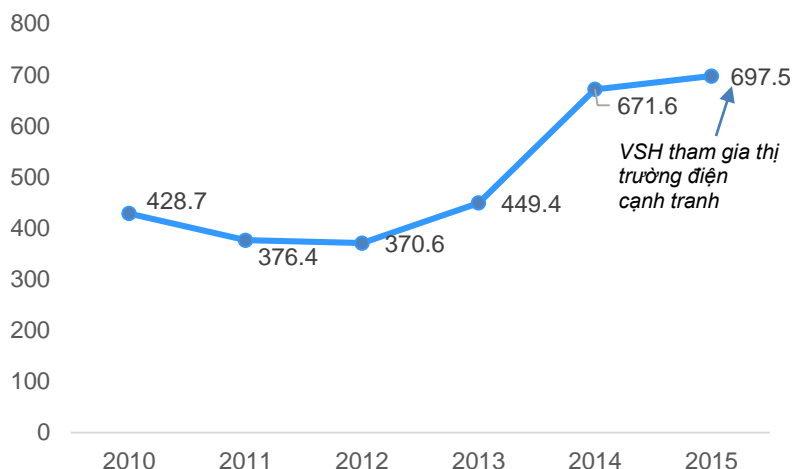
Tham gia thị trường điện cạnh tranh

Theo TT30/2014 của bộ Tài Chính (hiệu lực từ 18/11/2014), các nhà máy điện có công suất đặt đến 30MW có trách nhiệm tham gia thị trường phát điện cạnh tranh chậm nhất là 6 tháng đối với nhà máy thủy điện và 12 tháng đối với nhà máy nhiệt điện kể từ ngày vận hành thương mại.

Từ 2015, công ty đã tham gia vào thị trường điện cạnh tranh, giúp cho giá bán được cải thiện nhiều hơn. Cụ thể, gia nhập thị trường điện cạnh tranh (VCGM), công ty sẽ bán một sản lượng định mức cho EVN (60% - 95% công suất), phần còn lại có thể bán theo giá thị trường (5% - 40%). Phần sản lượng định mức sẽ được đàm phán định kỳ. Sản lượng bán theo giá thị trường càng nhiều thì lợi nhuận công ty càng cải thiện. Hiện tại, công ty đang bán 5% - 10% sản lượng cho thị trường điện cạnh tranh và dự định tăng tỷ lệ này lên 20% hàng năm.

Giá bán điện của VSH (đồng/kWh)

Nguồn: KISVN tổng hợp.



Thông tin về thị trường bán buôn điện cạnh tranh

	Thành phần	Hoạt động
Đơn vị mua điện	<ul style="list-style-type: none"> + 5 tổng công ty điện lực: miền Bắc, miền Nam, miền Trung, TP.HCM và TP Hà Nội. + Khách hàng sử dụng điện lớn mua điện từ cấp điện áp 110kV trở lên, đáp ứng điều kiện bộ Công Thương. + Đơn vị mua buôn điện mới và đáp ứng điều kiện bộ Công Thương. 	Mua điện từ đơn vị phát điện, đơn vị bán buôn khác qua hợp đồng song phương và thị trường điện giao ngay, bán lại cho những đơn vị bán buôn khác, bán lẻ điện, khách hàng sử dụng điện lớn.
Đơn vị phát điện (bán điện)	<ul style="list-style-type: none"> Đơn vị sở hữu nhà máy điện: + Công suất lớn hơn 30MW: trực tiếp tham gia. + Nhỏ hơn 30MW: có quyền lựa chọn tham gia khi đáp ứng đủ điều kiện đối với thủy điện. * Các nguồn điện nhập khẩu và sử dụng năng lượng gió, mặt trời, địa nhiệt không tham gia. 	Bán điện cho những đơn vị bán buôn, bán lẻ và khách hàng sử dụng điện lớn.

Nguồn: KISVN tổng hợp.

Dự án thượng Kon Tum:

Thông tin sơ lược

Dự án nhà máy thủy điện Thượng Kon Tum được xây dựng ở sông Đắk Snghé, một nhánh sông Đắk Bla. Dự án gồm 2 tổ máy với tổng công suất 220 MW, sản xuất điện lượng trung bình đạt 1.1 tỷ kWh/năm. Khi hoàn thành dự án, công suất của thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh tăng gần 3 lần. So với những dự án cùng mức công suất, thủy điện Thượng Kon Tum có chi phí cao hơn do địa hình thi công của công trình phức tạp.

So sánh Thượng Kon Tum với những dự án khác cùng quy mô

STT	Tên	Công suất (MW)	Sản lượng (tr kWh)	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Vốn đầu tư 1MW (tỷ đồng)	Xây dựng
1	Bản Chát	220	769.7	9,198	41	2008-2013
2	Ba Hạ	220	825	4,275	19.4	2004-2008
3	Dak Mil 4	190	752	4,547	23.9	2007-2011
4	Serepok 3	220	1,000	4,500	20.4	2005-2010
5	Sesan 3	260	1,221	4,000	15.3	2001-2006
6	An Khê - Kanak	173	694	3,740	21.6	2005-2009
7	Thượng KonTum	220	1,094	5,774*	26.2	2009-2018

* Chi phí phê duyệt ban đầu. Chi phí điều chỉnh là 7,407 tỷ đồng.

Nguồn: KISVN tổng hợp.

+ Ngày 27/9/2009, công ty thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh khởi công dự án Thượng Kon Tum với giá trị phê duyệt là 5,744 tỷ đồng gồm 3 hạng mục tuyến áp lực, tuyến năng lượng và thiết bị cơ điện

+ Nhà Thầu Hoa Đông (Trung Quốc) trúng thầu tuyến năng lượng với tổng giá trúng thầu là 1,614 tỷ đồng (bằng 44.7% so với giá của nhà thầu xếp thứ 2). Tiến độ thi công trong hợp đồng là 42 tháng (từ 30/3/2011 đến 30/9/2014).

+ Vì bỏ thầu giá thấp, điều hành không tốt dẫn đến việc thua lỗ khi thi công. Đến 18/7/2014, nhà thầu Hoa Đông đã dừng thi công dù dự án mới đạt 24.3% giá trị hợp đồng và 15% khối lượng hợp đồng.

+ Dự án được giao lại cho liên doanh nhà thầu CC47 và Robbins thực hiện với tổng giá trị mới của dự án là tăng thêm 1,359 tỷ đồng. Vào 3/2015, liên doanh nhà thầu khởi động lại dự án và dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2018.

Khi hoàn thành dự án vào cuối năm 2018, công ty thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh sẽ thành lập công ty TNHH MTV để vận hành dự án này nhằm được hưởng các ưu đãi về thuế suất (10%) trong 15 năm đầu tiên.

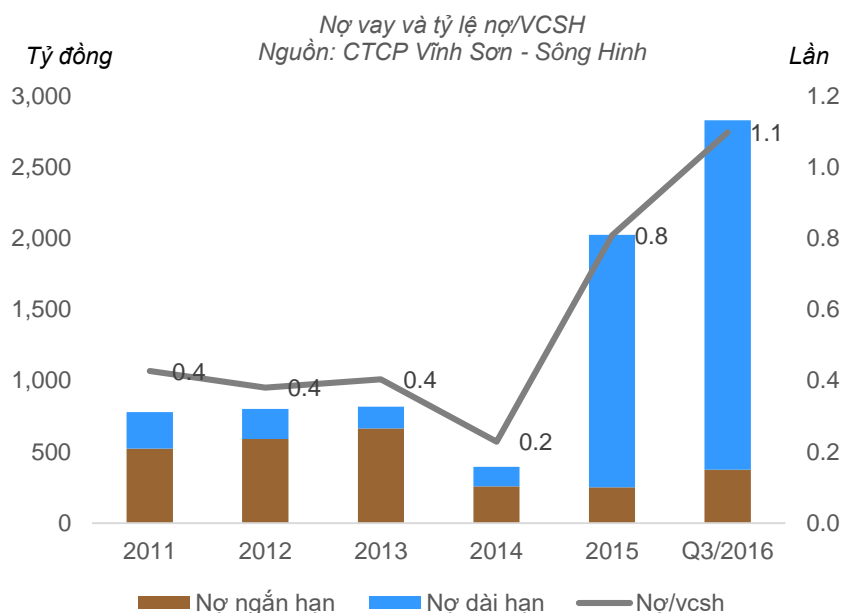
Mục chi phí	Được duyệt	Điều chỉnh
Chi phí xây dựng	2,626	3,958
Chi phí thiết bị	1,243	991
Chi phí bồi thường	210	552
Chi phí quản lý dự án	30	85
Chi phí tư vấn	148	332
Chi phí khác	772	660
Dự phòng	715	546
Tổng giá trị đầu tư	5,744	7,104

Nguồn: CTCP Vĩnh Sơn – Sông Hinh.

Tỷ lệ nợ/VCSH tăng dần:

Do phải đầu tư lớn vào dự án Thượng Kon Tum, đòn bẩy (nợ/vcsh) của công ty đang có xu hướng tăng dần trong những năm gần đây. Tính đến cuối Q3/2016, tỷ lệ này ở mức 1.1, với số dư nợ vay (ngắn hạn + dài hạn) ở mức 2,830 tỷ. Với việc chi phí đầu

tư cho dự án Thượng Kon Tum tăng lên, tỷ lệ đòn bẩy của công ty sẽ tăng cao trong thời gian tới.



Phủ quyết phương án phát hành trái phiếu

Tổng vốn đầu tư cho dự án thủy điện thượng Kon Tum tăng từ 5,774 tỷ đồng lên 7,407 tỷ đồng do sự cố từ nhà thầu Hoa Đông. Theo kế hoạch ban đầu, dự án có tỷ lệ vay là 70% (khoảng 5,180 tỷ đồng), hiện tại vay trong nước là 2,900 tỷ đồng, vay ngân hàng Áo 600 tỷ đồng. Với việc tổng chi phí đầu tư tăng lên, phần còn thiếu dự kiến sẽ được huy động qua việc phát hành 1,200 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi và vay thêm nợ từ ngân hàng trong nước. Tuy nhiên, nếu việc phát hành trái phiếu không như kỳ vọng thì phần thiếu hụt sẽ được bù đắp bằng vay ngân hàng. Theo kế hoạch, trái phiếu sẽ được phát hành trong Q3/2016, mệnh giá là 100,000 đồng/trái phiếu, kỳ hạn 3 năm với lãi suất là 8% - 9%/năm, giá chuyển đổi sẽ là 12,500 đồng. Để đề phòng dự án không hoàn thành đúng như kế hoạch (3/2019), công ty đã kèm theo điều khoản gia hạn thời gian chuyển đổi không quá 24 tháng.

Tuy nhiên, đại hội đồng cổ đông năm 2016 đã không thông qua phương án trên chủ yếu do 2 cổ đông lớn SCIC (24%) và Halley (9%). Với việc SCIC thoái vốn và REE nâng tỷ lệ sở hữu tại công ty (21%), chúng tôi cho rằng kế hoạch phát hành trái phiếu chuyển đổi nhiều khả năng sẽ một lần nữa được trình lên đại hội cổ đông.

Trường hợp thứ 1, nếu công ty không phát hành 1,200 tỷ trái phiếu chuyển đổi và tiếp tục tài trợ cho dự án bằng nợ vay thì tỷ lệ nợ/VCSH tại cuối năm 2018 (thời điểm hoàn thành gần xong dự án Thượng Kon Tum) là 2.4x với giả định LN giữ lại năm 2017, 2018 khoảng 300 tỷ đồng (LN ở mức hoạt động bình thường).

Trường hợp thứ 2, nếu phát hành trái phiếu chuyển đổi và quyền chuyển đổi được trái chủ thực hiện, tỷ lệ nợ/VCSH sẽ giảm xuống mức 1.5x vào cuối năm 2018 và đây cũng là tỷ lệ phổ biến ở các công ty thủy điện trong giai đoạn đầu tư dự án.

Tỷ lệ Nợ vay/VSCH các công ty thủy điện

	2011	2012	2013	2014	2015
Thủy điện Miền Trung	0.99	1.51	1.59	1.40	1.14
Thủy điện Sông Ba	1.66	1.55	1.54	1.17	1.07
Thủy điện Miền Nam	0.67	0.90	1.13	1.40	1.23
Thủy điện Srok Phu Mieng	1.50	1.52	1.03	1.23	0.95

Nguồn: KISVN tổng hợp.

Cơ cấu vốn tài trợ cho dự án Thượng Kon Tum
(dựa trên giả định phát hành 1,200 tỷ TP chuyển đổi)

Nguồn	Dư nợ (tỷ đồng)	Lãi suất (%)
VCSH	2,200	
Ngân hàng trong nước*	3,400	LS tiết kiệm 12T + 3.5% (~10%)
Ngân hàng Áo	600	Libor 6T + 2.97% (~4.26%)
Trái phiếu chuyển đổi	1,200	LS 8% - 9%

* Hầu hết các khoản vay ngân hàng trong nước được ân hạn nợ đến Q3/2018.

Trong trường hợp thứ 2, công ty sẽ không chịu áp lực cao trong việc trả lãi vay ngân hàng trong tương lai nhưng bù lại EPS của công ty có khả năng bị pha loãng.

Sau Thượng Kon Tum

Ngoài dự án Thượng Kon Tum, công ty còn dự án xây dựng thêm nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn 2, Vĩnh Sơn 3 để tăng thêm khoảng 110 MW công suất. Tuy nhiên, dự án vẫn sẽ được lùi lại cho đến khi hoàn thành xong nhà máy Thượng Kon Tum.

Nhà máy	Vĩnh Sơn 2	Vĩnh Sơn 3
Công suất (MW)	80	30
Điện lượng (tr kWh)	356.6	113
Tổng đầu tư (tỷ đồng)	2,300	777

Nguồn: CTCP Vĩnh Sơn – Sông Hình.

SCIC thoái vốn và sự xuất hiện của REE:

Trong tháng 12 vừa qua, công ty cổ phần cơ điện lạnh REE đã chi 640 tỷ đồng để mua thêm 39.7 triệu cổ phần VSH, nhằm tăng sở hữu tại công ty này từ 0.65% lên 20%. Sau đó, REE tiếp tục mua vào hơn 2 triệu cổ phiếu và nâng tỷ lệ sở hữu lên 21%, biến CTCP thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hình thành công ty liên kết. Chúng tôi cho rằng sự xuất hiện của REE sẽ giúp công ty Vĩnh Sơn – Sông Hình cải thiện hoạt động kinh doanh nhờ:

- + REE là một công ty có thế mạnh trong lĩnh vực dịch vụ tiện ích bằng việc sở hữu phần lớn cổ phần tại các doanh nghiệp thủy điện (Thác Bà, Thác Mơ, Sông Ba Hạ, Bình Điền, Sông Ông, Srok Phu Mieng) cũng như nhiệt điện (Phả Lại, Quảng Ninh).
- + Tổng công suất các khoản đầu tư vào nhà máy điện của REE ở vào khoảng 1,733 MW, chiếm 4.4 % tổng sản lượng điện quốc gia vào cuối năm 2015 (38,800 MW). Do đó, REE có thể hỗ trợ VSH trong việc đàm phán giá điện.
- + Đại hội đồng cổ đông năm 2016 đã không thông qua phương án phát hành 1,200 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi, chủ yếu do 2 cổ đông lớn SCIC (24%) và Halley (9%).

Với việc REE nâng tỷ lệ sở hữu tại công ty, chúng tôi cho rằng kế hoạch phát hành trái phiếu chuyển đổi có thể sẽ một lần nữa được trình lên đại hội cổ đông.

Kết quả kinh doanh 2016, 2017:

Trong những năm gần đây, sản lượng điện sản xuất của công ty khá thấp so với mức cao nhất trong 5 năm gần đây (902 triệu kWh năm 2011) do ảnh hưởng của El Nino. Tuy nhiên với hiện tượng Lanina đã mạnh lên trong thời gian gần đây sẽ giúp tình hình sản xuất của công ty được cải thiện. Trong năm 2016, công ty lên kế hoạch tiêu thụ 691 triệu kWh, tăng 3.6% so với năm ngoái. Giá bán điện cả năm là 750 đồng/kWh. Tuy nhiên, tính đến giữa tháng 12, công ty tiêu thụ khoảng 634 triệu kWh, do đó chúng tôi dự phóng sản lượng điện trong năm nay sẽ ở mức 670 triệu kWh, doanh thu công ty 503 tỷ đồng, tăng 7.4%, LNST công ty mẹ là 284 tỷ, tăng 13%. PE dự phóng 2016 đạt 11.5x tại mức giá cp VSH hiện tại VND15.8k.

Cho năm 2017, chúng tôi cho rằng sản lượng điện tiêu thụ sẽ tăng khoảng 10%. Giả định giá bán không đổi so với 2016 (750 đồng/kWh), doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2017 của công ty lần lượt là 554 tỷ đồng (tăng 10% so với 2016) và 309 tỷ đồng, tương đương P/E dự phóng 2017 là 10.3x.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH VSH	Giá TT: 15.8k VND	Giá MT: N/A	Vốn hóa: 3,217 tỷ VND	
Đơn vị: Tỷ đồng	2013	2014	2015	2016F
Doanh thu thuần	284	554	467	504
Tăng trưởng (%)	-15%	95%	-16%	8%
Bán điện	283	453	466	502
Dịch vụ	0	3	2	2
Khác	0	98	0	0
GVHB	131	158	165	182
Biên LN gộp (%)	46%	28%	35%	36%
Chi phí BH& QLDN	15	19	21	25
EBITDA	212	454	360	376
Biên lợi nhuận (%)	75%	82%	77%	75%
Khấu hao	75	77	79	79
Lợi nhuận từ HĐKD	137	377	281	297
Biên LN HĐKD (%)	48%	68%	60%	59%
Chi phí lãi vay ròng	-44	-25	-20	-14
% so với nợ ròng (gồm lãi vay vốn hóa)	-39%	-13%	-4%	-1%
Khả năng trả lãi vay(x)	-3.1	-15.0	-13.9	-21.2
Lãi/lỗ khác	0	0	-8	2
Thuế	29	42	31	31
Thuế suất hiệu dụng (%)	13%	10%	11%	10%
Lợi nhuận ròng	197	359	252	283
Biên lợi nhuận (%)	70%	65%	54%	56%
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
LN cho công ty mẹ	197	359	252	283
Số lượng CP (triệu)	206	206	206	206
EPS hiệu chỉnh (VND)	957	1,742	1,220	1,372
Tăng EPS (%)	-16%	82%	-30%	12%
Cổ tức (VND)	400	-	2,000	1,000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	42%	0%	164%	73%

- EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN
- EBIT = EBITDA – Khấu hao
- Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi
- Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác
- Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2013	2014	2015	2016F
Vòng quay phải thu (x)	0.5	0.8	0.8	0.8
Vòng quay HTK (x)	3.9	5.1	0.8	0.8
Vòng quay phải trả (x)	1.2	0.8	0.8	0.8
Thay đổi vốn lưu động	-70	-14	166	-1
Capex	550	351	561	500
Dòng tiền khác	-34	57	104	100
Dòng tiền tự do	-241	156	-293	-38
Phát hành cp	53	0	0	0
Cổ tức	76	45	412	206
Thay đổi nợ ròng	263	-111	705	244
Nợ ròng cuối năm	244	134	839	1,083
Giá trị doanh nghiệp (EV)	3,503	3,392	4,097	4,341
Tổng VCSH	2,610	2,963	2,791	2,868
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
VCSH	2,610	2,963	2,791	2,868
Giá trị sổ sách/cp (VND)	12,657	14,365	13,534	13,906
Nợ ròng / VCSH (%)	9%	5%	30%	38%
Nợ ròng / EBITDA (x)	115%	29%	233%	288%
Tổng tài sản	3,665	3,640	5,049	5,370

- Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2013	2014	2015	2016F
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	8%	13%	9%	10%
ROA (%)	6%	10%	6%	5%
ROIC (%)	5%	10%	6%	5%
WACC (%)	11%	14%	11%	11%
PER (x)	16.5	9.1	13.0	11.5
PBR (x)	1.2	1.1	1.2	1.1
PSR (x)	11.5	5.9	7.0	6.5
EV/EBITDA (x)	16.5	7.5	11.4	11.6
EV/sales (x)	12.3	6.1	8.8	8.6
Suất sinh lợi cổ tức (%)	2.5%	0.0%	12.7%	6.3%

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 –
Năng lượng, 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

**Chuyên viên Phân tích –
Bất động sản**

Hoàng Thế Trung
(+84 8) 3914 8585 (x1457)
trung.ht@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**

Nguyễn Kim Quang
(+84 8) 3914 8585 (x1461)
quang.nk@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.