

## Lợi thế với nguồn đất giá rẻ

18.10.2011

HOSE – Vietnam

Bất động sản

**Neutral**

**Price (2011/10/14): VND 14.700**

**Target Price: VND 14.800**

Tu Cao Anh

(+84-8) 5413-5479

[Anhthu@phs.vn](mailto:Anhthu@phs.vn)

### Key Data

Chartered capital	2.957 tỷ đồng
Outstanding shares	296 triệu cp
52-week price range	10.700~38.400
Market cap	4.351 tỷ đồng
Total assets Q2-2011	11.433 tỷ đồng
Net Value Q2-2011	4.381 tỷ đồng
Total Room for foreign investors	144,90 triệu cp
Current Room for foreign investors	78,80 triệu cp
Foreign Holding	22,75%
EPS 2011E	1.351 VNĐ/cp
P/E	10,88
P/B	0,89
Dividend	-
Dividend Yield	-
ROE 2011E(%)	8,83%
ROA 2011E(%)	3,45%

*\*The holding cap for foreign strategic investors is 49%. For banking sector the cap is 30%.*

### Sơ lược công ty

-KBC là doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam trong việc phát triển khu công nghiệp

-Khách hàng của KBC đến từ Đài Loan (41%), Nhật (23%), Hàn Quốc (7%) và Việt Nam (14%).

-Cổ đông lớn gồm ông Đặng Thành Tâm nắm giữ 67,5 triệu cp (22%), bà Nguyễn Thị Kim Xuân nắm 29 triệu cp (9%), bà Đặng Thị Hoàng Phượng nắm 14,6 triệu cp (4%).

### Điểm mạnh

-KBC đang sở hữu nhiều nguồn đất giá rẻ.

-Tổng diện tích khai thác của KBC chiếm trên 10% của cả nước.

-Đội ngũ điều hành có kinh nghiệm

### Điểm yếu

-Hoạt động đầu tư bất động sản tác động đến KBC khi thị trường đóng băng.

### Kết quả hoạt động 2008-2010

-Tăng trưởng doanh thu bình quân là 22% và tăng trưởng lợi nhuận là 61%

-Giá trị lợi nhuận ròng bình quân là 73%

-Tỷ lệ nợ trên tài sản là 52%

### Kết quả hoạt động 2Q-2011

-Doanh thu các hoạt động của KBC trong 2Q-2011 đều suy giảm so với cùng kỳ năm 2010. Trong đó, doanh thu hoạt động chính có giá trị 365 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng 72% tổng nguồn thu của KBC.

-Tất cả các chi phí tăng cao làm cho lợi nhuận trước thuế của hoạt động chính có khoản giá trị âm (-35 tỷ đồng)

### Định giá

Chúng tôi định giá KBC dựa trên tỷ trọng của mỗi phương pháp PE, PB, FCFE là 1/3. Kết quả tính toán cho thấy, giá mục tiêu của KBC trong năm 2011 sẽ đạt giá trị là 14.800VNĐ/cp.

### Financial Abstract:

Year	Revenue (VND bil)	(%)	Net Profit (VND bil)	(%)	Outstanding Shares (mil)	EPS (VND)	P/E (x)	ROE	ROA
2008	861	60%	281	-13%	134	2.094	7,02	11%	7%
2009	890	3%	601	114%	199	3.016	4,87	20%	9%
2010	914	3%	1.095	82%	296	3.701	3,97	29%	11%
2011E	820	-10%	400	-63%	296	1.351	10,88	9%	3%
2012E	902	10%	480	20%	296	1.622	9,07	10%	4%

Source: Phu Hung Security

This report is for reference only and investors should be responsible for their own investment decisions.

## Sơ lược công ty

**KBC là doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam trong việc phát triển khu công nghiệp**

-KBC là doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam trong việc phát triển khu công nghiệp và nhận được nhiều sự hỗ trợ từ địa phương cũng như Chính phủ. KBC tập trung vào những hoạt động kinh doanh cốt lõi là đầu tư, xây dựng và kinh doanh cơ sở hạ tầng Khu đô thị - Thương mại – Khu công nghiệp – Dịch vụ đa năng hỗ trợ cho hoạt động của khu công nghiệp. Trong quá trình phát triển, thì bên cạnh các dự án về Bất động sản, KBC còn liên doanh đầu tư trong các lĩnh vực như Tài chính, Ngân hàng, khai khoáng, năng lượng, viễn thông.

-Khách hàng của KBC đến từ Đài Loan (41%), Nhật (23%), Hàn Quốc (7%) và Việt Nam (14%).

-Cổ đông lớn gồm ông Đặng Thành Tâm nắm giữ 67,5 triệu cp (22%), bà Nguyễn Thị Kim Xuân nắm 29 triệu cp (9%), bà Đặng Thị Hoàng Phượng nắm 14,6 triệu cp (4%).

-Quá trình tăng trưởng vốn điều lệ: năm 2002, KBC có vốn điều lệ là 20 tỷ đồng; năm 2006 là 296 tỷ đồng; năm 2007 là 880 tỷ đồng; năm 2008 là 1.340 tỷ đồng; năm 2009 là 1.991 tỷ đồng; năm 2010 là 2.957 tỷ đồng.

## Phân tích ngành

**Tổng diện tích đất khu công nghiệp cho thuê là 45 nghìn ha**

-Cả nước có khoảng 254 khu công nghiệp với tổng diện tích 69 nghìn ha, trong đó diện tích có thể cho thuê là 45 nghìn ha. Trong đó, có khoảng 171 KCN đã đi vào hoạt động và 83 KCN đang trong giai đoạn đền bù giải phóng mặt bằng  
-Tỷ lệ lấp đầy bình quân của các khu công nghiệp là 51%. Trong đó, có khoảng 30 KCN đạt tỷ lệ lấp đầy 100% và gần 40 KCN có tỷ lệ đạt 80%.  
-Tuy nhiên, nguồn quỹ đất cho dự án khu công nghiệp hạn chế sẽ tác động đến nguồn cung trong tương lai.

## Vốn đầu tư FDI đang suy giảm

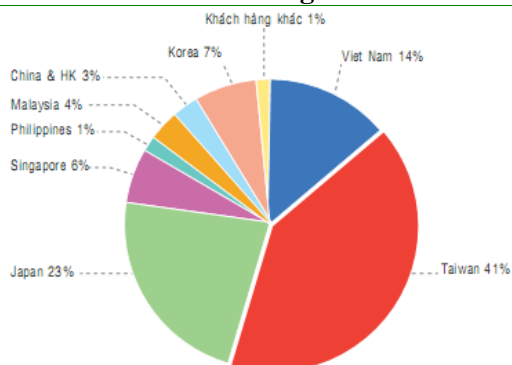
Nguồn vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI vào Việt Nam suy giảm trong những năm qua và nguồn vốn rót vào các dự án KCN đang rất hạn chế.

**Hoạt động kinh doanh khu công nghiệp phụ thuộc vào chu kỳ phát triển của nền kinh tế**

Hiện tại, tăng trưởng kinh tế thế giới đang bị ảnh hưởng mạnh khi tình trạng nợ công đang là bài toán cho cả khối Châu Âu và nền kinh tế Trung Quốc sau thời gian kéo nền kinh tế thế giới thoát khỏi suy thoái thì đang có dấu hiệu chững lại.

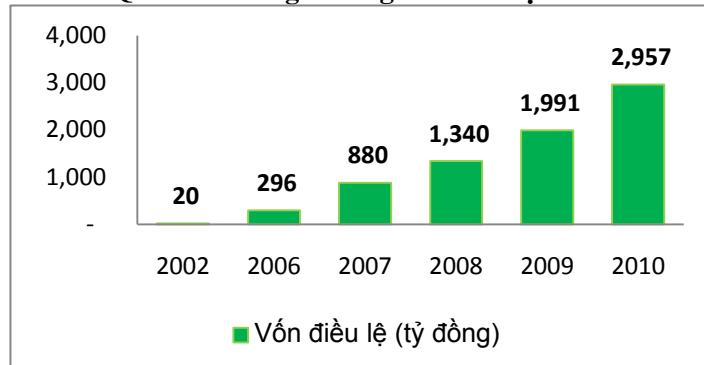
Lãi suất cao trong nước ảnh hưởng đến hoạt động của doanh nghiệp trong việc cân nhắc mở rộng sản xuất, thành lập mới hay có thể là trả lại đất. Đặc biệt, trong năm 2010-2011, trong bối cảnh kinh tế toàn cầu tăng trưởng thấp cộng với lãi suất cao sẽ càng tác động mạnh đến hoạt động của các doanh nghiệp kinh doanh cho thuê đất.

**Hình 1: Cơ cấu khách hàng KBC**



Nguồn: KBC

**Hình 2: Quá trình tăng trưởng vốn điều lệ**



Nguồn: KBC

### Điểm mạnh

**KBC đang sở hữu nhiều nguồn đất giá rẻ.**

Trong những năm qua, KBC có được nhiều nguồn đất sạch với giá rẻ do tận dụng được những cơ hội từ khủng hoảng. Cụ thể, năm 2010, KBC làm chủ dự án khu công nghiệp Nam Sơn Hạp Lĩnh có diện tích 402ha đã được đền bù 20%; Khu công nghiệp Tân Phú Trung (590ha); Khu công nghiệp Phương Nam (709ha) và KCN Yên Phong hoàn thiện hồ sơ pháp lý.

**Tổng diện tích khai thác của KBC chiếm trên 10% của cả nước.**

Các khu công nghiệp của KBC đều có diện tích từ 300ha trở lên. Hiện tại, tổng diện tích đưa vào khai thác của KBC khoảng 3.400ha. Nếu so sánh với tổng diện tích của 90 khu công nghiệp có diện tích trên 300ha trên cả nước có giá trị là 30.000ha thì KBC chiếm trên 10%.

**Đội ngũ điều hành có kinh nghiệm**

KBC đang sở hữu đội ngũ điều hành có năng lực, nhiều kinh nghiệm trong việc quản lý hoạt động của công ty.

### Điểm yếu

**Hoạt động đầu tư bất động sản tác động đến KBC khi thị trường đóng băng**

Thị trường bất động sản đang đóng băng và chưa có những dấu hiệu cải thiện trong ngắn hạn. Do vậy, việc cơ cấu đầu tư vào lĩnh vực bất động sản đã tác động ít nhiều đến hoạt động của KBC.

### Chiến lược phát triển trong 3 năm 2011-2014

-Tập trung dòng tiền vào các dự án khu công nghiệp, khu đô thị Phúc Ninh

-Các dự án đang phát triển sẽ tạo dòng tiền trong tương lai gồm: Khu công nghiệp Quế Võ 311ha; Quế Võ mở rộng 300ha; KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh 402ha; KCN Quang Châu 426ha; KCN&KĐT Trảng Duệ 600ha; KCN Phương Nam 709ha; KCN Tân Phú Trung 590ha; Khu đô thị Phúc Ninh 146ha; KĐT Quang Châu 120ha; Khu nhà ở cho người thu nhập thấp 6,3ha.

-Các dự án đang trong quá trình lập quy hoạch gồm KCN&KĐT Yên Phong 400ha; KCN&KĐT cao Trảng Cát – Hải Phòng 860ha; Khách sạn Hoa Sen Hà Nội 4ha; Khu ngoại giao đoàn Hà nội 2ha.

-KBC sẽ dành 50% quỹ đất để cho thuê, 50% quỹ đất để xây dựng nhà xưởng để bán và cho thuê. Giá cho thuê trong 3 năm gần đây tăng từ 2,5USD lên 6USD/m2.

### Kết quả hoạt động 2008-2010

**Tăng trưởng doanh thu bình quân là 22% và tăng trưởng lợi nhuận là 61%**

Tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân giai đoạn 2008-2010 là 22%. Tuy nhiên, giá trị này đang có xu hướng suy giảm qua các năm. Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế có mức tăng trưởng ấn tượng với tỷ lệ bình quân đạt giá trị 61%.

**Giá trị lợi nhuận ròng biên bình quân là 73%**

KBC có suất sinh lợi biên đạt mức cao trong giai đoạn 2008-2010. Giá trị bình quân lợi nhuận gộp biên là 58%. Và giá trị bình quân của lợi nhuận ròng biên còn ấn tượng hơn với giá trị là 73%.

**Tỷ lệ nợ trên tài sản là 52%**

Trong những năm qua, KBC có giá trị nợ chiếm bình quân khoảng 52% tài sản. Trong đó, tỷ lệ nợ dài hạn chiếm tỷ trọng cao và gấp 1,22 lần nợ ngắn hạn.

## Kết quả hoạt động 2Q-2011

**Doanh thu các hoạt động của KBC trong 2Q-2011 đều suy giảm so với cùng kỳ năm 2010. Trong đó, doanh thu hoạt động chính có giá trị 365 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng 72% tổng nguồn thu của KBC**

Trong 2 quý đầu năm 2011, doanh thu từ hoạt động kinh doanh cốt lõi của doanh nghiệp có giá trị là 365 tỷ đồng, hoàn thành 18% kế hoạch năm. Doanh thu từ hoạt động tài chính là 137 tỷ đồng và doanh thu khác có giá trị 2,83 tỷ đồng. Như vậy, hoạt động kinh doanh chính của KBC chiếm tỷ trọng cao nhất với giá trị 72% tổng nguồn thu của KBC.

Nếu so sánh với 2Q-2010, thì doanh thu năm 2011 có sự sụt giảm mạnh. Cụ thể, doanh thu chính 2Q-2011 suy giảm 50% so với cùng kỳ năm 2010. Còn doanh thu tài chính và hoạt động khác trong 2Q-2011 suy giảm tương ứng 64% và 100% so với cùng kỳ.

Trong doanh thu hoạt động chính của KBC trong 2Q-2011, hoạt động cho thuê đất và cơ sở hạ tầng vẫn tiếp tục chiếm tỷ trọng cao nhất là 78%, có giá trị 285 tỷ đồng. Tiếp theo là hoạt động bán nhà xưởng có giá trị 70 tỷ đồng, chiếm 19% doanh thu.

Trong doanh thu hoạt động tài chính trong 2Q-2011, lãi từ các khoản vay chiếm tỷ trọng cao nhất là 55%, có giá trị là 76 tỷ đồng. Tiếp theo là các khoản lãi từ việc mua bán chứng khoán và hoạt động tài chính là 39 tỷ đồng, chiếm 29%.

Về doanh thu khác, nguyên nhân có sự sụt giảm mạnh là theo báo cáo của KBC, doanh thu khác trong 2Q-2011 có sự đóng góp lớn từ chênh lệch giữa phần sở hữu trong tài sản thuần là 377 tỷ đồng.

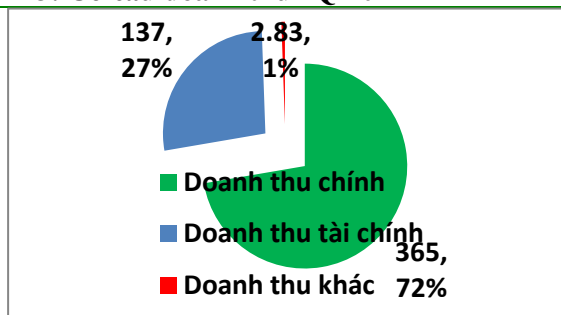
**Tất cả các chi phí tăng cao làm cho lợi nhuận trước thuế của hoạt động chính có giá trị âm (-35 tỷ đồng)**

Trong 6 tháng đầu năm 2011, hoạt động kinh doanh chính của KBC cho khoản lợi nhuận gộp là 174 tỷ đồng và có suất sinh lợi biên là 48%. Nếu so với trung bình những năm trước vào khoảng 57% thì giá trị trong 2Q-2011 đã có sự suy giảm. Ngoài ra, sau khi trừ chi phí bán hàng, chi phí quản lý, chi phí lãi vay thì hoạt động chính có khoản lợi nhuận âm (-35 tỷ đồng). Phân tích cho thấy tất cả các chi phí này đã tăng cao so với trung bình những năm trước đó. Cụ thể, chi phí bán hàng từ mức 1,5% doanh thu năm 2010 đã tăng lên 3%; chi phí quản lý từ mức 10% năm 2010 tăng lên mức 18%; Chi phí lãi vay từ mức 23% năm 2010 tăng lên 37%.

Lợi nhuận trước thuế của hoạt động tài chính 2Q-2011 có giá trị là 116 tỷ đồng. Các khoản chi phí của hoạt động tài chính bao gồm lỗ chênh lệch tỷ giá 7,6 tỷ đồng; dự phòng giảm giá đầu tư chứng khoán ngắn hạn 13 tỷ đồng.

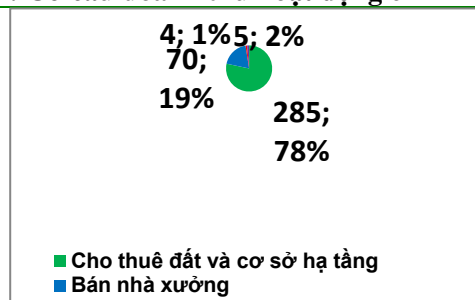
Do tác động của chi phí tăng cao cũng như sự sụt giảm các nguồn thu trong 2Q-2011, lợi nhuận sau thuế có giá trị khá thấp là 3,5 tỷ đồng, giảm mạnh so với giá trị 909 tỷ cùng kỳ năm 2010. Và nếu so với kế hoạch đề ra thì sau 6 tháng đầu năm 2011, KBC mới chỉ hoàn thành 0,35% kế hoạch.

**Hình 3: Cơ cấu doanh thu 2Q-2011**



Nguồn: KBC

**Hình 4: Cơ cấu doanh thu hoạt động chính 2Q-2011**



Nguồn: KBC

### **Định giá**

Theo phương pháp PE, KBC được kỳ vọng ở mức giá 10.800VNĐ/cp

Việc suy giảm tăng trưởng của các nền kinh tế lớn như các quốc gia thuộc khối đồng tiền chung Châu Âu và Trung Quốc cũng như tình hình nền kinh tế Mỹ vẫn chưa khả quan đã có tác động nhiều đến những doanh nghiệp kinh doanh cho thuê đất khu công nghiệp nói chung và KBC nói riêng. Cũng như là việc đầu tư vào mảng khu đô thị trong khi thị trường bất động sản ảm đạm có thể chưa đem lại những kết quả như mong muốn. Với kết quả bán niên năm 2011 chưa được khả quan, chúng tôi kỳ vọng KBC có thể hoàn thành 40% kế hoạch đề ra. Như vậy, giá trị lợi nhuận ròng năm 2011 có thể được kỳ vọng là 400 tỷ đồng và EPS là 1.351 VNĐ/cp. Chúng tôi kỳ vọng giá trị PE cho cổ phiếu đầu ngành như KBC vào khoảng 8X thì giá mục tiêu của KBC được kỳ vọng là 10.800VNĐ/cp.

Theo phương pháp PB, giá mục tiêu của KBC sẽ là 16.700 VNĐ/cp.

Chúng tôi dự phóng vốn chủ sở hữu của KBC vào cuối năm 2011 sẽ đạt giá trị 4.700 tỷ đồng và giữ nguyên giá trị tài sản vô hình đợt cuối Q2-2011 là 0,034 tỷ đồng thì giá trị sổ sách của KBC vào cuối năm sẽ đạt giá trị 15.900 VNĐ/cp. Theo tính toán của chúng tôi, PB của ngành đang được giao dịch ở mức giá 1,05X thì giá mục tiêu của KBC sẽ là 16.700 VNĐ/cp.

Theo phương pháp FCFE, giá mục tiêu của KBC sẽ là 16.900 VNĐ/cp.

Chúng tôi kỳ vọng rằng từ năm 2011, KBC sẽ có dòng tiền FCFE tăng trưởng với tốc độ là 3% vĩnh viễn và chi phí sử dụng vốn trung bình là 17%. Ngoài ra, dòng tiền vốn chủ sở hữu kỳ vọng năm 2011 có giá trị là 680 tỷ đồng. Như vậy, giá trị của KBC sẽ là 5.003 tỷ đồng, hay tương ứng 16.900 VNĐ/cp.

Giá mục tiêu của KBC năm 2011 là 14.800VNĐ/cp

Chúng tôi định giá KBC dựa trên tỷ trọng của mỗi phương pháp là 1/3. Kết quả tính toán cho thấy, giá mục tiêu của KBC trong năm 2011 sẽ đạt giá trị là 14.800VNĐ/cp.



**Bảng lãi lỗ (tỷ đồng)**

	2008	2009	2010	2011e
<b>Doanh thu</b>	<b>861</b>	<b>890</b>	<b>914</b>	<b>820</b>
Giá vốn hàng bán	330	401	396	418
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>531</b>	<b>489</b>	<b>518</b>	<b>402</b>
Doanh thu tài chính	57	271	750	500
Chi phí tài chính	97	44	237	320
Trong đó: Chi phí lãi vay	29	38	219	295
Chi phí bán hàng	0	2	14	25
Chi phí quản lý	41	52	128	123
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>453</b>	<b>661</b>	<b>889</b>	<b>434</b>
Thu nhập khác	1	1	396	60
Chi phí khác	0	0	1	2
<b>Lợi nhuận khác</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>395</b>	<b>58</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>454</b>	<b>667</b>	<b>1,282</b>	<b>493</b>
Thuế thu nhập hiện tại	168	57	186	59
Thuế thu nhập hoãn lại	0	9	-13	
Lợi ích cổ đông thiểu số	5	18	15	35
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>281</b>	<b>601</b>	<b>1,095</b>	<b>400</b>

**Bảng CĐKT (tỷ đồng)**

	2008	2009	2010	2011e
<b>A. Tài sản ngắn hạn</b>	<b>1,488</b>	<b>4,677</b>	<b>7,084</b>	<b>7,012</b>
Tiền và tương đương tiền	130	1,430	444	250
Đầu tư ngắn hạn	311	4,776	4	80
Khoản phải thu	1,041	1,701	3,067	2,780
Hàng tồn kho	-	644	3,542	3,820
Tài sản ngắn hạn khác	6	644	67	82
<b>B. Tài sản dài hạn</b>	<b>3,293</b>	<b>3,916</b>	<b>4,315</b>	<b>4,743</b>
Khoản phải thu dài hạn	-	-	267	450
<b>Tài sản cố định</b>	<b>929</b>	<b>253</b>	<b>343</b>	<b>363</b>
Đầu tư tài chính dài hạn	2,363	3,564	3,595	3,930
Tài sản dài hạn khác	1	80	88	-
			<b>11,43</b>	<b>11,75</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>4,781</b>	<b>8,594</b>	<b>9</b>	<b>5</b>
<b>A. Nợ phải trả</b>	<b>1,959</b>	<b>5,158</b>	<b>6,202</b>	<b>6,102</b>
Nợ ngắn hạn	1,712	2,093	2,417	2,800
Nợ dài hạn	247	3,065	3,785	3,302
<b>B. Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,735</b>	<b>3,284</b>	<b>4,380</b>	<b>4,677</b>
Nguồn vốn – Quỹ	2,733	3,284	4,380	4,677
Nguồn kinh phí, quỹ khác	2	(3)	-	-
<b>Phân hùn thiểu số</b>	<b>-</b>	<b>152</b>	<b>857</b>	<b>976</b>
			<b>11,43</b>	<b>11,75</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>4,781</b>	<b>8,594</b>	<b>9</b>	<b>5</b>

**Bảng lưu chuyển tiền tệ**

	2008	2009	2010	2011e
Lợi nhuận trước thuế	454	667	1,282	400
Lợi nhuận từ HĐKD trước thay đổi vốn lưu động	494	445	420	462
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	104	320	1,092	-75
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	-969	-1872	-22	100
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	837	2,802	128	-219
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-28	1,250	-986	-194
Tiền và tương đương tiền đầu tư	158	180	1430	444
Ảnh hưởng thay đổi tỷ giá		0	0	0
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>130</b>	<b>1430</b>	<b>444</b>	

Nguồn: KBC, PHS

**Tốc độ tăng trưởng (%)**

	2008	2009	2010	2011e
Doanh thu	60%	3%	3%	-10%
Lợi nhuận trước thuế	6%	47%	92%	-62%
Lợi nhuận sau thuế	-13%	114%	82%	-63%
EPS	-43%	44%	23%	-63%
Tổng tài sản	48%	80%	33%	3%
Vốn chủ sở hữu	26%	20%	33%	7%

**Khả năng sinh lợi (%)**

	2008	2009	2010	2011e
Lợi nhuận gộp / Dthu	62%	55%	57%	49%
Lợi nhuận HĐKD / Dthu	53%	74%	97%	53%
Lợi nhuận trước thuế / Dthu	53%	75%	140%	60%
Lợi nhuận sau thuế / Dthu	33%	68%	120%	49%

**Hiệu quả hoạt động**

	2008	2009	2010	2011e
Vòng quay tài sản cố định	1.1	1.5	3.1	2.3
Vòng quay Tổng tài sản	0.2	0.1	0.1	0.1
Vòng quay Vốn chủ sở hữu	0.4	0.3	0.2	0.2
Vòng quay các khoản phải thu	4.3	1.5	0.9	1.5
Vòng quay hàng tồn kho		2.8	0.4	0.2

**Khả năng thanh toán**

	2008	2009	2010	2011e
Khả năng thanh toán hiện hành	0.87	2.24	2.93	2.50
Khả năng thanh toán nhanh	0.87	1.93	1.47	1.14
Khả năng thanh toán tiền mặt	0.08	0.68	0.18	0.09

**Cấu trúc tài chính**

	2008	2009	2010	2011e
Tổng nợ / Tổng tài sản	0.41	0.60	0.54	0.52
Tổng nợ/ Vốn chủ sở hữu	0.72	1.57	1.42	1.30
Vay dài hạn / Vay ngắn hạn	14%	146%	157%	118%
Tsản dài hạn/Tsản ngắn hạn	221%	84%	61%	68%

---

## Analyst Certification

Each research analyst(s), strategist(s) or research associate(s) responsible for the preparation and content of all or any identified portion of this research report hereby certifies that, with respect to each issuer or security or any identified portion of the report with respect to each issuer or security that the research analyst, strategist or research associate covers in this research report, all of the views expressed by that research analyst, strategist or research associate in this research report accurately reflect their personal views about those issuer(s) or securities. Each research analyst(s), strategist(s) or research associate(s) also certify that no part of their compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendation(s) or view(s) expressed by that research analyst, strategist or research associate in this research report.

---

## Ratings Definition

**Overweight (OW)** = Expected to outperform the local market by >10%

**Neutral (N)** = Expected to in line with the local market by +10% ~ -10%

**Underweight (UW)** = Expected to underperform the local market by >10%.

**Not Rated (NR)** = The stock is not rated in Phu Hung's coverage universe or not listed yet.

Performance is defined as 12-month total return (including dividends).

---

## Disclaimer

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. Phu Hung Securities and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. Phu Hung Securities (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business for any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

© Phu Hung Securities Corporation.

5th Fl., Lawrence S. Ting Bldg., 801 Nguyen Van Linh St, Tan Phu Ward, Dist 7, HCMC

Tel: (+84-8) 5413-5479 – Fax: +84 8 54135472 Web: [www.phs.vn](http://www.phs.vn)

Tel: (+84-8) 5 413-5479 – Fax: +84 8 5 413-5472 Web: [www.phs.com](http://www.phs.com)