



## CTCT KCN Nam Tân Uyên – (NTC-UPCOM)

### Mô hình kinh doanh tăng trưởng ổn định và giàu dòng tiền

- Quỹ đất phát triển KCN dồi dào từ các Cổ đông lớn
- Vị trí gần TPHCM, giá thuê cạnh tranh là lợi thế thu hút đầu tư tại các KCN ở Bình Dương
- Mô hình kinh doanh giàu dòng tiền, ít sử dụng đòn bẩy tài chính
- Động lực tăng trưởng từ KCN Nam Tân Uyên 03 từ cuối năm 2017

#### Quan điểm và Định giá:

**CTCP KCN Nam Tân Uyên (NTC-Upcom)** kinh doanh cho thuê hạ tầng tại KCN Nam Tân Uyên (Bình Dương). Chi phí GPMB thấp, vị trí gần TPHCM và nằm ngay nguồn gỗ nguyên liệu giúp NTC thu hút nhiều doanh nghiệp sản xuất đồ gỗ XNK đến đầu tư. Là thành viên của VRG và PHR, NTC có lợi thế quỹ đất rộng lớn cho các dự án mở rộng về lâu dài. Dòng vốn FDI từ Trung Quốc và Hàn Quốc sẽ là động lực chính cho nhu cầu thuê đất của NTC. Với NTU1 lấp đầy 97% và NTU2 cho thuê 82%, đất thương phẩm có thể cho thuê trong năm 2017 còn gần 43ha. Như vậy, Doanh thu và LNG năm 2017 dự kiến sẽ tăng lần lượt 21% và 9% so với cùng kỳ. Nếu loại trừ yếu tố hoàn nhập giảm chi phí thuê đất năm 2016, LNG 2017 sẽ tăng 26%YoY. Đáng lưu ý, do phần lớn diện tích đất phải nộp tiền thuê đất nằm ở NTU1 (khai thác 2005-2010) có mức giá thuê đất thấp hơn NTU2 từ 30-40%, số tiền thuê đất NTC sẽ phải nộp có thể thấp hơn dự kiến ban đầu khá nhiều.

Sự giảm tốc về lợi nhuận trong ngắn hạn theo chúng tôi là thời điểm tốt để đầu tư vào NTC đón đầu động lực tăng trưởng từ dự án NTU3 (350ha) triển khai vào cuối năm 2017. Có vị trí liền mạch với NTU2, chúng tôi tin rằng NTU3 sẽ đạt tỉ lệ lấp đầy tốt như hai dự án trước (5-6 năm) khi mà vốn FDI đăng ký vào Bình Dương tiếp tục tăng mạnh, đạt 1,4 tỷ USD trong 4T2017 (cả năm 2016 là 2,3 tỷ USD). Mô hình kinh doanh tạo dòng tiền tốt giúp NTC có thể tái đầu tư các dự án mở rộng mà không cần huy động nhiều vốn từ cổ đông hoặc vốn vay. Do đó, lợi ích cổ đông không những đảm bảo mà còn gia tăng. Bằng phương pháp định giá RNAV, chúng tôi khuyến nghị **"MUA"** cổ phiếu NTC với giá mục tiêu **02 năm** là **73.800VND/cp**.

#### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2015	FY2016	FY2017F	FY2018F
Doanh thu thuần	125	147	179	204
% tăng trưởng	96%	18%	21%	14%
LNST của Cty mẹ	59	131	108	121
% tăng trưởng	101%	121%	-18%	12%
Tỷ suất LNST (%)	47	89	60	60
ROA (%)	4	7	4	4
ROE (%)	27	49	33	32
EPS (VND)	3.591	7.949	5.930	6.664
EPS đ/chính (VND)	3.591	7.949	5.930	6.664
Giá trị sổ sách (VND)	14.283	18.888	21.986	25.934
Cổ tức tiền mặt (VND)	2.600	4.500	3.500	3.500
P/E (x)		6,3	8,4	7,5
P/BV (x)		2,6	2,3	1,9

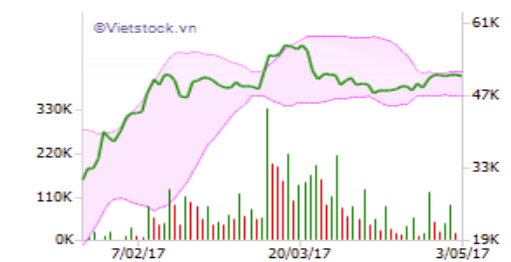
Nguồn: NTC, RongViet Research, giá cổ phiếu lấy tại ngày 24/05/2017

## MUA

Giá thị trường (VND)	45.500
Giá mục tiêu (VND)	73.800
Thời gian đầu tư	Dài Hạn

#### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bất động sản
Vốn hóa (tỷ đồng)	814
SLCPDLH	16.000.000
Beta	0,5
Free Float (%)	35
Giá cao nhất 52 tuần	56.900
Giá thấp nhất 52 tuần	20.000
KLGD bình quân 20 phiên	47.000



Nguồn: Vietstock

#### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
NTC	20		
Bất động sản	8	13	
HNX Index	5	12	14
VN Index	3	20	27

#### Cổ đông lớn (%)

Tập đoàn cao su Việt Nam (VRG)	20,4
CTCP Cao su Phước Hòa	32,8
Sở hữu NĐTNN (%)	48,9

#### Nguyễn Hải Hoàng

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1319

hoang.nh@vdsc.com.vn



### Lợi thế phát triển KCN từ quỹ đất cao su dồi dào của các Cổ đông lớn

CTCP Khu công nghiệp Nam Tân Uyên (NTC - Upcom) thành lập tháng 11/2004 với hoạt động chính là kinh doanh cho thuê hạ tầng khu công nghiệp (KCN). Hai cổ đông sáng lập của NTC là CTCP Cao Su Phước Hòa (PHR - HSX) và Tập đoàn cao su Việt Nam (VRG). Hiện tại, công ty đang cho thuê hạ tầng KCN Nam Tân Uyên giai đoạn 1 (NTU1) và 2 (NTU2) tại tỉnh Bình Dương. Để tạo nguồn quỹ đất kinh doanh cho các năm tới, NTC sẽ đưa vào khai thác dự án NTU3 (diện tích 345ha) vào cuối năm 2017, nâng tổng diện tích quỹ đất KCN cho thuê lên gần 970ha và trở thành đơn vị kinh doanh quy mô khá ở Bình Dương. Nguồn thu chính của NTC đến từ (1) hoạt động cho thuê đất trong KCN chiếm gần 80%, (2) cho thuê nhà xưởng xây sẵn (15%) và (3) phí quản lý KCN thường niên. Là địa bàn có vị trí thuận lợi và chính sách thu hút đầu tư tốt, các KCN trên địa bàn tỉnh Bình Dương đang thu hút mạnh dòng vốn nội và FDI đầu tư sản xuất công nghiệp với chi phí cạnh tranh.

Trong điều kiện giá cao su biến động khó lường, việc chuyển một phần diện tích vườn trồng cao su sang kinh doanh hạ tầng KCN sẽ làm gia tăng hiệu quả kinh doanh của các đơn vị khai thác cao su tự nhiên. Hiện tại, cổ đông PHR sở hữu gần 15.000ha vườn cao su tại Bình Dương, trong đó gần 2/3 diện tích thuộc nhóm cao su nhiều tuổi có thể chuyển đổi công năng khai thác. Theo dự kiến, Công ty sẽ dành ra 500ha/năm để phát triển cho thuê KCN. Là đơn vị thành viên của PHR, NTC và KCN Tân Bình có lợi thế về quỹ đất rộng lớn để phát triển KCN trong dài hạn. Ngoài ra, do phát triển KCN trên quỹ đất vườn cây cao su ít dân cư và có nền đất tương đối cứng nên chi phí giải phóng mặt bằng (GPMB) và xây dựng hạ tầng của NTC được tiết giảm đáng kể. Nằm ở Đồng Bắc tỉnh Bình Dương, KCN Nam Tân Uyên kết nối với đầu mối kinh tế TPHCM thông qua DT743 (tại Ngã Tư Gò Dưa) hoặc DT746 thông qua QL13 đi TPHCM đến các cảng Cát Lái, Đồng Nai hay Bình Dương với hành trình từ 35-45Km. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp có thể vận chuyển hàng hóa đường thủy trên sông Đồng Nai chảy dọc theo KCN để tiết giảm chi phí.

**Bảng 1: Các KCN của NTC**

KHU CÔNG NGHIỆP					
KCN	Tổng diện tích (ha)	Đất thương phẩm (ha)	Tỉ lệ lấp đầy	Kinh doanh	Giá thuê bình quân (m2)
NTU1	332	229	97%	2004	40-50USD/m <sup>2</sup> /50 năm (thanh toán 1 lần) 2,61 USD/m <sup>2</sup> /năm (thanh toán hàng năm) Phí quản lý 0,45-0,5 USD/m <sup>2</sup> /năm
NTU2	289	201	82%	2010	50-60USD/m <sup>2</sup> /50 năm (thanh toán 1 lần) 3,20 USD/m <sup>2</sup> /năm (thanh toán hàng năm) Phí quản lý 0,45-0,5 USD/m <sup>2</sup> /năm
NTU3	345	255		Quý 4 năm 2017 (KH)	Dự kiến 50-60USD/m <sup>2</sup> /50 năm
Tổng cộng	966				
HOẠT ĐỘNG KHÁC					
Khu dân cư NTU	50			Chưa kinh doanh	
Nhà xưởng cho thuê	46.000 m2		>90%		2,2 -2,5 USD/m <sup>2</sup> /tháng

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

**Bản đồ 1: Hệ thống đường kết nối của KCN NTU**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

**Vị trí gần TPHCM, giá thuê cạnh tranh là lợi thế thu hút đầu tư của các KCN ở Bình Dương**

*Môi trường đầu tư ngày càng cải thiện, nhiều chính sách ưu đãi giúp Bình Dương thu hút nhiều doanh nghiệp FDI.* Nằm trong khu vực kinh tế năng động Đông Nam Bộ, Bình Dương sở hữu nhiều điều kiện thuận lợi để thu hút dòng vốn đầu tư sản xuất công nghiệp. Nhờ sớm xác định lấy công nghiệp làm động lực tăng trưởng kinh tế, UBND tỉnh Bình Dương thực hiện chính sách “trải thảm đỏ” giúp thu hút mạnh các dòng vốn đầu tư. Khác với các địa phương, vốn FDI vào Bình Dương được cấu thành từ nhiều dự án lớn của nhiều quốc gia (đặc biệt là Nhật Bản, Singapore và Hàn Quốc, Đài Loan) giúp giảm sự phụ thuộc vào các “siêu dự án” (chẳng hạn Samsung, LG). Trong cuộc bầu chọn chỉ số năng lực cạnh tranh cấp tỉnh PCI năm 2016, Bình Dương nhảy vọt lên vị trí thứ 04 từ vị trí 25 (năm 2015) cho thấy tốc độ cải cách của tỉnh đang được cộng đồng kinh tế đánh giá cao.

**Bảng 2: Bảng xếp hạng PCI năm 2016**

Tỉnh/TP	Điểm	Xếp hạng
Đà Nẵng	70,0	1
Quảng Ninh	65,6	2
Đồng Tháp	65,0	3
<b>Bình Dương</b>	<b>63,6</b>	<b>4</b>
Lào Cai	63,5	5
Vĩnh Long	62,8	6
Thái Nguyên	61,8	7
TPHCM	61,7	8
Vĩnh Phúc	61,5	9
Quảng Nam	61,2	10

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

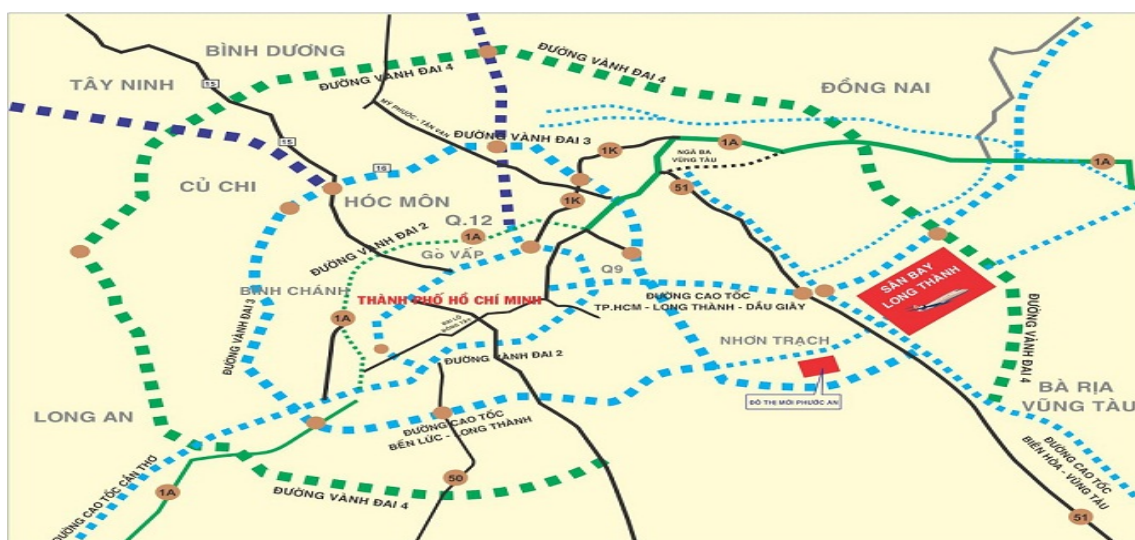
**Bảng 3: Xếp hạng PCI của Bình Dương**

Tỉnh	Năm	Xếp loại
Bình Dương	2016	4
	2015	25
	2014	27
	2013	30
	2012	19

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

**Bên cạnh chính sách, hạ tầng cơ sở và kĩ thuật phát triển đồng bộ là một điểm mạnh khác của Bình Dương.** Để đáp ứng tốc độ phát triển công nghiệp hóa, Bình Dương và Becamex IDC đã xây dựng tuyến đường Mỹ Phước - Tân Vạn nhằm san sẻ áp lực với QL13, tạo điều kiện cho các KCN và kinh tế phía Bắc Bình Dương phát triển (Bàu Bàng, Mỹ Phước, Thới Hòa, Cây Trường và sắp tới Bình Phước). Theo chủ đầu tư, khi vận hành, tuyến đường Mỹ Phước – Tân Vạn sẽ rút ngắn 30% thời gian vận chuyển cho doanh nghiệp. Ngoài ra, người sử dụng tuyến đường này còn được miễn phí đường bộ do công trình thực hiện theo hình thức BT. Bên cạnh đó, để thu hút dòng vốn đầu tư vào các KCN phía Đông Bắc Bình Dương (Tân Uyên, Phú Giáo), Tỉnh cũng đã đầu tư mở rộng tuyến đường huyết mạch DT743 (TMĐT 1300 tỷ đồng – 6 làn xe) kết nối các khu dân cư và KCN ở Thị xã Tân Uyên (đi qua NTU1-2-3) đến Ngã tư Gò Dưa (TPHCM). Về lâu dài, đường Mỹ Phước –Tân Vạn sẽ được đấu nối vào tuyến cao tốc Vành Đai 03 đi qua địa bàn 04 tỉnh Bình Dương -Đồng Nai (cao tốc Biên Hòa – Long Thành) - Long An (Bến Lức - Nhơn Trạch) và TPHCM (Trung Lương - Bến Lức) tạo nên một tuyến giao thông liên vùng giúp kích thích tăng trưởng kinh tế tại các tỉnh tuyến đường vành đai đi qua.

**Bản đồ 2: Hệ thống đường Vành Đai 03 và 04**



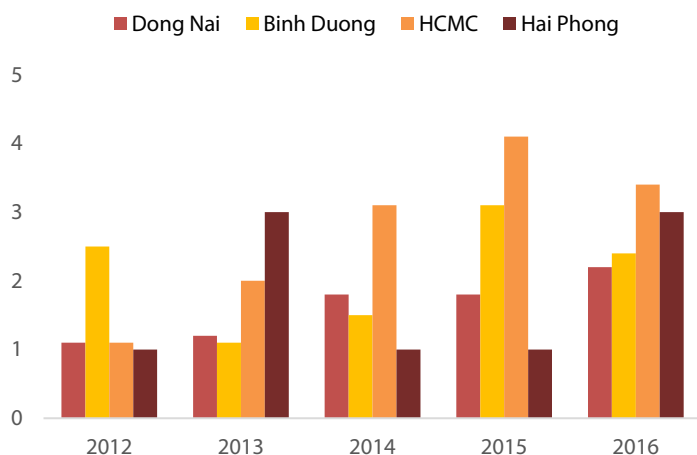
Nguồn: RongViet Research tổng hợp



Số liệu của FIA Việt Nam cho thấy, FDI vào Bình Dương liên tục tăng từ 2010 đến nay với mức vốn đăng ký bình quân đạt 2,1 tỷ USD/năm. Tính đến cuối năm 2016, tổng vốn FDI từ các dự án còn hiệu lực toàn tỉnh lũy kế là 26,7 tỷ USD chiếm 9,1% vốn FDI của cả nước. Mặc dù cũng chịu tác động từ việc TPP bị đình hoãn, chúng tôi cho rằng dòng vốn đầu tư FDI vào Việt Nam vẫn sẽ tiếp tục tăng do các DN dịch chuyển dần sang Việt Nam khi chi phí sản xuất tại Trung Quốc tăng cao và có thể bắt nguồn từ những quan ngại về các chính sách phòng vệ của Mỹ với hàng xuất đi có nguồn gốc từ Trung Quốc. Trong Q1/2017, Bình Dương thu hút 1,39 tỷ USD vốn FDI đăng ký, chiếm 18% tổng vốn FDI đăng ký đầu tư vào Việt Nam. Nhiều dự án lớn có thể kể đến như DN sản xuất phụ tùng xe hơi Kolon - Hàn Quốc, Dệt may Polytex Đài Loan, Vina Kraft (mở rộng) và VSIP 3.

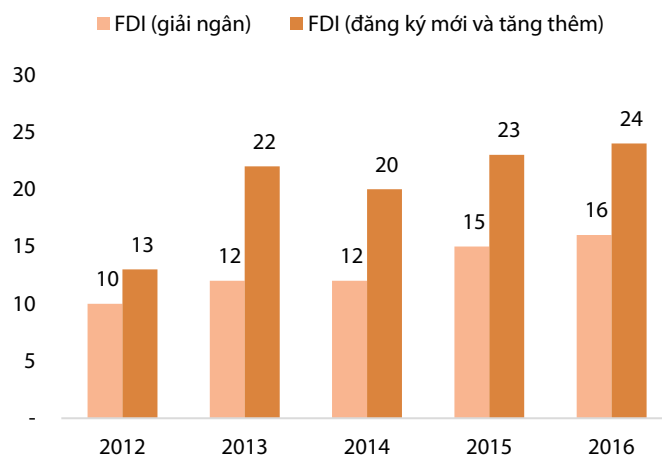
**Hạ tầng khá đồng bộ, môi trường đầu tư thông thoáng, quỹ đất KCN còn nhiều và đặc biệt giá cho thuê hấp dẫn tạo sức hút đầu tư mạnh vào các KCN trên địa bàn tỉnh, trong đó có NTC.** Hiện nay, toàn tỉnh có tổng cộng 28 KCN với tổng diện tích 10.560ha và dự kiến nâng lên 33 KCN với diện tích tăng lên 14.790ha theo quy hoạch được phê duyệt năm 2016 của TTCP. Tỷ lệ lấp đầy bình quân theo Ban Quản lý KCN đến cuối năm 2016 là khoảng 65%. Đặc biệt, giá cho thuê đất công nghiệp 50 năm tại các KCN trên địa bàn Tỉnh bình quân ở mức 40-45 USD/m<sup>2</sup> (đối với KCN Mỹ Phước, Bàu Bàng, Đất Cuốc) và 50-60USD/m<sup>2</sup> (đối với các dự án VSIP) nhưng vẫn khá cạnh tranh so với giá thuê tại các KCN tại các tỉnh lân cận. Theo khảo sát của Savills, Bình Dương đang có mức giá thuê đất công nghiệp 50 năm thấp nhất ở Đông Nam Bộ với mức cao nhất tại các KCN TPHCM là 125USD/m<sup>2</sup>, Đồng Nai 74USD/m<sup>2</sup> và Long An 76USD/m<sup>2</sup>.

**Đồ thị 1: Các tỉnh/TP thu hút vốn FDI lớn (tỷ USD)**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

**Đồ thị 2: Vốn FDI vào Việt Nam (tỷ USD)**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

### Mô hình kinh doanh giàu dòng tiền, ít sử dụng đòn bẩy tài chính

**KQKD giai đoạn 2013-2016 tăng trưởng mạnh.** Sau giai đoạn trầm lắng, nhu cầu thuê đất sản xuất công nghiệp quay lại đà tăng khả quan đối với NTC. Trong năm 2016, Công ty cho thuê thêm gần 50ha đất thương phẩm tại NTU2. Lũy kế giai đoạn 2014-2016, NTC cho thuê tổng cộng gần 180 ha đất công nghiệp (chiếm 43% tổng diện tích đất thương phẩm của hai giai đoạn). Điều này có thể lý giải một phần từ việc các doanh nghiệp sản xuất FDI gia tăng đầu tư đón đầu cơ hội tham gia các Hiệp định thương mại tự do của Việt Nam (FTAs VN-Hàn Quốc, TPP, FTA VN-Liên minh kinh tế Á Âu). Với riêng NTC, do nằm ngay tại nguồn cao su nguyên liệu, khách hàng của NTC đa phần là các doanh nghiệp Đài Loan và Trung Quốc thuê đất sản xuất sản phẩm gỗ xuất khẩu tận dụng nguồn cao su thanh lý từ các đồn điền kế cận với chi phí vận chuyển thấp.

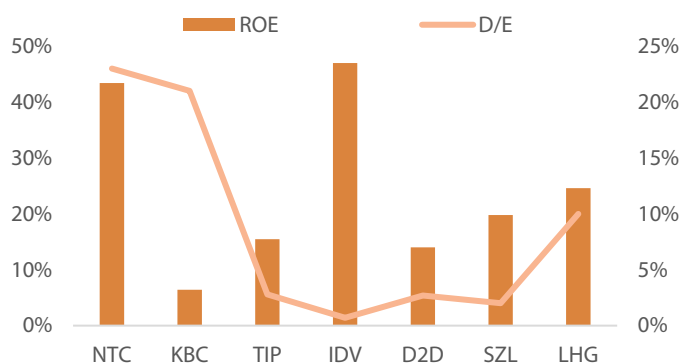
Nhờ đó, NTC đạt được KQKD giai đoạn 2014-2016 khá ấn tượng với doanh thu và LNST đạt mức tăng trưởng kép gần 32% và 64%. Đặc biệt, trong năm đầu tiên niêm yết 2016, Công ty ghi nhận mức doanh

thu và LNST cao nhất từ trước đến nay, cụ thể, LNST tăng 121% so với cùng kỳ (EPS đạt 7.900 đồng). Bên cạnh diện tích đất cho thuê tiếp tục cao (2016: 50ha), kết quả LNST 2016 tăng đột biến còn được đóng góp bởi khoản hồi tố giảm giá vốn ~17 tỷ đồng tiền thuê đất tại NTU1 và NTU2 (chi phí này đã phân bổ vào giá vốn hàng năm giai đoạn trước 7/2013) sau khi NTC thanh toán tiền thuê đất cho diện tích đã cho thuê tại NTU2 (tổng cộng 432 tỷ đồng cho 149ha năm 2015). Chúng tôi muốn lưu ý thêm rằng, NTC được miễn 14 năm (trong tổng cộng 50 năm) tiền thuê đất cho các dự án KCN của Công ty (bao gồm cả NTU3 sắp tới). Bên cạnh đó, Công ty ghi nhận lợi nhuận tài chính tăng vọt gần 30 tỷ đồng so với năm 2015 nhờ lãi tiền gửi tăng và dự phòng các khoản đầu tư tài chính giảm. *Nếu loại trừ các yếu tố này, LNG từ cho thuê đất thuần trong năm 2016 tăng 24 tỷ đồng đúng bằng khoảng tăng doanh thu (do phần lớn giá vốn là chi phí khấu hao hạ tầng cơ sở).*

**Mô hình kinh doanh tạo dòng tiền mạnh, sức khỏe và hiệu quả tài chính ngày càng củng cố từ các khoản đầu tư vốn vào các đơn vị kinh doanh KCN thành viên VRG.** Hiện tại, 90% khách thuê đất của NTC ký hợp đồng theo hình thức trả tiền một lần (thanh toán trong 2 năm) và chỉ 10% còn lại là khách thuê trả tiền hàng năm. Nhờ vậy, NTC khá chủ động về mặt nguồn lực để thanh toán nghĩa vụ tiền thuê đất một lần theo Luật đất đai 2013. Bên cạnh đó, NTC còn chủ động trong việc sử dụng nguồn tiền thuê đất trả trước (cho cả 50 năm) để đầu tư cơ sở hạ tầng phát triển dự án mở rộng mới mà không cần phải vay thêm vốn. So với các DN cùng ngành, NTC có sức khỏe tài chính khá tốt. Tỷ lệ đòn bẩy Nợ vay/VSCH (D/E) cuối Q1/2017 của NTC là 0,23 lần và khoản tiền mặt (sau khi trả tiền thuê đất cho Nhà nước ~600 tỷ và nợ vay) là xấp xỉ 200 tỷ đồng.

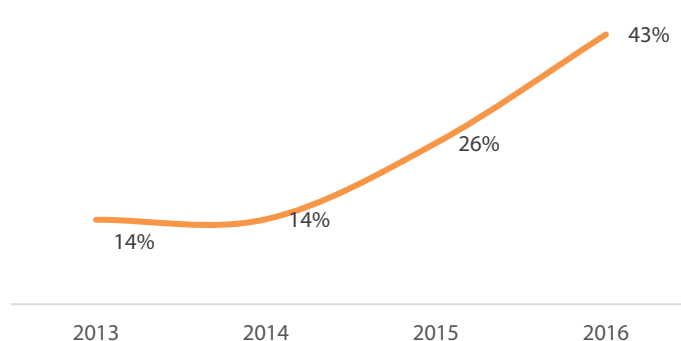
Bên cạnh đó, sức hút của Việt Nam đối với dòng vốn FDI cũng thúc đẩy KQKD của các Công ty kinh doanh KCN mà NTC đang góp vốn vào. Theo báo cáo tài chính năm 2016, NTC đầu tư tổng cộng 294 tỷ đồng vào 09 doanh nghiệp đa số là thành viên của Tập đoàn cao su (VRG) kinh doanh cho thuê KCN hoặc khai thác cao su tự nhiên. Tỷ suất lợi nhuận/VĐL của các doanh nghiệp này theo NTC báo cáo trong năm 2016 đạt bình quân 12,1%. Trong năm 2016, NTC đã nhận gần 18,7 tỷ đồng (năm 2015 là 14 tỷ) cổ tức tương ứng với tỷ suất cổ tức gần 6,3%. Do đó, việc Việt Nam tiếp tục thu hút mạnh dòng vốn FDI một mặt giúp NTC kinh doanh thuận lợi, mặt khác cũng là yếu tố hỗ trợ hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp mà Công ty đầu tư vào. Dòng tiền cổ tức kỳ vọng nhận được sẽ tăng lên kéo theo hiệu quả kinh doanh và khả năng chi trả cổ tức cho cổ đông NTC.

**Đồ thị 3: So sánh hiệu quả hoạt động**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

**Đồ thị 4: ROE của NTC**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

### **Động lực tăng trưởng từ KCN Nam Tân Uyên mở rộng (350ha) từ cuối năm 2017**

**Chu kỳ tăng trưởng mới với dự án NTU3 từ năm 2018.** Để tạo quỹ đất cho thuê từ đầu năm 2018, NTC đang chờ phê duyệt của Thủ tướng Chính Phủ về quy hoạch Giai đoạn 3 KCN Nam Tân Uyên (NTU3) có diện tích 346ha và TMĐT gần 875 tỷ đồng. Khi đi vào khai thác, NTC sẽ có thêm gần 255ha quỹ đất thương phẩm để kinh doanh và tạo động lực tăng trưởng doanh thu hàng năm bằng diện tích cho thuê mới. Với



tốc độ lấp đầy hiện tại, quỹ đất mới sẽ đủ để Công ty có thể kinh doanh đến năm 2022. Về ưu đãi, NTU3 tiếp tục được miễn tiền thuê đất 14 năm như hai dự án trước. Theo ước tính của chúng tôi, tại mức giá cho thuê đất bình quân dự tính của NTU3 là 55-60USD/m<sup>2</sup>, NAV của NTU3 dự kiến gần 437 tỷ đồng và IRR(e) đạt 40%.

Giống như NTU1 và 2, quỹ đất phát triển NTU3 là vườn trồng cao su đã thanh lý từ CTCP Cao su Phước Hòa (PHR - HSX) do đó gần như không mất chi phí giải tỏa dân cư và chi phí đầu tư hạ tầng cũng thấp so với các khu vực đất mềm. Tuy nhiên, giá vốn đến bù thời gian sử dụng đất cho NTU3 theo Công ty sẽ cao hơn NTU2 khoảng 180-200 triệu/ha. Về mặt nguồn lực đầu tư, NTC sẽ tài trợ dự án này theo tỉ lệ 20% vốn đối ứng chủ sở hữu (175 tỷ đồng) và 80% vốn vay (700 tỷ đồng). Nhưng thực tế, với nền tảng tài chính hiện tại và nguồn tiền thuê đất thanh toán một lần từ khách hàng thuê đất dồn tích, NTC hoàn toàn đủ khả năng để đầu tư hạ tầng cho NTU3 theo kiểu cuốn chiếu mà không cần tăng VCSH.

**Nghĩa vụ nộp tiền thuê đất có thể thấp hơn gần 1/3 so với dự kiến.** Do đặc thù kinh doanh tho thuê hạ tầng KCN, giá vốn của NTC gồm 02 loại chi phí chính là khấu hao tài sản là hạ tầng trong KCN và tiền thuê đất phải nộp cho Nhà nước (phân bổ hàng năm). Sau khi Luật đất đai có hiệu lực từ 1/7/2014, một số doanh nghiệp cho thuê hạ tầng KCN gặp khó khăn trong việc huy động nguồn lực để nộp tiền thuê đất một lần cho Nhà nước thay vì có thể trả hàng năm như trước đối với phần đất đã cho thuê đã được thanh toán một lần. Đối với NTC, việc chọn chính sách kế toán phân bổ doanh thu cho thuê đất (theo Thông tư 200) cho suốt thời gian cho thuê (thông thường 50 năm) tương tự như SZL và D2D cùng với việc không đầu tư dàn trải giúp Công ty khá sẵn sàng trong thực hiện nghĩa vụ nộp tiền thuê đất theo Luật đất đai mới.

Theo đó, NTC đã thanh toán tiền thuê đất cho Nhà nước tổng cộng 02 lần (năm 2015 và năm 2016) với số tiền 432 tỷ đồng cho diện tích đã cho thuê khoảng 149ha tại NTU2. Trong năm 2017, Công ty dự kiến sẽ nộp tiền thuê đất gần 720 tỷ đồng cho (1) diện tích còn lại đã cho thuê tại NTU2 (~50ha) số tiền 156 tỷ đồng và (2) toàn bộ diện tích đã cho thuê tại NTU1 (chưa chốt được giá thuê đất với Nhà nước). **Trong trường hợp thứ nhất (sử dụng trong mô hình định giá)**, nếu căn cứ trên khung giá đất UBND tỉnh Bình Dương ban hành tại thời điểm mà Công ty cho thuê NTU1 (2005-2010), NTC sẽ phải nộp ~445 tỷ đồng cho 100% diện tích đất thương phẩm đã cho thuê tại NTU1 (tương ứng 2,7 tỷ đồng/ha trên diện tích 228,9ha). Như vậy, số tiền phải nộp sẽ là 601 tỷ đồng thấp hơn gần 119 tỷ so với dự kiến. **Trong trường hợp thứ hai**, Công ty tin tưởng rằng tiền thuê đất cho NTU1 có thể chỉ bằng ½ giá thuê đất phải nộp cho NTU2 (tức chỉ 2,12 tỷ/ha) và do đó Công ty chỉ phải nộp ~350 tỷ đồng cho 100% diện tích đất thương phẩm tại NTU1 đã kinh doanh. Như vậy, gộp cả hai khoản nghĩa vụ, NTC sẽ đóng tổng cộng ~506 tỷ đồng và tiết kiệm gần 214 tỷ đồng so với con số dự kiến ban đầu.

*Theo Luật đất đai 2013 (hiệu lực từ 1/7/2014), Chương XIV, Điều 210 – Điều khoản chuyển tiếp (Mục 2). Trường hợp nhà đầu tư được Nhà nước cho thuê đất thu tiền thuê đất hàng năm để đầu tư xây dựng, kinh doanh kết cấu hạ tầng KCN, cụm công nghiệp, khu chế xuất mà đã cho thuê lại đất có kết cấu hạ tầng theo hình thức trả tiền thuê đất một lần cho cả thời gian thuê trước ngày Luật này có hiệu lực thi hành thì phải nộp tiền cho Nhà nước theo quy định của Chính phủ; người thuê lại đất có quyền và nghĩa vụ như được Nhà nước cho thuê đất trả tiền một lần cho cả thời gian thuê sau khi chủ đầu tư đã nộp đủ tiền thuê đất vào ngân sách Nhà nước.*

### Dự phóng KQKD

**Doanh thu cho thuê đất tiếp đà tăng trưởng.** Trong năm 2017, mặc dù Công ty lên kế hoạch cho thuê 37ha diện tích đất thương phẩm còn lại tại NTU1 và NTU2. Chúng tôi cho rằng nhiều khả năng NTC sẽ nhận được giấy phép hoạt động cho KCN NTU3 và có thể triển khai cho thuê 12ha đất tại NTU3 trong Q4/2017. Đến cuối Q1/2017, NTC cho biết đã cho thuê được khoảng 20ha và tự tin sẽ hoàn thành kế hoạch thuê đất đặt ra. Giả định NTC cho thuê ~ 50ha đất như dự kiến tại mức giá bình quân là 55USD/m<sup>2</sup>, doanh số cho thuê đất của Công ty ước đạt xấp xỉ 620 tỷ đồng trong năm 2017. Về cho thuê nhà xưởng,

với mục tiêu giữ hiệu suất cho thuê nhà xưởng cao, Công ty đặt chỉ tiêu cho thuê 3.000- 6.000m<sup>2</sup> diện tích nhà xưởng mà khách hàng trả lại do hết hợp đồng thuê.

Do đó, doanh thu ghi nhận năm 2017 dự kiến sẽ tăng 21% so với cùng kỳ nhờ diện tích đất dự kiến được cho thuê thêm. Biên LNG sẽ bị thu hẹp xuống còn 77% (2016: 86%) do không còn các khoản hoàn nhập bất thường (~17 tỷ đồng) như năm 2016. Do lãi suất vay thấp hơn lãi suất tiền gửi Công ty được chào, trong trường hợp Công ty thực hiện vay 500 tỷ đồng để trả tiền thuê đất trong Q2/2017, chi phí lãi vay phát sinh cho năm 2017 ước tính tăng lên 28 tỷ đồng và 2018 là 34 tỷ đồng. Như vậy trong giao dịch này, NTC hưởng chênh lệch biên độ lãi suất khoảng 0,6-0,8%/năm tương đương khoảng 3-4 tỷ đồng/năm.

**Về mặt hạch toán KQKD**, với tỷ trọng đất thuê 50 năm trả một lần chiếm 90%, NTC đang thực hiện phân bổ doanh số cho thuê đất trong suốt thời hạn cho thuê thay vì ghi nhận một lần. Tuy không tạo được sự tăng trưởng đột phá về KQKD như cách ghi nhận một lần, chính sách phân bổ doanh số cho thuê đất giúp Doanh thu và Lợi nhuận ghi nhận sự tăng trưởng ổn định trong suốt vòng đời dự án. Mặt khác, cách làm này tránh được rủi ro gián đoạn về ghi nhận KQKD (hụt doanh thu) trong giai đoạn Công ty phát triển quỹ đất mới để cho thuê. Yếu tố tăng trưởng doanh thu do đó sẽ đến từ việc Công ty cho thuê thêm phần diện tích mới.

Về mặt chi phí, Công ty sẽ phân bổ chi phí khấu hao bất động sản đầu tư (hạ tầng KCN cho thuê) trong 20 năm. Đối với tiền thuê đất, NTC sẽ thực hiện phân bổ tiền thuê đất đã nộp cho Nhà nước vào giá vốn khi các KCN mà Công ty cho thuê hết thời hạn miễn tiền thuê đất (từ năm thứ 15 trở đi). Như vậy, NTC sẽ bắt đầu phân bổ chi phí thuê đất vào giá vốn từ năm 2019 cho NTU1 và năm 2024 cho NTU2.

Vì vậy, việc dòng tiền trong ngắn hạn nhận từ khách hàng thuê đất lớn hơn nhiều doanh thu ghi nhận là không quá bất ngờ. Ở đây, NTC sẽ nhận toàn bộ tiền cho thuê đất đối với các khách hàng thuê đất 50 năm trả một lần trong vòng 24 tháng (thanh toán 40% trong năm thứ nhất và 60% trong năm thứ hai). Doanh số cho thuê đất (chờ phân bổ) sẽ được ghi ở dạng doanh thu chưa thực hiện ở phần nguồn vốn và đối ứng là khoản tiền ở phần tài sản trên bảng cân đối kế toán.

**Bảng 5: Dự báo dòng tiền kinh doanh (triệu đồng)**

Dòng tiền kinh doanh	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Doanh số cho thuê đất</b>	343.623	234.912	974.943	613.645	621.796	639.715	668.007	697.429	729.951	581.781	44.608
▪ <i>Diện tích đất cho thuê mới (m<sup>2</sup>)</i>	420.614	260.012	999.054	533.758	489.218	511.458	511.458	511.458	511.458	383.593	-
▪ <i>Giá cho thuê bình quân (USD/m<sup>2</sup>)</i>	38,7	42,2	43,4	50,4	54,7	52,8	54,0	55,3	56,7	59,1	-
<b>Tổng dòng tiền đầu vào</b>	183.277	366.755	555.188	767.514	851.152	713.774	743.059	779.989	820.282	786.122	483.151
▪ <i>Chi đầu tư</i>	60.339	82.768	513.537	163.893	806.847	359.593	359.593	384.526	384.526	226.627	-
▪ <i>Chi bảo trì</i>	27.349	27.349	27.349	27.349	52.282	52.282	52.282	52.282	52.282	52.282	52.282
▪ <i>Chi thuế TNDN</i>	1.043	865	2.330	4.253	4.181	9.607	10.857	12.096	13.563	14.945	15.166
▪ <i>Chi phí quản lý</i>	19.316	19.116	37.155	44.388	53.610	61.074	68.554	76.415	85.254	92.034	92.977
▪ <i>Chi phí hoa hồng</i>	16.700	11.222	47.909	29.691	29.947	30.615	31.851	33.138	34.477	26.902	-
<b>Dòng tiền kinh doanh ròng</b>	58.529	225.435	(73.092)	497.940	(95.715)	200.604	219.921	221.532	250.179	373.331	322.726

Nguồn: RongViet Research dự báo



**Bảng 6: Dự báo KQKD (triệu đồng)**

KQKD	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
(1) Doanh thu cho thuê đất	36,457	42,539	70,508	87,645	104,184	121,511	138,620	156,715	177,784	193,334	194,208
▪ Doanh thu thuê 50 năm trả một lần (chỉ tiết ở Phụ lục)	26,840	32,063	53,736	67,821	81,331	94,087	107,641	122,049	137,372	149,600	149,600
▪ Doanh thu thuê trả hàng năm	9,617	10,476	16,772	19,823	22,853	27,424	30,979	34,666	40,412	43,733	44,608
(2) Doanh thu cho thuê nhà xưởng	8,305	1,295	19,729	20,757	23,995	24,475	24,965	25,464	25,973	26,493	27,022
(3) Doanh thu quản lý	19,626	19,886	33,614	39,559	50,520	57,593	64,930	72,537	80,423	86,953	88,693
<b>Tổng doanh thu (1)+(2)+(3)</b>	<b>64,388</b>	<b>63,720</b>	<b>123,851</b>	<b>147,961</b>	<b>178,699</b>	<b>203,579</b>	<b>228,515</b>	<b>254,716</b>	<b>284,180</b>	<b>306,780</b>	<b>309,923</b>
<b>Giá vốn</b>	<b>24.210</b>	<b>27.314</b>	<b>40.102</b>	<b>18.522</b>	<b>41.475</b>	<b>46.432</b>	<b>51.388</b>	<b>57.342</b>	<b>63.296</b>	<b>65.291</b>	<b>65.291</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>40.178</b>	<b>36.406</b>	<b>83.749</b>	<b>129.439</b>	<b>137.223</b>	<b>157.147</b>	<b>177.126</b>	<b>197.373</b>	<b>220.883</b>	<b>241.489</b>	<b>244.632</b>

Nguồn: RongViet Research dự báo

### Định giá

Để xác định giá hợp lý của cổ phiếu NTC, chúng tôi dùng phương pháp NAV định giá lại các dự án mà NTC đang thực hiện (NTU1 và 2) và dự án trong năm 2018 NTU3.

**Bảng 7: Giá trị NPV các dự án của NTC (từ năm 2017)**

Dự án	Giá trị đánh giá lại (tỷ đồng)	Phương pháp
NTU1	-150	DCF
NTU2	282	DCF
NTU3	437	DCF
<b>Tổng</b>	<b>569</b>	

Nguồn: RongViet Research ước tính

**Bảng 8: Định giá lại vốn cổ phần của NTC (Đvt: tỷ đồng)**

Chỉ tiêu	01/01/2017 (tỷ đồng)	Giá trị đánh giá lại (tỷ đồng)
<b>Doanh thu chưa thực hiện</b>	<b>1.665</b>	<b>1.665</b>
<b>Loại trừ:</b>	<b>1.004</b>	<b>1.216</b>
Bất động sản đầu tư	446	446
Tài sản dở dang dài hạn	80	80
Tài sản dài hạn khác (Tiền thuê đất nộp Nhà nước)	478	478
Chi phí duy tu bảo trì từ năm 2017 trở về trước		212
<b>LNNT từ diện tích đất đã cho thuê chờ phân bổ</b>		<b>449</b>
<b>LNST từ diện tích đất đã cho thuê chờ phân bổ (1)</b>		<b>359</b>
<b>Cộng:</b>		
Giá trị chiết khấu dòng tiền ròng cho phần diện tích đất sẽ kinh doanh của NTU1, NTU2 và NTU3 (2)		<b>569</b>
Giá trị tài sản ròng khác tại 1/1/2017 (đã loại chia cổ tức 30% tiền mặt của năm 2016 chốt ngày 24/05/2017) (3)		<b>254</b>
<b>Tổng (1) + (2) + (3)</b>		<b>1.182</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành		16.000.000
<b>Giá trị tài sản ròng trên mỗi cổ phần (VND)</b>		<b>73.800</b>

Nguồn: RongViet Research ước tính

### Quan điểm

**CTCP KCN Nam Tân Uyên (NTC-Upcom)** kinh doanh cho thuê hạ tầng tại KCN Nam Tân Uyên (Bình Dương). Chi phí GPMB thấp, vị trí gần TPHCM và nằm ngay nguồn gỗ nguyên liệu giúp NTC thu hút nhiều doanh nghiệp sản xuất đồ gỗ XNK đến đầu tư. Là thành viên của VRG và PHR, NTC có lợi thế quỹ đất rộng lớn cho các dự án mở rộng về lâu dài. Dòng vốn FDI từ Trung Quốc và Hàn Quốc sẽ là động lực chính cho nhu cầu thuê đất của NTC. Với NTU1 lấp đầy 97% và NTU2 cho thuê 82%, đất thương phẩm có thể cho thuê trong năm 2017 còn gần 43ha. Như vậy, Doanh thu và LNG năm 2017 dự kiến sẽ tăng lần lượt 21% và 9% so với cùng kỳ. Nếu loại trừ yếu tố hoàn nhập giảm chi phí thuê đất năm 2016, LNG 2017 sẽ tăng 26%YoY. Đáng lưu ý, do phần lớn diện tích đất phải nộp tiền thuê đất nằm ở NTU1 (khai thác 2005-2010) có mức giá thuê đất thấp hơn NTU2 từ 30-40%, số tiền thuê đất NTC sẽ phải nộp có thể thấp hơn dự kiến ban đầu khá nhiều.

Sự giảm tốc về lợi nhuận trong ngắn hạn theo chúng tôi là thời điểm tốt để đầu tư vào NTC đón đầu động lực tăng trưởng từ dự án NTU3 (350ha) triển khai vào cuối năm 2017. Có vị trí liền mạch với NTU2, chúng tôi tin rằng NTU3 sẽ đạt tỉ lệ lấp đầy tốt như hai dự án trước (5-6 năm) khi mà vốn FDI đăng ký vào Bình Dương tiếp tục tăng mạnh, đạt 1,4 tỷ USD trong 4T2017 (cả năm 2016 là 2,3 tỷ USD). Mô hình kinh doanh tạo dòng tiền tốt giúp NTC có thể tái đầu tư các dự án mở rộng mà không cần huy động nhiều vốn từ cổ đông hoặc vốn vay. Do đó, lợi ích cổ đông không những đảm bảo mà còn gia tăng. Bằng phương pháp định giá RNAV, chúng tôi khuyến nghị **"MUA"** cổ phiếu NTC với giá mục tiêu 02 năm là **73.800VND/cp**.

## PHỤ LỤC CÁC TÍNH TOÁN TRONG BÁO CÁO

**Bảng 1: Phân bổ doanh thu thuê đất 50 năm (triệu đồng)**

NTU1	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 - 2055
2006	2.017	2.017	2.017	2.017	2.017	2.017	2.017	2.017
2007	3.239	3.239	3.239	3.239	3.239	3.239	3.239	3.239
2008	3.788	3.788	3.788	3.788	3.788	3.788	3.788	3.788
2009	3.233	3.233	3.233	3.233	3.233	3.233	3.233	3.233
2010	2.497	2.497	2.497	2.497	2.497	2.497	2.497	2.497
2011	1.898	1.898	1.898	1.898	1.898	1.898	1.898	1.898
2012		1.322	1.322	1.322	1.322	1.322	1.322	1.322
2013			2.743	2.743	2.743	2.743	2.743	2.743
2014				3.163	3.163	3.163	3.163	3.163
2015					3.418	3.418	3.418	3.418
2016						5.188	5.188	5.188
<b>Tổng</b>	<b>16.672</b>	<b>17.994</b>	<b>20.737</b>	<b>23.900</b>	<b>27.318</b>	<b>32.506</b>	<b>32.506</b>	<b>32.506</b>

Nguồn: RongViet Research dự báo

**Bảng 2: Phân bổ doanh thu thuê đất 50 năm (triệu đồng)**

NTU2	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 - 2060
2011	652	652	652	652	652	652	652	652	652
2012		796	796	796	796	796	796	796	796
2013			4.656	4.656	4.656	4.656	4.656	4.656	4.656
2014				2.060	2.060	2.060	2.060	2.060	2.060
2015					18.254	18.254	18.254	18.254	18.254
2016						8.898	8.898	8.898	8.898
2017							10.507	10.507	10.507
<b>Tổng</b>	<b>652</b>	<b>1.448</b>	<b>6.103</b>	<b>8.163</b>	<b>26.417</b>	<b>35.315</b>	<b>45.823</b>	<b>45.823</b>	<b>45.823</b>

Nguồn: RongViet Research dự báo

**Bảng 3: Phân bổ doanh thu thuê đất 50 năm (triệu đồng)**

NTU3	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 - 2067
2017	3.003	3.003	3.003	3.003	3.003	3.003	3.003	3.003
2018		12.756	12.756	12.756	12.756	12.756	12.756	12.756
2019			13.554	13.554	13.554	13.554	13.554	13.554
2020				14.408	14.408	14.408	14.408	14.408
2021					15.323	15.323	15.323	15.323
2022						12.228	12.228	12.228
<b>Tổng</b>	<b>3.003</b>	<b>15.759</b>	<b>29.312</b>	<b>43.720</b>	<b>59.043</b>	<b>71.272</b>	<b>71.272</b>	<b>71.272</b>

Nguồn: RongViet Research dự báo

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	2015	2016	2017F	2018F
Doanh thu thuần	125	147	179	204
Giá vốn	-40	-21	-41	-46
<b>Lãi gộp</b>	<b>85</b>	<b>127</b>	<b>137</b>	<b>157</b>
Chi phí bán hàng	-2	-2	-4	-4
Chi phí quản lý	-50	-43	-52	-59
Thu nhập từ HĐTC	44	66	65	66
Chi phí tài chính	-14	-5	-29	-34
Lợi nhuận khác	-1	-1	-1	6
<b>LNTT</b>	<b>62</b>	<b>142</b>	<b>117</b>	<b>132</b>
Thuế TNDN	-2	-11	-9	-11
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
<b>LNST</b>	<b>59</b>	<b>131</b>	<b>108</b>	<b>121</b>
EBIT	<b>69</b>	<b>148</b>	<b>89</b>	<b>98</b>
EBITDA	96	179	125	141

Đv: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2015	2016	2017F	2018F
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	96	18	21	14
EBITDA	112	115	-30	13
EBIT	112	115	-40	10
Lợi nhuận sau thuế	101	121	-18	12
Tổng tài sản	47	23	51	4
Vốn chủ sở hữu	6	32	16	18
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	68	86	77	77
EBITDA/ Doanh thu	55	101	70	69
EBIT/ Doanh thu	55	101	50	48
LNST/ Doanh thu	47	89	60	60
ROA	4	7	4	4
ROIC	6	9	3	3
ROE	27	49	33	32
<b>Hiệu quả hoạt động (x)</b>				
Vòng quay kh. phải thu	2,6	3,5	3,9	3,8
Vòng quay hàng tồn kho	-185,5	-60,1	-81,1	-70,4
Vòng quay khoản phải trả	-0,71	-0,31	-0,8	-0,9
<b>Khả năng thanh toán (x)</b>				
Hiện hành	1,2	1,5	23,8	16,6
Nhanh	1,2	1,5	23,7	16,5
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	656	600	807	699
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	96	23	0	0
Vay dài hạn/ Vốn CSH	4	3	198	83

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2015	2016	2017F	2018F
Tiền	2	19	874	644
Đầu tư tài chính ngắn hạn	305	131	131	131
Các khoản phải thu	42	41	50	57
Tồn kho	0	0	1	1
Tài sản ngắn hạn khác	4	8	6	7
Tài sản cố định hữu hình	525	547	680	792
Tài sản cố định vô hình	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	379	876	295	295
Tài sản dài hạn khác	470	495	1.153	1.388
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>1.728</b>	<b>2.117</b>	<b>3.189</b>	<b>3.316</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	73	59	45	51
Vay và nợ ngắn hạn	219	71	0	0
Vay và nợ dài hạn	9	8	697	344
Khoản phải trả dài hạn khác	1.198	1.676	2.096	2.506
Quỹ khen thưởng phúc lợi				
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.499</b>	<b>1.814</b>	<b>2.837</b>	<b>2.901</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>229</b>	<b>302</b>	<b>352</b>	<b>415</b>
Vốn đầu tư của CSH	160	160	160	160
Lợi nhuận giữ lại	45	112	148	195
Các quỹ	18	24	44	60
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>229</b>	<b>302</b>	<b>352</b>	<b>415</b>
<b>Lợi ích CĐTS</b>	<b>0</b>	<b>0</b>		
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>1.728</b>	<b>2.117</b>	<b>3.189</b>	<b>3.316</b>
<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
LN TT			117	132
Khấu hao			36	44
Các điều chỉnh			-50	-50
Thay đổi vốn lưu động			407	418
<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>			<b>510</b>	<b>543</b>
Thay đổi TSCĐ			-164	-151
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn			-127	-286
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia			45	45
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>			<b>-246</b>	<b>-392</b>
Nhận/trả lại vốn góp			-6	0
Vay mới/trả nợ vay			668	-302
Cổ tức, LN trả cho CĐ			-71	-79
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>			<b>591</b>	<b>-381</b>
Tiền thuần trong kỳ			855	-230
<b>Tiền đầu năm</b>			<b>19</b>	<b>874</b>
<b>Tiền cuối kỳ</b>			<b>874</b>	<b>644</b>

## BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

### Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

## GIỚI THIỆU

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

### Hệ thống mạng lưới

#### Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

#### Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

#### Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

#### Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2017.**

Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này