

GIỮ

Báo cáo lần đầu

Chuyên viên phân tích

Trịnh Thị Ngọc Diệp
diep.trinh@kimeng.com.vn
 (844) 2221 2208 – ext. 131

Giá VND 28.500
Mục tiêu VND 32.900
VN Index 442,1

Đồ thị biến động giá



% thay đổi	1T	3T	6T
Giá CP	(36,0)	(26,9)	(16,7)
So với Index	(15,8)	(2,9)	(15,3)

Thông tin cổ phiếu

Mã chứng khoán	ITA
Vốn hoá TT (tỷ VND)	5.808,7
Cao nhất 52tuần (VND)	52.000
Thấp nhất 52tuần (VND)	14.600
Số lượng CP (triệu)	203,8
GTGD bq 6T (tỷ VND)	46,0
Tỷ lệ giao dịch tự do (%)	n/a
Cổ đông lớn (%)	
Richluck Int'l Ltd	3,7
Vietnam Infrastructure Ltd	1,9
Đặng Quang Hạnh	1,7

Chỉ số cơ bản

ROE (%)	7,0
Nợ ròng/VCSH (%)	9,1
NTA (VND)	22.425
Khả năng trả lãi vay (x)	16,4

Tập đoàn Tân Tạo (ITA)

Được định giá khá hợp lý

Chúng tôi đưa ra bản báo cáo lần đầu về Tập đoàn Tân Tạo với khuyến nghị **GIỮ** và giá mục tiêu **32.900VND/cổ phiếu**, thấp hơn 20% so với định giá dựa trên mô hình dòng tiền chiết khấu (DCF) của chúng tôi.

Tiên phong trong lĩnh vực phát triển khu công nghiệp

Tập đoàn Tân Tạo là đơn vị tư nhân đầu tiên được trao quyền sử dụng đất để phát triển khu công nghiệp ở Việt Nam từ năm 1996. Tập đoàn đã phát triển KCN Tân Tạo với tổng diện tích 443 ha, là khu công nghiệp lớn nhất Hồ Chí Minh. Tiếp sau thành công của KCN Tân Tạo, Tập đoàn đã phát triển KCN Tân Đức với tổng diện tích 535 ha ở tỉnh Long An. Với kinh nghiệm phát triển các khu công nghiệp, Tập đoàn hiện đang thực hiện tiếp ba dự án KCN mới gồm ITAHAN, AGRITA và Tân Tạo-Hanel ở miền Bắc.

Các dự án khu công nghiệp giúp duy trì tăng trưởng lợi nhuận

Chúng tôi kỳ vọng diện tích đất còn lại thuộc KCN Tân Tạo và Tân Đức sẽ là nhân tố đóng góp phần lớn doanh thu của Tập đoàn trong năm 2010 với doanh thu dự tính khoảng 453 tỷ đồng. Ba dự án KCN mới ở miền Bắc sẽ đóng góp thêm 446,5 ha vào quỹ đất khu công nghiệp của Tập đoàn và được kỳ vọng sẽ đóng góp thêm 3.865 tỷ đồng doanh thu trong giai đoạn từ 2012 đến 2016. Tuy sự cạnh tranh giữa các KCN ngày càng gay gắt, nhưng chúng tôi tin rằng Tập đoàn Tân Tạo, nhà phát triển khu công nghiệp hàng đầu với những thành tích hoạt động tốt, sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng lợi nhuận từ các dự án KCN.

Giá trị tăng thêm từ các dự án bất động sản và cơ sở hạ tầng

Ngoài mảng phát triển KCN, Tập đoàn còn tham gia các dự án bất động sản và cơ sở hạ tầng. Tập đoàn hiện đang triển khai dự án khu đô thị E-City Tân Đức với tổng diện tích 272,3 ha ở tỉnh Long An và dự án nhà máy điện Kiên Lương với tổng diện tích 555,9 ha ở tỉnh Kiên Giang. Dự án E.City Tân Đức và nhà máy điện Kiên Lương đã đóng góp 32,4% và 59,0% vào tổng doanh thu của Tập đoàn trong 9 tháng đầu năm 2009. Chúng tôi lạc quan rằng những dự án này sẽ tiếp tục đóng góp đáng kể vào kết quả kinh doanh của Tập đoàn trong vài năm tới.

Kết thúc năm TC 31/12	2006 (*)	2007	2008	2009E	2010F
Doanh thu (tỷ VND)	352,8	557,1	1.057,6	1.279,3	1.812,6
LN trước thuế (tỷ VND)	184,7	339,5	383,0	406,0	525,1
LN ròng (tỷ VND)	148,8	317,0	280,8	304,5	393,8
EPS (VND)	1.353	2.149	1.416	1.504	1.945
Tăng trưởng EPS (%)	29,9	58,9	(34,1)	6,2	29,3
PER (x)	21,1	13,3	20,1	18,9	14,7
EV/EBITDA (x)	31,2	18,4	23,3	18,1	13,5

(*) : Số liệu năm 2006 dựa trên phương pháp kế toán tiền mặt

VUI LÒNG XEM PHỤ LỤC 1 VỀ NHỮNG KHUYẾN CÁO QUAN TRỌNG KHI SỬ DỤNG BÁO CÁO NÀY

Cơ hội đầu tư

Chúng tôi đưa ra bản báo cáo lần đầu về Tập đoàn Tân Tạo (ITA) với khuyến nghị **GIỮ** và giá mục tiêu **32.900 VND/cổ phiếu**, chiết khấu 20% so với định giá theo mô hình dòng tiền chiết khấu (DCF) của chúng tôi. Mức giá mục tiêu của chúng tôi tương đương với PE dự phóng là 16,9 lần và P/B dự phóng là 1,2 lần.

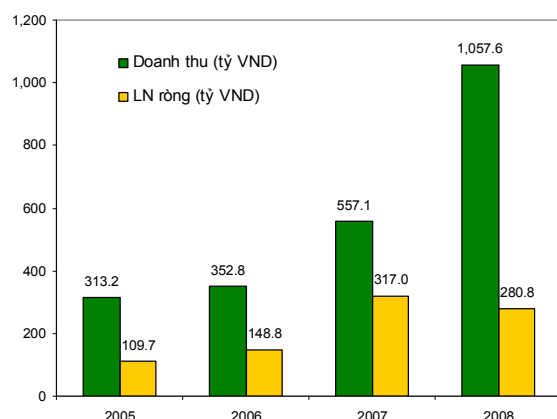
Tiên phong trong lĩnh vực phát triển khu công nghiệp

Tập đoàn Tân Tạo là đơn vị tư nhân đầu tiên được trao quyền sử dụng đất để phát triển khu công nghiệp ở Việt Nam từ năm 1996. Tập đoàn đã phát triển KCN Tân Tạo với tổng diện tích 443 ha, là khu công nghiệp lớn nhất Hồ Chí Minh. Tiếp sau thành công của KCN Tân Tạo, Tập đoàn đã phát triển KCN Tân Đức với tổng diện tích 535 ha ở tỉnh Long An. Ngoài ra, Tập đoàn sở hữu 16% KCN Nhơn Hội (tỉnh Bình Định) và 10% KCN Nhơn Trạch (tỉnh Đồng Nai).

Tăng trưởng hai con số

Từ năm 2005 đến năm 2008, doanh thu và lợi nhuận ròng của Tập đoàn tăng trưởng với tỷ lệ bình quân hàng năm là 50,0% và 36,8%. Phần lớn doanh thu của Tập đoàn có được từ việc bán và cho thuê đất thuộc KCN Tân Tạo và Tân Đức, đóng góp khoảng 60-70% doanh thu trong bốn năm qua. Hoạt động cho thuê nhà xưởng là nhân tố đóng góp doanh thu thứ hai cho Tập đoàn. Do hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực này có mức sinh lời cao, Tập đoàn đã đạt được lợi nhuận biên gộp trung bình khoảng 40-50% trong bốn năm qua.

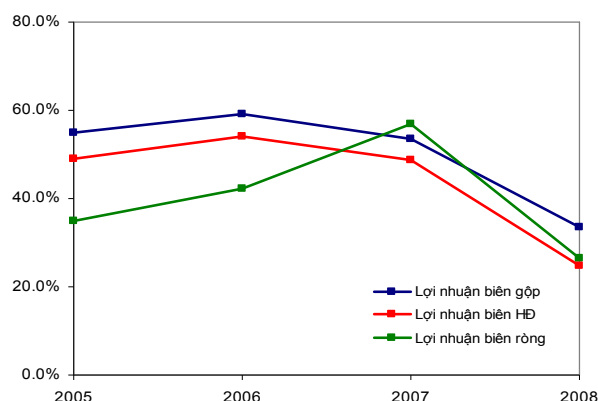
Bảng 1: Doanh thu và lợi nhuận ròng của ITA



Nguồn: Dữ liệu công ty, Kim Eng

Ghi chú: số liệu năm 2005 và 2006 dựa trên phương pháp kế toán tiền mặt

Bảng 2: Lợi nhuận biên của ITA



Nguồn: Dữ liệu công ty, Kim Eng

Ghi chú: số liệu năm 2005 và 2006 dựa trên phương pháp kế toán tiền mặt

Mở rộng hoạt động sang lĩnh vực phát triển bất động sản và cơ sở hạ tầng

Theo chúng tôi được biết, Tập đoàn Tân Tạo sẽ có thêm ba dự án khu công nghiệp được hoàn thành trong hai đến ba năm tới, gồm: ITAHAN, AGRITA và Tân Tạo - Hanel ở miền Bắc. Ba KCN mới này sẽ góp phần tăng tổng quỹ đất khu công nghiệp của Tập đoàn lên 446,5 ha và được kỳ vọng sẽ giúp Tập đoàn duy trì nguồn thu từ khu công nghiệp.

Bảng 3: Các dự án KCN đang được xây dựng

STT	Khu công nghiệp	Diện tích (ha)	Năm hoàn thành	Tỷ lệ góp vốn của ITA (%)
1	AGRITA	125,8	2011	49%
2	ITAHAN	203,2	2012	100%
3	Tân Tạo – Hanel	117,5	2012	51%
Tổng		446,5		

Nguồn: Dữ liệu công ty, Kim Eng

Ngoài phát triển KCN, Tập đoàn còn tham gia các dự án phát triển bất động sản và cơ sở hạ tầng. Từ năm 2008, Tập đoàn thực hiện dự án xây dựng khu đô thị E-City Tân Đức, gần KCN Tân Đức thuộc tỉnh Long An. Dự án này chủ yếu nhằm cung cấp nhà ở cho công nhân cũng như dân cư quanh KCN. Tổng diện tích của dự án là 272,3 ha, trong đó diện tích xây dựng khoảng 117 ha. Dự án này đã đóng góp khoảng 30% tổng doanh thu của Tập đoàn trong năm 2008.

Tập đoàn còn tham gia dự án xây dựng nhà máy điện Kiên Lương ở tỉnh Kiên Giang. Với tổng diện tích 555,9 ha, đây là dự án nhà máy nhiệt điện lớn nhất Việt Nam với tổng công suất sản xuất điện là 4.400MW. Chúng tôi được biết rằng chiến lược của Tập đoàn đối với các dự án nhà máy điện là chỉ tham gia giai đoạn xây dựng cơ sở hạ tầng thuộc dự án, sau đó sẽ bán hoặc cho các nhà đầu tư thứ cấp thuê để xây dựng và vận hành nhà máy điện. Chúng tôi nhận thấy rằng đây là chiến lược đa dạng hóa đúng đắn, giúp Tập đoàn phát huy được kinh nghiệm trong lĩnh vực phát triển hạ tầng cơ sở mà không tham gia trực tiếp vào việc xây dựng và vận hành nhà máy điện.

Dưới đây là một số dự án phát triển cơ sở hạ tầng lớn của Tập đoàn.

Bảng 4: Các dự án cơ sở hạ tầng

STT	Dự án	Diện tích (ha)	Địa điểm
1	Nhà máy điện Kiên Lương	555,9	Tỉnh Kiên Giang
2	Nhà máy điện Long An	250,0	Tỉnh Long An

Nguồn: Dữ liệu công ty, Kim Eng

Đầu tư tài chính mạnh vào các công ty liên kết

Từ năm 2008, Tập đoàn đã thực hiện việc góp vốn vào các công ty liên kết có khả năng giúp Tập đoàn tiết kiệm chi phí và kiểm soát tốt hơn thời điểm thực hiện các dự án trong tương lai. Tính đến cuối năm 2008, Tập đoàn đã đầu tư dài hạn 2.760,9 tỷ đồng vào các công ty liên kết.

Danh mục đầu tư dài hạn của Tập đoàn tính đến cuối năm 2008 được trình bày ở bảng dưới đây.

Bảng 5: Đầu tư dài hạn

STT	Công ty	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Tỷ lệ góp vốn của ITA (%)
1	CTCP Tập đoàn Tân Tạo	849,1	10,0
2	CTCP Hạ tầng Tân Tạo	749,8	10,0
3	CTCP Đại học Tân Tạo	687,8	12,0
4	CTCP Năng lượng Tân Tạo	375,4	10,0
5	Ngân hàng cổ phần Nam Việt	55,7	8,0
6	KCN Sài Gòn - Nhơn Hội	16,0	16,0
7	CTCP Cơ điện & Xây dựng Việt Nam	10,0	10,0
8	CTCP vật liệu xây dựng Sài Gòn	9,0	18,0
9	CTCP đầu tư Vinatex – Tân Tạo	8,0	10,0
Tổng		2.760,9	

Nguồn: Dữ liệu công ty

Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận

Các KCN hiện hữu tiếp tục mang lại lợi nhuận

Theo chúng tôi được biết, đến cuối tháng 9/2009 quỹ đất thuộc KCN Tân Tạo và Tân Đức còn khoảng 155,3ha. Chúng tôi cũng biết rằng Tập đoàn áp dụng mức giá bán trung bình đối với quỹ đất còn lại cao hơn so với trước đây vì đây là ở giai đoạn này cơ sở hạ tầng tại các KCN trên đã được xây dựng hoàn chỉnh. Theo

thông tin từ Tập đoàn, giá bán đất trung bình tại KCN Tân Tạo đã tăng từ 40 USD/m² ở thời điểm ban đầu lên đến 240USD/m² năm 2008.

Chúng tôi cho rằng việc bán đất còn lại và cho thuê nhà xưởng ở KCN Tân Tạo và Tân Đức sẽ mang nguồn doanh thu lớn trong năm 2009 và 2010. Chúng tôi dự tính doanh thu từ khu công nghiệp Tân Tạo và Tân Đức sẽ đạt 270 tỷ VND năm 2009 và 453 tỷ VND năm 2010. Chúng tôi cũng tin rằng lợi nhuận biên gộp từ mảng kinh doanh này vẫn duy trì ở mức khoảng 50% do giá bình quân cao hơn.

Bảng 6: Các KCN hiện hữu

STT	Khu công nghiệp	Diện tích còn lại (ha)	Doanh thu dự tính (tỷ đồng)
1	KCN Tân Tạo	21,7	703,1
2	KCN Tân Đức	133,6	1.494,3
	Tổng	155,3	2.197,4

Nguồn: Dữ liệu công ty cuối tháng 9, Kim Eng

Dự án KCN mới giúp tăng lợi nhuận trong tương lai

Như đề cập ở trên, Tập đoàn hiện đang triển khai ba dự án KCN mới, gồm ITAHAN, AGRITA và Tân Tạo – Hanel ở miền Bắc. Chúng tôi dự tính các KCN này sẽ mang lại cho Tập đoàn 3.865 tỷ VND doanh thu từ 2012 đến 2016. Chúng tôi cũng cho rằng Tập đoàn sẽ có thể duy trì lợi nhuận biên gộp ở mức 40-50% cho các dự án KCN mới. Như vậy, lợi nhuận gộp từ các dự án mới này ước tính đạt khoảng 1.900 tỷ VND từ 2012 đến 2016.

Tuy sự cạnh tranh giữa các KCN ngày càng gay gắt, chúng tôi tin rằng ITA, nhà phát triển khu công nghiệp hàng đầu với những thành tích hoạt động tốt, sẽ có thể trụ vững và duy trì tăng trưởng lợi nhuận từ các dự án KCN.

Đóng góp từ các dự án bất động sản và cơ sở hạ tầng

Ngoài dòng thu nhập từ các KCN, chúng tôi tin rằng các dự án bất động sản và cơ sở hạ tầng sẽ đóng góp nhiều vào kết quả kinh doanh của Tập đoàn trong những năm tới.

Trong 9 tháng đầu năm 2009, Tập đoàn đã ghi nhận 304,4 tỷ doanh thu và 122,7 tỷ lợi nhuận gộp từ dự án khu đô thị E-City Tân Đức, chiếm khoảng 32,4% tổng doanh thu và 42,6% lợi nhuận gộp của Tập đoàn. Chúng tôi dự tính dự án khu đô thị E-City Tân Đức sẽ mang lại 340 tỷ doanh thu và 136 tỷ lợi nhuận gộp trong năm 2009. Theo dự báo thận trọng của chúng tôi, doanh thu và lợi nhuận gộp từ dự án này sẽ vào khoảng 357 tỷ và 142 tỷ trong năm 2010.

Dự án nhà máy điện Kiên Lương đem lại 555,4 tỷ doanh thu và 106,4 tỷ lợi nhuận gộp trong 9 tháng đầu năm 2009, chiếm 59,0% tổng doanh thu và 36,9% tổng lợi nhuận gộp của Tập đoàn. Chúng tôi ước tính Tập đoàn sẽ ghi nhận 612 tỷ doanh thu và 122 tỷ lợi nhuận gộp cho cả năm 2009. Trong năm 2010, chúng tôi dự tính dự án này sẽ mang lại 952 tỷ doanh thu và 190 tỷ lợi nhuận gộp cho Tập đoàn.

Định giá

Chúng tôi sử dụng mô hình dòng tiền chiết khấu (DCF) để định giá cổ phiếu ITA. Trong mô hình định giá, chúng tôi sử dụng tỷ lệ chiết khấu 13,0% và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn 3% từ những dự án trong tương lai. Chúng tôi cũng tính đến nguồn thu từ các dự án hiện tại như Tân Tạo, Tân Đức và những dự án đang phát triển gồm ITAHAN, AGRITA, Tân Tạo- Hanel, E-City Tân Đức và nhà máy điện Kiên Lương. Do vậy, bất kỳ sự gián đoạn nào trong quá trình thực hiện các dự án này sẽ có ảnh hưởng đến mức định giá của chúng tôi. Hơn nữa, chúng tôi cũng không loại trừ khả năng Tập đoàn có thể phát hành thêm cổ phiếu để tài trợ các dự án trong tương lai, sẽ dẫn đến pha loãng lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu.

Với quan điểm thận trọng, chúng tôi chiết khấu 20% mức định giá theo mô hình DCF để được giá mục tiêu là 32.900 VND/cổ phiếu. Chúng tôi tin rằng mức chiết khấu này hoàn toàn hợp lý do sự không chắc chắn về tiến độ thực hiện các dự án mới. Giá mục tiêu mà chúng tôi đưa ra tương đương với PE dự phóng là 16,9 lần và P/B dự phóng là 1,2 lần.

Bảng 7: Định giá

Định giá	Giá trị (tỷ đồng)	Ghi chú
Dòng tiền chiết khấu	6.013,6	Chiết khấu dòng tiền tự do với tỷ lệ chiết khấu 13%
Trừ: Nợ ròng	(514,2)	
Đầu tư dài hạn	2.893,0	Dự phòng 10%
Tổng (tỷ đồng)	8.392,4	
Số CP lưu hành (triệu CP)	203,8	
Giá trị mỗi CP (đồng)	41.176	
Giá mục tiêu (đồng)	32.900	

Nguồn: Kim Eng

Kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	2006	2007	2008F	2009F	2010F
Doanh thu	352,8	557,1	1.057,6	1.279,3	1.812,6
GVHB (loại trừ khấu hao)	(143,8)	(259,5)	(701,8)	(879,4)	(1,243)
Lợi nhuận gộp	209,0	297,5	355,8	399,9	569,4
Chi phí bán hàng & QLDN	(18,5)	(26,2)	(93,4)	(76,8)	(108,8)
EBIT	190,5	271,4	262,4	323,1	460,7
Lãi (lỗ) hoạt động tài chính	(16,4)	81,5	108,7	74,6	64,4
Lãi (lỗ) từ liên doanh, liên kết	7,5	(15,1)	(0,1)	-	-
Lãi (lỗ) khác	3,2	1,7	11,9	8,3	-
Lợi nhuận trước thuế	184,7	339,5	383,0	406,0	525,1
Thuế TNDN	(35,9)	(33,9)	(86,3)	(101,5)	(131,3)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	11,3	(15,9)	-	-
Lợi nhuận ròng	148,8	317,0	280,8	304,5	393,8
EBITDA	193,9	275,4	267,4	328,6	467,0
EPS (VND)	1.353	2.149	1.416	1.504	1.945

Nguồn: Dữ liệu công ty, Kim Eng dự báo

Lưu chuyển tiền tệ

(tỷ VND)	2006	2007	2008F	2009F	2010F
Dòng tiền hđ kinh doanh	191,2	67,8	28,3	263,7	(183,5)
Lợi nhuận ròng	222,2	339,5	383,0	406,0	525,1
Khấu hao	3,4	4,0	5,0	5,4	6,3
Thay đổi vốn hoạt động	0,1	(192,5)	(231,0)	200,6	335,9
Khác	(34,5)	(83,1)	(128,6)	(348,4)	(1.050)
Dòng tiền hđ đầu tư	(87,1)	(1.544)	(1.901)	19,6	(197,0)
Đầu tư TSCĐ ròng (capex)	(33,8)	(9,7)	(23,4)	(25,6)	(36,3)
Thay đổi trong đầu tư DH	(59,5)	(1.544)	(1.892)	45,2	(160,7)
Khác	6,2	9,4	14,6	-	-
Dòng tiền sau hđ đầu tư	104,1	(1.476)	(1.872)	283,3	(380,5)
Dòng tiền hđ tài chính	(103,4)	2.414,8	994,1	588,9	173,1
Thay đổi vốn góp cổ đông	50,0	2.365,9	915,6	-	-
Thay đổi khoản nợ vay	(103,4)	49,0	115,4	588,9	173,1
Thay đổi nợ dài hạn khác	-	-	-	-	-
Dòng tiền ròng	0,7	937,9	(878,7)	872,2	(207,5)

Nguồn: Dữ liệu công ty, Kim Eng dự báo

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	2006	2007	2008F	2009F	2010F
Tổng tài sản	1.464,1	5.186,6	6.068,6	7.243,2	8.131,6
Tài sản ngắn hạn	412,8	3.415,9	2.159,4	3.301,4	3.732,2
Tiền	30,5	995,0	116,3	988,5	781,1
Đầu tư ngắn hạn	-	159,3	7,5	-	-
Hàng tồn kho	0,7	1.554,6	1.390,4	1.500,8	1.905,1
Phải thu khách hàng	369,8	515,4	622,9	779,1	1.008,7
Khác	11,7	191,6	22,2	33,0	37,3
Tài sản dài hạn	1.051,4	1.770,7	3.909,2	3.941,7	4.399,4
Đầu tư dài hạn	962,8	1.242,3	3.259,5	3.214,4	3.375,1
Tài sản cố định ròng	44,8	52,4	70,9	70,4	100,5
Khác	43,8	0,6	1,1	17,3	17,5
Nợ phải trả	893,2	1.744,5	1.451,1	2.120,6	2.615,3
Nợ phải trả ngắn hạn	715,7	1.378,1	1.066,5	1.159,2	1.461,5
Phải trả nhà cung cấp	1,0	64,8	101,9	90,9	181,6
Vay ngắn hạn	100,8	85,7	241,0	256,9	256,9
Khác	613,9	1.227,5	723,7	811,4	1.023,1
Nợ phải trả dài hạn	177,5	366,4	384,6	961,5	1.153,8
Vay dài hạn	168,1	332,2	292,3	865,3	1.038,4
Khác	9,4	34,2	92,2	96,1	115,4
Nguồn vốn	570,9	3.442,1	4.617,5	5.122,5	5.516,3
Vốn góp của cổ đông	450,0	2.648,6	3.877,4	4.403,1	4.403,1
Các quỹ	-	7,7	9,2	9,2	9,2
Cổ đông thiểu số	-	4,5	(7,2)	(6,2)	(6,2)

Nguồn: Dữ liệu công ty, Kim Eng dự báo

Chỉ số cơ bản

	2006	2007	2008F	2009F	2010F
Tăng trưởng (% YoY)					
Doanh thu	12,6	57,9	89,9	21,0	41,7
EBIT	23,9	42,5	(3,3)	23,1	42,6
EBITDA	23,0	42,0	(2,9)	22,9	42,1
Lợi nhuận ròng	35,6	113,0	(11,4)	8,4	29,3
EPS	29,9	58,9	(34,1)	6,2	29,3
Khả năng sinh lợi (%)					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	59,2	53,4	33,6	31,3	31,4
Tỷ suất EBIT	54,0	48,7	24,8	25,3	25,4
Tỷ suất EBITDA	55,0	49,4	25,3	25,7	25,8
Tỷ suất lợi nhuận ròng	42,2	56,9	26,6	23,8	21,7
ROA	11,0	9,5	5,0	4,6	5,1
ROE	30,0	15,8	7,0	6,3	7,4
Tình hình tài chính					
Nợ vay/VCSH (%)	47,1	12,2	11,6	21,9	23,5
Nợ vay ròng/VCSH (%)	41,8	(16,8)	9,1	2,6	9,3
Khả năng trả lãi vay (X)	5,7	10,4	16,4	4,8	5,9
K.năng trả lãi&nợ vay NH (X)	1,3	2,3	1,5	1,0	1,4
Dòng tiền tự do/lãi vay (X)	4,5	(35,2)	(3,5)	0,3	(0,3)
Diễn tự do/lãi&nợ vay NH (X)	1,0	(7,7)	(0,3)	0,1	(0,1)
Khả năng TT hiện hành (X)	0,6	2,5	2,0	2,8	2,6
Khả năng TT nhanh (X)	0,6	1,2	0,7	1,5	1,2
Tiền mặt/(nợ) ròng (tỷ VND)	(238,4)	577,1	(417,0)	(133,7)	(514,2)
Trên mỗi cổ phiếu (VND)					
EPS	1.353	2.149	1.416	1.504	1.945
CFPS	1.353	(6.228)	(279)	107	(100)
BVPS	4.816	17.629	23.134	25.163	27.096
SPS	3.207	3.776	5.333	6.319	8.953
EBITDA/share	1.763	1.867	1.348	1.623	2.307
DPS	-	-	-	-	-

Nguồn: dữ liệu công ty, KEVS dự báo, (*)tỷ suất tính trên doanh thu

SINGAPORE

Stephanie WONG *Head of Research*
Regional Head of Institutional Research
 +65 6432 1451 swong@kimeng.com

- Strategy
- Small & Mid Caps

Gregory YAP

+65 6432 1450 gyap@kimeng.com

- Conglomerates
- Technology & Manufacturing
- Transport & Telcos

Rohan SUPPIAH

+65 6432 1455 rohan@kimeng.com

- Airlines
- Marine & Offshore

Pauline LEE

+65 6432 1453 paulinelee@kimeng.com

- Bank & Finance
- Consumer
- Retail

Wilson LIEW

+65 6432 1454 wilsonliew@kimeng.com

- Hotel & Resort
- Property & Construction

Anni KUM

+65 6432 1470 annikum@kimeng.com

- Industrials
- REITs

James KOH

+65 6432 1431 jameskoh@kimeng.com

- Infrastructure
- Resources

David LOOMIS

+65 6432 1417 dloomis@kimeng.com

- Special Situations

HONG KONG / CHINA

Edward FUNG *Head of Research*

+852 2268 0632 edwardfung@kimeng.com.hk

- Power
- Construction

Ivan CHEUNG

+852 2268 0634 ivancheung@kimeng.com.hk

- Property

Ivan LI

+852 2268 0641 ivanli@kimeng.com.hk

- Banking & Finance

TAM Tsz Wang

+852 2268 0636 tamtszwang@kimeng.com.hk

- Telcos
- Small Caps

Emily LEE

+852 2268 0631 emilylee@kimeng.com.hk

- Retail

Jacqueline KO

+852 2268 0633 jacquelineko@kimeng.com.hk

- Food & Beverage

GUICE Fei Ling

+852 2268 0635 feiling@kimeng.com.hk

- Ports & Shipping

INDIA

Jigar SHAH *Head of Research*

+91 22 6623 2601 jigar@kimeng.co.in

- Oil & Gas
- Transportation

Anubhav GUPTA

+91 22 6623 2605 agupta@kimeng.co.in

- Property
- Capital goods

Urmil SHAH

+91 22 6623 2606 urmil@kimeng.co.in

- Software
- Telecom

R. SRINIVASAN

+912266232625 rsrinivasan@kimeng.co.in

- Banking and Financial services

Nikhil Agarwal

+912266232611 nikhil@kimeng.co.in

- Cement
- Metals

MALAYSIA

YEW Chee Yoon *Head of Research*

+603 2141 1555 cheeyoon@kimengkl.com

- Strategy
- Banks
- Telcos
- Property
- Conglomerates & others

LIEW Mee Kien

+603 2141 1555 meekien@kimengkl.com

- Gaming
- Media
- Power
- Construction

Research Team

+603 2141 1555

- Food & Beverage
- Manufacturing
- Plantations
- Tobacco
- Technology

INDONESIA

Katarina SETIAWAN *Head of Research*

+6221 2557 1125 ksetiawan@kimeng.co.id

- Consumer
- Infra
- Shipping
- Strategy
- Telcos
- Others

Ricardo SILAEN

+6221 2557 1126 rsilaen@kimeng.co.id

- Auto
- Energy
- Heavy Equipment
- Property
- Resources

Rahmi Marina

+6221 2557 1128 rmarina@kimeng.co.id

- Banking

Adi N. WICAKSONO

+6221 2557 1130 anwicaksono@kimeng.co.id

- Generalist

Arwani PRANADJAYA

+6221 2557 1129 apranadjaya@kimeng.co.id

- Technical analyst

VIETNAM

King Yoong CHEAH *Head of Research*

+84 838 38 66 36 x 161 cheah.yoong@kimeng.com.vn

- Strategy

Nguyen Thi Ngan Tuyen

+84 838 38 66 36 x 163 tuyen.nguyen@kimeng.com.vn

- Pharmaceutical
- Confectionary and Beverage
- Oil and Gas

Ngo Bich Van

+84 838 38 66 36 x 164 van.ngo@kimeng.com.vn

- Bank
- Insurance

Nguyen Quang Duy

+84 838 38 66 36 x 162 duy.nguyenquang@kimeng.com.vn

- Shipping
- Seafood
- Rubber

Trinh Thi Ngoc Diep

+84 838 38 66 36 x 166 diep.trinh@kimeng.com.vn

- Property
- Construction

THAILAND

Naphat CHANTARASEREKUL

+662 658 6300 x 4770 naphat.c@kimeng.co.th

- Energy

Piya ORANRIKSUPHAK

+662 658 6300 x 4710 piya.o@kimeng.co.th

- Property

Supattra KHONGRUNGPHAKORN

+662 6586300 ext 4800 supattra.k@kimeng.co.th

- Media & Publishing
- Retail
- Information & Communication Technology

Kanchan KHANIJOU

+ 662 658 6300 x 4750 kanchan@kimeng.co.th

- Banks
- Construction Materials

KELIVE Thailand (for retail clients)

George HUEBSCH *Head of Research*

+662 658 6300 ext 1400 george.h@kimeng.co.th

PHILIPPINES

Ricardo PUIG *Head of Research*

+63 2 849 8835 ricardo_puig@atr.com.ph

- Strategy
- Property
- Telcos

Laura DY-LIACCO

+63 2 849 8840 laura_dyliacco@atr.com.ph

- Utilities
- Conglomerates

Robin SARMIENTO

+63 2 849 8839 robin_sarmiento@atr.com.ph

- Banking
- Ports
- Mining

Lovell SARREAL

+63 2 849 8841 lovell_sarreal@atr.com.ph

- Consumer
- Cement
- Media

REGIONAL

Luz LORENZO *Economist*

+63 2 849 8836 luz_lorenzo@atr.com.ph

- Economics

TAIWAN

Gary Chia

Head of Greater China Research

+886 2 3518 7900 gary.chia@yuanta.com

Boris Markovich

COO, Greater China Research

+852 3969 9518 boris.markovic@yuanta.com

John Brebeck, CFA

Head of Taiwan Strategy

Head of Research, Taiwan

+886 2 3518 7906 john.brebeck@yuanta.com

George Chang, CFA

Head of Upstream Tech

+886 2 3518 7907 george.chang@yuanta.com

Vincent Chen

Head of Downstream Tech

+886 2 3518 7903 vincent.chen@yuanta.com

Dennis Chan – NB Supply Chain

+886 2 3518 7913 dennis.chan@yuanta.com

Andrew C Chen – IC Backend

+886 2 3518 7940 andrew.chen@yuanta.com

Ellen Chiu – Taiwan Consumer

+886 2 3518 7936 ellen.chiu@yuanta.com

Danny Ho – Taiwan Petrochemical

+886 2 3518 7923 danny.ho@yuanta.com

Min Li – Alternative Energy

+852 3969 9521 min.li@yuanta.com

May Lin – Taiwan Telecom

+886 2 3518 7942 may.lin@yuanta.com

Tess Wang – Taiwan Financials

+886 2 3518 7901 tess.wang@yuanta.com

Recommendation definitions

Our recommendation is based on the following expected price performance within 12 months:

+15% and above: BUY
 -15% to +15%: HOLD
 -15% or worse: SELL

PHỤ LỤC 1: ĐIỀU KHOẢN CHO VIỆC CUNG CẤP BÁO CÁO
VÀ
NHỮNG KHUYẾN CÁO

Báo cáo này và bất kỳ sự truy cập điện tử vào báo cáo được giới hạn và được gửi tới khách hàng của Kim Eng Viet Nam. ("KEVS") hoặc những tổ chức đầu tư liên quan tới KEVS - các nhà đầu tư tổ chức và những người được phép truy cập - là **đối tượng của các điều khoản và khuyến cáo dưới đây**.

NẾU BẠN KHÔNG PHẢI LÀ NGƯỜI CÓ QUYỀN HOẶC KHÔNG ĐỒNG Ý NHỮNG ĐIỀU KHOẢN VÀ KHUYẾN NGHỊ BÊN DƯỚI, BẠN KHÔNG NÊN ĐỌC BÁO CÁO NÀY VÀ THÔNG BÁO CHO KEVS HOẶC NHỮNG TỔ CHỨC LIÊN QUAN BIẾT RẰNG BẠN KHÔNG MUỐN NHẬN NHỮNG BÁO CÁO TƯƠNG TỰ.

Báo cáo này cung cấp thông tin và những ý kiến chỉ dành cho mục đích tham khảo. Báo cáo này không có ý định và mục đích cấu thành những lời khuyên tài chính, đầu tư, giao dịch hay bất kỳ lời khuyên nào khác. Nó không được phân tích như một sự xúi giục hay một yêu cầu mua hay bán bất kỳ chứng khoán hoặc những sản phẩm tài chính liên quan nào. Thông tin và những lời bình luận không có ý tán thành hay khuyến nghị cho bất kỳ loại chứng khoán, quyền chọn, hay những phương tiện đầu tư khác.

Báo cáo được chuẩn bị mà không quan tâm tới yếu tố tài chính cá nhân, những nhu cầu hay mục đích của người nhận. Những chứng khoán được thảo luận trong báo cáo này có lẽ không thích hợp cho tất cả các nhà đầu tư. Người đọc không nên xem bất cứ thông tin nào trong báo cáo như sự xác nhận có căn cứ hoặc thay thế cho việc áp dụng những kỹ năng và đánh giá của chính họ trong quyết định đầu tư hay quyết định khác. Người đọc nên đánh giá một cách độc lập những khoản đầu tư và những chiến lược cụ thể, và người đọc được khuyến khích tìm kiếm những lời khuyên từ những chuyên gia tài chính trước khi đưa ra bất kỳ những quyết định đầu tư hay tham gia vào bất kỳ giao dịch những chứng khoán có liên quan trong báo cáo này. Tính phù hợp hay không của bất kỳ khoản đầu tư hay chiến lược cụ thể nào được đề cập trong báo cáo này đối với nhà đầu tư phụ thuộc vào hoàn cảnh và mục tiêu riêng của nhà đầu tư và nên được xác nhận bởi nhà đầu tư đó với nhà tư vấn của mình trước khi thừa nhận và thực hiện. Bạn đồng ý rằng một vài hoặc tất cả những thông tin mà bạn sử dụng trong báo cáo này là rủi ro của riêng bạn và không có bất kỳ sự trông cậy vào KER, những công ty liên quan, chi nhánh và những nhân viên. Bạn hiểu rằng sử dụng báo cáo này chỉ RỦI RO RIÊNG BẠN.

Báo cáo này được phổ biến hoặc được cho phép sử dụng bởi người có thẩm quyền đang hoạt động kinh doanh chứng khoán hay tư vấn tài chính trong phạm vi cho phép bởi Kim Eng hoặc chi nhánh của Kim Eng.

Kim Eng, những chi nhánh và nhân viên của Kim Eng có thể đầu tư vào chứng khoán hoặc những sản phẩm phái sinh của những công ty được đề cập trong báo cáo này theo cách khác với những gì được thảo luận trong báo cáo này. Những sản phẩm phái sinh có thể được phát hành bởi Kim Eng, những công ty liên quan hay những người hợp tác.

Kim Eng và những chi nhánh của Kim Eng có thể có những hoạt động kinh doanh liên quan tới những công ty được đề cập trong báo cáo này. Hoạt động kinh doanh bao gồm tạo thị trường và giao dịch đặc biệt, mua bán rủi ro và tự doanh khác, quản lý quỹ, dịch vụ đầu tư và tài chính doanh nghiệp.

Ngoại trừ khía cạnh công bố sự liên quan được nêu ở trên, báo cáo này dựa vào những thông tin đại chúng. Kim Eng cố gắng trong phạm vi có thể sử dụng thông tin đầy đủ và đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không khẳng định những thông tin đưa ra là hoàn toàn chính xác và đầy đủ. Người đọc cũng nên lưu ý rằng ngoại trừ điều ngược lại được nêu ra, Kim Eng và bên cung cấp dữ liệu thứ 3 không đảm bảo về tính chính xác, đầy đủ và kịp thời của dữ liệu mà chúng tôi cung cấp và sẽ không chịu trách nhiệm cho bất cứ sự thiệt hại nào liên quan đến việc sử dụng những dữ liệu đó.

Quyền sở hữu thông tin: người đọc thừa nhận và đồng ý rằng báo cáo này chứa đựng thông tin, hình ảnh, đồ thị, văn bản, biểu tượng và những tài liệu khác được bảo vệ bởi quyền sở hữu, thương hiệu, uy tín và những quyền khác và tất cả những quyền này là có hiệu lực và được bảo vệ trong tất cả các hình thức, truyền thông và công nghệ hiện nay hay phát triển sau này. Nội dung là tài sản của Kim Eng hay bên cung cấp thông tin thứ ba hay người cấp giấy phép. Sự biên soạn (nghĩa là sự thu thập, sắp xếp, và gắn kết) của tất cả nội dung trong báo cáo này là tài sản độc quyền của Kim Eng và được bảo vệ bởi luật pháp quốc tế và luật pháp của Việt Nam. Người đọc không thể sao chép, chỉnh sửa, thay đổi, thêm bớt, bình luận, ấn bản, tham gia vào việc chuyển đổi dưới mọi hình thức hay bán, tạo những sản phẩm xuất phát từ báo cáo này, hay bất kỳ cách nào khai thác nội dung của toàn bộ hay một phần ngoại trừ những sự cho phép đặc biệt. Nếu không có hạn chế đặc biệt nào được nêu ra, người đọc có thể sao chép một phần trong nội dung miễn là bản sao chép đó được dùng cho cá nhân và không có mục đích thương mại và người đọc không được thay đổi hoặc sửa đổi nội dung trong bất cứ hình thức nào và giữ lại mọi thông báo nào được ghi trong nội dung như thông báo tác quyền, thương hiệu hay thông báo độc quyền. Ngoại trừ những điều đã nêu trên hoặc ngoại trừ được phép bởi luật tác quyền như một đặc quyền, người đọc không thể sản xuất lại hay phân phối nội dung nếu không có sự cho phép của người sở hữu. Bất cứ sự được phép phân phối nào cũng bị giới hạn quyền phân phối như thế thì không vi phạm bản quyền của Kim Eng và không đại diện dưới mọi hình thức quyền ký sau nội dung báo cáo được phép phân phối đến bên thứ ba.

Những thông tin khác liên quan đến chứng khoán đã được đề cập trong báo cáo này có thể được cung cấp thêm khi được yêu cầu.

Những khuyến cáo khác:

BÁO CÁO NÀY LÀ BẢO MẬT TỚI NGƯỜI NHẬN, KHÔNG ĐƯỢC CUNG CẤP TỚI BÁO CHÍ HAY PHƯƠNG TIỆN THÔNG TIN ĐẠI CHÚNG KHÁC, VÀ KHÔNG ĐƯỢC SAO CHÉP LẠI DƯỚI BẤT KỲ HÌNH THỨC NÀO VÀ KHÔNG ĐƯỢC CHUYỂN ĐẾN HÀN QUỐC, HOẶC CUNG CẤP CHO BẤT KỲ NGƯỜI HÀN QUỐC NÀO. VIỆC VI PHẠM NHỮNG QUY ĐỊNH NÀY CŨNG LÀ VI PHẠM LUẬT CHỨNG KHOÁN HÀN QUỐC. KHI CHẤP NHẬN NHỮNG BÁO CÁO NÀY, BẠN ĐỒNG Ý VỚI NHỮNG RÀNG BUỘC TRÊN.

BÁO CÁO NÀY LÀ BẢO MẬT TỚI NGƯỜI NHẬN, KHÔNG ĐƯỢC CUNG CẤP TỚI BÁO CHÍ HAY PHƯƠNG TIỆN THÔNG TIN ĐẠI CHÚNG KHÁC, VÀ KHÔNG ĐƯỢC SAO CHÉP LẠI DƯỚI BẤT KỲ HÌNH THỨC NÀO VÀ KHÔNG ĐƯỢC CHUYỂN ĐẾN MALAYSIA, HOẶC CUNG CẤP CHO BẤT KỲ NGƯỜI MALAYSIA NÀO. VIỆC VI PHẠM NHỮNG QUY ĐỊNH NÀY CŨNG LÀ VI PHẠM LUẬT CHỨNG KHOÁN MALAYSIA. KHI CHẤP NHẬN NHỮNG BÁO CÁO NÀY, BẠN ĐỒNG Ý VỚI NHỮNG RÀNG BUỘC TRÊN.

Ngoài việc chấp nhận những ràng buộc nêu trên, người sử dụng báo cáo này có thể phải tuân theo những quy định và khuyến nghị khác khi nhận báo cáo này ngoài Việt Nam.

Cho đến 16/12/2009, Bộ phận Nghiên Cứu của Kim Eng và chuyên viên phân tích phụ trách không có bất kỳ liên quan nào với Công ty được phân tích.

Các quan điểm, nhận định được đưa ra trong báo cáo này phản ánh một cách chính xác quan điểm nhận định của cá nhân chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành báo cáo; và không có sự bồi thường nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, liên quan đến những khuyến nghị cụ thể đã trình bày trong báo cáo của chuyên viên phân tích.

Ngoại trừ những cho phép đặc biệt, không phần nào của báo cáo này được phép sao chép lại hay phân phối mà không được sự cho phép bằng văn bản của KEVS. KEVS không chịu trách nhiệm về bất cứ hành động nào của bên thứ 3 về khía cạnh này.

Singapore

Kim Eng Securities Pte Ltd Kim Eng Research Pte Ltd

9 Temasek Boulevard
#39-00 Suntec Tower 2
Singapore 038989

Tel: +65 6336 9090
Fax: +65 6339 6003

LAU Wai Kwok (sales)
lauwk@kimeng.com

Stephanie WONG (research)
swong@kimeng.com

London

Kim Eng Securities (London) Ltd

6/F, 20 St. Dunstan's Hill
London EC3R 8HY, UK

Tel: +44 20 7621 9298
Dealers' Tel: +44 20 7626 2828
Fax: +44 20 7283 6674

Giles WALSH (sales)
gwalsh@kimeng.co.uk

Geoff HO (sales)
gho@kimeng.co.uk

James JOHNSTONE (sales)
jjohnstone@kimeng.co.uk

New York

Kim Eng Securities USA Inc

406, East 50th Street
New York, NY 10022, U.S.A.

Tel: +1 212 688 8886
Fax: +1 212 688 3500

Jeffrey S. SEO (sales)
jseo@kesusa.com

Warren KIM (trading)
wkim@kesusa.com

Lynda KOMMEL-BROWNE
lkommel@kesusa.com

Michelle MALLETT
mmallette@kesusa.com

Jeffry NIEDERMEYER
jniedermeyer@kesusa.com

Benedict PEREZ
bperez@kesusa.com

Taiwan

Yuanta Securities Investment Consulting Co.

10/F, No 225, Nanking East Rd
Section 3
Taipei 104, Taiwan

Tel: +886 2 8770-6078
Fax: +886 2 2546-0376

Arthur LO (sales)
Arthur.lo@yuanta.com.tw

Gary CHIA (research)
Gary.chia@yuanta.com.tw

Hong Kong

Kim Eng Securities (HK) Ltd

Level 30,
Three Pacific Place,
1 Queen's Road East,
Hong Kong

Tel: +852 2268 0800
Fax: +852 2877 0104

Ray LUK (sales)
rluk@kimeng.com.hk

Edward FUNG (research)
edwardfung@kimeng.com.hk

Thailand

Kim Eng Securities (Thailand) Public Company Limited

999/9 The Offices at Central World,
20th - 21st Floor,
Rama 1 Road, Pathumwan,
Bangkok 10330, Thailand

Tel: +66 2 658 6817 (sales)
Tel: +66 2 658 6801 (research)

Vikas KAWATRA (sales)
vkawatra@kimeng.co.th

Naphat CHANTARASEREKUL (research)
naphat.c@kimeng.co.th

Indonesia

PT Kim Eng Securities

Plaza Bapindo
Citibank Tower 17th Floor
Jl Jend. Sudirman Kav. 54-55
Jakarta 12190, Indonesia

Tel: +62 21 2557 1188
Fax: +62 21 2557 1189

Kurnia SALIM (sales)
ksalim@kimeng.co.id

Katarina SETIAWAN (research)
ksetiawan@kimeng.co.id

Malaysia

Kim Eng Research Sdn Bhd

16/F, Kompleks Antarabangsa
Jalan Sultan Ismail
50250 Kuala Lumpur, Malaysia

Tel: +603 2141 1555
Fax: +603 2141 1045

YEW Chee Yoon (research)
cheeyoon@kimengkl.com

Philippines

ATR-Kim Eng Securities Inc.

17/F, Tower One & Exchange
Plaza
Ayala Triangle, Ayala Avenue
Makati City, Philippines 1200

Tel: +63 2 849 8888
Fax: +63 2 848 5738

Lorenzo ROXAS (sales)
lorenzo_roxas@atr.com.ph

Ricardo PUIG (research)
ricardo_puig@atr.com.ph

Vietnam

Kim Eng Vietnam Securities Joint Stock Company

1st Floor, 255 Tran Hung Dao St.
District 1
Ho Chi Minh City, Vietnam

Tel : +84 838 38 66 36
Fax : +84 838 38 66 39

Mai Phan Lam Hoa (sales)
Hoa.maiphlan@kimeng.com.vn

King Yoong CHEAH (research)
cheah.yoong@kimeng.com.vn

India

Kim Eng Securities India Pvt Ltd

2nd Floor, The International,
Plot No.16, Maharishi Karve Road,
Churchgate Station,
Mumbai City - 400 020, India

Tel: +91.22.6623.2600
Fax: +91.22.6623.2604

Vikas KAWATRA (sales)
vkawatra@kimeng.co.th

Jigar SHAH (research)
jigar@kimeng.co.in

South Asia Sales Trading

Connie TAN
connie@kimeng.com
Tel: +65 6333 5775
US Toll Free: +1 866 406 7447

North Asia Sales Trading

Eddie LAU
eddielau@kimeng.com.hk
Tel: +852 2268 0800
US Toll Free: +1 866 598 2267

North America Sales Trading

Warren KIM
wkim@kesusa.com
Tel: +1 212 688 8886