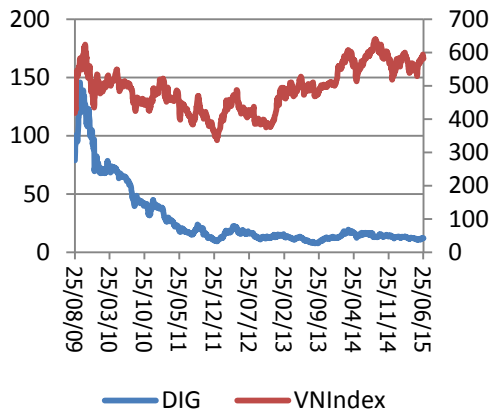


## TỔNG CTCP ĐẦU TƯ PHÁT TRIỂN XÂY DỰNG - DIG

### BÁO CÁO LẦN ĐẦU

Biểu đồ giá



### Thông tin giao dịch 23/06/2015

Giá hiện tại (VND)	12.100
Số lượng CP niêm yết	178.743.620
Số lượng CP lưu hành	178.743.620
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	2.162,8
Khoảng giá 52 tuần	10.400 – 16.300
KLGD TB 12 tháng	600.866
GTGD TB 12 tháng (VND bn)	8.2
% sở hữu nước ngoài	27.5%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49.0%
Số lượng được phép sở hữu	87.584.374
Số lượng còn được phép mua	38.429.878

Nguồn: MBS tổng hợp

**Analyst:** Nguyen Luu Minh Nhut  
**Mobile :** 012 6564 1152  
**Email :** nhut.nguyenluuminh@mbs.com.vn

### SỨC MẠNH BỊ LÃNG QUÊN

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Doanh thu thuần	753,0	691,0	916,5	1.506,0	2.250,3
EBIT	95,7	74,6	188,5	250,5	401,4
Lợi nhuận sau thuế	42,1	47,6	113,2	161,5	286,4
Biên gộp	22%	22%	32%	29%	31%
Biên LNST	6%	7%	12%	11%	13%
<b>EPS</b>	<b>381</b>	<b>246</b>	<b>584</b>	<b>694</b>	<b>1,231</b>

**Chúng tôi khuyến nghị MUA đôi với cổ phiếu DIG của Tổng công ty Cổ phần Đầu tư phát triển xây dựng, với mức giá mục tiêu 19.616 đồng/cổ phiếu (cao hơn 63,5% so với mức giá hiện tại).** DIG có thể sẽ tận dụng được quỹ đất chi phí thấp của mình và phát triển từ năm 2015 trở đi, tận dụng được sức nóng của thị trường bất động sản ở trong thời gian này. Mặc dù dòng tiền doanh nghiệp có khả năng âm trong những năm tới, nhưng với mức tăng trưởng hai chữ số của giá quỹ đất sẵn có sẽ mang lại nhiều lợi nhuận cho DIG. Do vậy, với những yếu tố trên, chúng tôi khuyến nghị đầu tư DIG trong dài hạn.

### TIÊU ĐIỂM

- Tình hình kinh tế phục hồi trong năm 2015, GDP và tín dụng tăng trưởng ổn định đã tác động tích cực đến thị trường bất động sản. Bên cạnh đó, hệ thống pháp luật đang dần dần được cải thiện.
- Quỹ đất chi phí thấp sẽ giúp cho DIG tăng thị phần mà không ảnh hưởng đến biên lợi nhuận.
- Giá trị quỹ đất đã tăng rất nhanh trong thời gian kinh tế suy thoái trong những năm gần đây.
- DIG có tình hình tài chính tốt, có thể giúp công ty dễ dàng tăng vốn, nhất là nợ để bổ sung vốn cho các dự án hiện tại và mở rộng quỹ đất.

### RỦI RO

- Hiện tại, quỹ đất của DIG chủ yếu nằm ở khu đô thị loại 2 do vậy thanh khoản sẽ không tốt bằng đất ở khu trung tâm như ở Thành phố Hồ Chí Minh hay Hà Nội. Thêm nữa, do dự án của một số công ty vẫn chưa hoàn thành xong cơ sở hạ tầng, do vậy dòng tiền của DIG sẽ tiếp tục âm trong thời gian tới.

### ĐỊNH GIÁ

**Chúng tôi sử dụng hai phương pháp định giá giá trị tài sản ròng và định giá chiết khấu dòng tiền, giá mục tiêu là 19.616 đồng/cp, cao hơn giá hiện tại 63,5%.** Giá mục tiêu của chúng tôi đề xuất FY14 PE khoảng 10,6X và FY14 PB khoảng 1,5X dựa trên các ước tính của chúng tôi về BVPS cho năm 2014 khoảng 13,488 đồng. Mặc dù giá hiện tại đang cao hơn mức P/B của các công ty trong ngành là từ 0,6x đến 1,7x, nhưng giá của cổ phiếu DIG không phản ánh hết được những lợi ích của việc sở hữu quỹ đất giá thấp của công ty này.

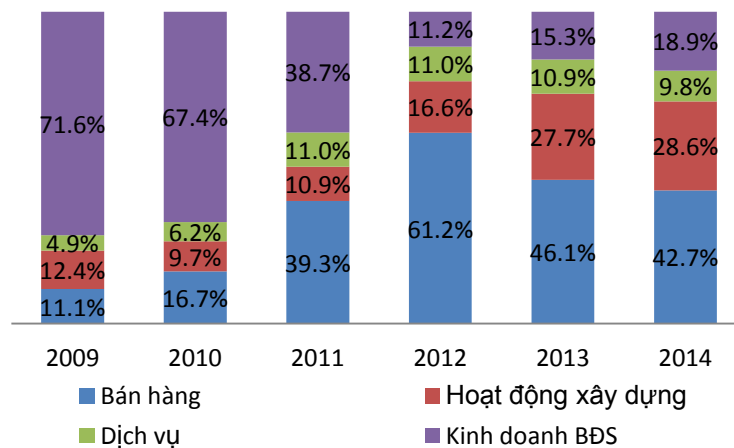
Tên công ty	Cổ phiếu	Vốn hóa TT	P/E (x)	P/B (x)	Thanh toán hiện hành	Thanh toán nhanh
Tổng Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Xây dựng	DIG	2.198,6	80,0	0,9	3,3	1,3
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC	7.375,2	15,6	1,1	3,2	0,9
Công ty Cổ phần Đầu tư Xây dựng Bình Chánh	BCI	1.430,9	16,7	0,8	4,7	0,6
Công ty Cổ phần Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền	KDH	2.696,4	18,7	1,1	5,9	1,5
Công ty Cổ phần Tư vấn Thương mại Dịch vụ Địa ốc Hoàng Quân	HQC	1.200,0	19,6	0,6	2,0	1,3
Công ty Cổ phần Đầu tư và Công nghiệp Tân Tạo	ITA	5.532,7	29,8	0,6	2,7	1,0
Công ty cổ phần Đầu tư Nam Long	NLG	2.532,0	16,7	1,3	2,3	0,5
Công ty Cổ phần Phát triển Bất động sản Phát Đạt	PDR	2.512,9	37,8	1,7	3,7	0,2
<b>Trung bình</b>			<b>29,4</b>	<b>1,0</b>	<b>3,4</b>	<b>0,9</b>



## MÔ HÌNH KINH DOANH

DIG là công ty bất động sản tập trung chính vào phát triển các khu vực đô thị mới. Tuy nhiên, công ty vẫn duy trì nhiều công ty con trong lĩnh vực xây dựng, kinh doanh bất động sản và các dịch vụ khác liên quan. Chính những công ty con này đã đóng góp phần lớn doanh thu và giúp DIG duy trì lợi nhuận trong thời gian thị trường bất động sản gặp khó khăn, nhất là năm 2012 khi thị trường bất động sản Việt nam chạm đáy kể từ năm 2007.

Năm 2014, hoạt động kinh doanh bất động sản và xây dựng chiếm lần lượt khoảng 18,9% và 28,6% trong tổng doanh thu, trong khi hoạt động bán hàng và dịch vụ chiếm 42,7% và 9,8%, doanh thu từ bán hàng giảm mạnh so với 2012. Mặc dù trong năm 2014, mảng kinh doanh bất động sản chỉ đóng góp doanh thu rất nhỏ cho DIG, nhưng hiện tại công ty đang ở trong giai đoạn tái cơ cấu và giá trị quỹ đất của DIG rất lớn và có thể tạo lợi nhuận trong tương lai. Do vậy, cơ cấu doanh thu có thể thay đổi trong những năm tới.



Ngược lại so với các công ty cùng ngành, DIG tập trung vào bán sỉ đất và chỉ giữ lại một phần quỹ đất của mình để phát triển. Chiến lược này đã khiến quỹ đất của DIG tăng mạnh, nhất là đất ở vùng đô thị loại 2 như Vũng Tàu, Đồng Nai, Vĩnh Phúc. Mặc dù thanh khoản của nó thấp hơn so với đất ở Hồ Chí Minh và Hà Nội, nhưng lợi nhuận lại cao hơn nhiều. Theo nghị định số 104/2014/ND-CP và nghị định số 188/2004/ND-CP, giá đất ở đô thị loại 2 đã tăng trung bình khoảng 9,1% trong giai đoạn 2004 – 2014, cao hơn 4,5 lần so với mức tăng giá đất ở đô thị loại 1 là 2%. Do vậy, quỹ đất của DIG sẽ có thể mang lại nhiều lợi nhuận hơn là đất ở các đô thị lớn như Hà nội hay Hồ Chí Minh mặc dù thanh khoản của nó thấp hơn.

## TRIỂN VỌNG

Như đã được phân tích trong báo cáo ngành của chúng tôi, thị trường bất động sản đang được hưởng lợi từ các chỉ số vĩ mô tích cực như tăng trưởng GDP và tín dụng. Trong quý 1, 2015, tăng trưởng GDP đã tăng 6,03% (tăng 1% so với cùng kỳ năm 2014) trong khi chỉ số PMI duy trì ở mức cao hơn 50 điểm trong nhiều tháng liên tiếp. Đây là những tín hiệu tích cực của nền kinh tế Việt Nam, báo hiệu triển vọng tốt đẹp của kinh tế trong nước. Bên cạnh đó, tăng trưởng tín dụng được kỳ vọng sẽ cao hơn 4% so với mức 13% trong năm 2014. Ngoài ra, trong năm 2015, Ngân Hàng Nhà Nước sẽ nỗ lực cắt giảm lãi vay, trong khi những chính sách có lợi cho ngành bất động sản sẽ được thi hành trong năm 2015. Những yếu tố này sẽ là động lực quan trọng cho ngành bất động sản phát triển, đặc biệt là các công ty có quỹ đất lớn như DIG.

Trên thực tế, tổng quy mô quỹ đất của DIG lên tới 2.000 ha. Hơn nữa, đa số quỹ đất được mua lại với giá rẻ hơn rất nhiều so với giá hiện tại trong vài năm trước đây. Xét bảng giá đất trong các nghị định số 104/2014/ND – CP và nghị định số 188/2004/ND- CP, giá đất thấp nhất ở đô thị loại hai đã tăng trung bình 9,1%/năm từ năm 2004 đến 2014. Đối với các loại đất không phải đất ở, loại đất chiếm tỷ trọng lớn trong quỹ đất của DIG tại thời điểm thu mua, tỉ lệ tăng giá trung bình hàng năm là 12,5%. Như vậy, nguồn đất này sẽ mang lại lợi nhuận lớn cho DIG so với cách đây 5 năm.

Nếu tính thêm áp lực cạnh tranh ảnh hưởng đến giá bán, thì chi phí mua đất thấp vẫn mang lại lợi nhuận cao cho DIG. Trên thực tế, đa số lợi nhuận từ các dự án đến từ việc tăng giá đất. Theo đại diện của công ty, lợi nhuận biên tính theo các hạng mục xây dựng của DIG dao động trong mức từ 10-15% trong khi lợi nhuận ròng từ thành phần đất mang lại là 25-30%.

Trong năm 2015, công ty tập trung vào việc phát triển dự án, ưu tiên các vùng đất hưởng lợi trực tiếp từ sự phục hồi của các thị trường bất động sản lân cận như Thành Phố Hồ Chí Minh hay Hà Nội ( Xem kế hoạch giải ngân 2015). Đáng chú ý là những quỹ đất này đã được mua cách đây mấy năm khi giá nền bù mặt bằng thấp hơn nhiều so với mức giá hiện tại. Như vậy, trong tình huống xấu nhất thì DIG vẫn duy trì được biên lợi nhuận dương nếu sản phẩm nhà của DIG bị giảm giá do áp lực cạnh tranh. Nói cách khác, hoạt động kinh doanh bất động sản của DIG vẫn rất đầy triển vọng.

### Kế hoạch giải ngân 2015

	Value (VND bn)
<b>Nhóm 1:</b>	<b>426,4</b>
DIC Phoenix	180
Đại Phước	63
Nam Vĩnh Yên	160
An Sơn, Đà Lạt	3,4
Thủy Tiên	20
<i>Tòa nhà Phương Nam (đang cân nhắc)</i>	<i>150</i>
<i>Phú Mỹ ATA</i>	
<b>Nhóm 2:</b>	<b>327</b>
Phường 4, Hậu Giang	20
An Thới, Phú Quốc <i>(Giá trị giải ngân có thể lên trên 500 tỷ đồng)</i>	200
Long Tân	20
Hiệp Phước, Đồng Nai	25

Bắc Vũng Tàu	7
Khu du lịch Hồ Ba Hang	50
Cảng Thanh Liêm	3
Khu du lịch Phương Nam	2

Về tình hình tài chính của công ty, DIG vẫn có khả năng quản lý rủi ro tài chính nếu huy động vốn, đặc biệt là từ nợ vay cho các dự án của họ. Liên quan đến cấu trúc nguồn vốn của công ty, tỷ lệ tổng nợ phải trả chiếm khoảng 51,2% tổng nguồn vốn, trong đó các khoản chịu lãi suất chiếm 57,6% tổng nợ phải trả, và chiếm 29,5% tổng vốn. Hệ số thanh toán hiện thời và thanh toán nhanh cao nhất trong 4 năm gần đây, tương ứng ở mức 3,3 lần và 1,4 lần. Đây là mức thận trọng so với tỷ lệ thanh toán trung bình của các công ty cùng ngành (tương ứng 3,4 lần và 0,9 lần). Do vậy, có thể thấy rủi ro tài chính đều được DIG kiểm soát tốt và không ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của công ty ít nhất về trung hạn.

Năm 2015, DIG dự kiến phát hành thêm 35.899.489 cổ phiếu, trong đó 20 triệu cổ phiếu để tăng vốn điều lệ được phát hành cho cổ đông chiến lược. Bên cạnh đó, DIG cũng dự kiến phát hành thêm 300 tỷ đồng trái phiếu. Như vậy, tổng nguồn vốn tăng từ nguồn vốn điều lệ và trái phiếu lên đến 500 tỷ đồng. Trong báo cáo này, chúng tôi định giá cổ phiếu dựa trên số lượng cổ phiếu lưu hành, giá cổ phiếu sẽ bị pha loãng nếu công ty phát hành thêm cổ phiếu.

Về việc thu hồi nợ từ nhà đầu tư thứ cấp, DIG dự kiến thu hồi từ 490 tỷ đồng đến 600 tỷ đồng trong năm 2015. Trong năm 2014, DIG vẫn chưa giải ngân nguồn vốn từ gói 1.000 trái phiếu, như vậy, tổng nguồn vốn có sẵn lên đến ít nhất 1,800 tỷ đồng, đủ để cấp vốn cho các dự án của DIG.

<b>Dự phóng tài chính (VNDbn)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>691</b>	<b>917</b>	<b>1.506,0</b>	<b>2.250,3</b>
Giá vốn hàng bán	(541)	(626)	(1.066,3)	(1.544,3)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>150</b>	<b>291</b>	<b>440</b>	<b>706</b>
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>22%</i>	<i>32%</i>	<i>29%</i>	<i>31%</i>
SG&A và các chi phí khác	(60)	(70)	(115)	(171)
<b>Lợi nhuận từ HĐKD - EBIT</b>	<b>(53)</b>	<b>(72)</b>	<b>(119)</b>	<b>(177)</b>
Chi phí lãi vay	<b>37</b>	<b>149</b>	<b>206</b>	<b>357</b>
Thu nhập (lỗ) khác	42	38	42	42
<b>Lợi nhuận trước thuế - EBT</b>	<b>(5)</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
Thuế	<b>75</b>	<b>189</b>	<b>250,5</b>	<b>401,4</b>
Lãi lỗ trong cty liên doanh liên kết	(10)	(43)	(43)	(43)
Lợi nhuận cho cổ đông thiểu số	<b>64</b>	<b>145</b>	<b>207</b>	<b>358</b>
<b>Lợi nhuận cổ đông cty mẹ</b>	<b>(13)</b>	<b>(32)</b>	<b>(46)</b>	<b>(72)</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>(4)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Giá vốn hàng bán	<b>48</b>	<b>113</b>	<b>161,5</b>	<b>286,4</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>(4)</b>	<b>(9)</b>	<b>(13)</b>	<b>(22)</b>
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>44</i>	<i>104</i>	<i>149</i>	<i>264</i>
<b>EPS (VND)</b>	<b>246</b>	<b>584</b>	<b>694</b>	<b>1.231</b>

## ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi xác định giá mục tiêu 12 tháng đối với cổ phiếu DIG là 19,616 đồng/cổ phiếu, dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và giá trị tài sản ròng (NAV). Giá mục tiêu của chúng tôi đề xuất FY14 PE khoảng 10,6X và FY14 PB khoảng 1,5X dựa trên các ước tính của chúng tôi về BVPS cho năm 2014 khoảng 13,488 đồng. Mặc dù giá hiện tại đang cao hơn mức P/B của các công ty trong ngành là từ 0,6x đến 1,7x, nhưng giá của cổ phiếu DIG không phản ánh hết được những lợi ích của việc sở hữu quỹ đất giá thấp của công ty này.

Chúng tôi giả định cho mô hình định giá NAV như sau:

- Hiện tại đất có sẵn cho dự án là đất sạch và đã đền bù giải phóng mặt bằng
- Giá đất được tính theo giá thị trường là đất đã hoàn thành xong hạ tầng. Đối với đất chưa hoàn thành xong hạ tầng thì giá trị đất bằng giá thị trường trừ đi giá hạ tầng trong tương lai
- Về vấn đề thanh khoản, chúng tôi chiết khấu 20% giá trị đối với các dự án mới hoàn thiện một phần hạ tầng. Đối với dự án không có hạ tầng, chúng tôi chiết khấu 30% giá trị.

Tên dự án	Tổng diện tích	Giá số sách	Giá thị trường	Tỉ lệ chiết khấu	Giá trị dự án
<b>Khu đô thị trung tâm Chí Linh</b>	750.000				
DIC Phoenix (Thành phần của KTT Chí Linh)	100.000	183,0		0,3	128,1
<b>Dự án Gateway</b>	22.933	3,1	-	0,3	2,1
<b>Đại Phước</b>	2.000.000	-			
98.3 ha tự phát triển	983.000		2.157,5	0,2	1.833,9
<b>Nam Vĩnh Yên</b>	4.460.000				
Nam Vĩnh Yên – Giai đoạn 1	1.947.000		4.634,9	0,2	3.939,6
<b>An Sơn – Đà Lạt</b>			120,0	0	150,0
<b>Thủy Tiên</b>			280,0	0	280,0
<b>Hiệp Phước</b>	215.000	30,5		0,3	21,3
<b>Khu du lịch sinh thái Long Tân</b>	3.287.000	5,3		0,3	3,7
<b>Khu dân cư P.4 Vị Thanh</b>	2.028.000	102,4		0,3	71,7
<b>Mỏ đá Soklu</b>		0,4		0	0,4
<b>SUBTOTAL</b>					<b>5.766,8</b>
Tiền và tương đương tiền					473,1
Giá trị các mảng kinh doanh khác					
<b>Tổng giá trị doanh nghiệp</b>					<b>6.239,8</b>
Nợ					2.576,7
Lợi ích cổ đông thiểu số					47,3
<b>NAV</b>					<b>3.615,9</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành					178.743.620
<b>Giá trị trên mỗi cổ phiếu</b>					<b>20.229</b>

**Đối với mô hình định giá DCF, chúng tôi chỉ tính đến những dự án đã phê duyệt quy hoạch tổng thể tỷ lệ 1:500. Chúng tôi giả định như sau:**

- Tăng trưởng doanh thu hằng năm đạt 13,5% từ 2014 đến 2021
- Chi phí giá vốn hàng bán được xác định bằng giá đất đầu vào và các chi phí liên quan khác trong vòng 6 năm gần đây.
- Biên lợi nhuận gộp tăng và đạt đỉnh là 38% trong năm 2019 trước khi giảm xuống còn 33% trong năm 2021 với giả định là doanh thu từ kinh doanh bất động sản đạt lợi nhuận cao nhất trong năm 2019. Chúng tôi đánh giá biên lợi nhuận gộp thận trọng do các dự án của công ty sẽ bán hàng chạy nhất vào năm 2017 và 2018. Tuy nhiên, doanh thu được ghi nhận sau khi hàng được bàn giao cho khách hàng.
- Tỷ lệ nợ vay/ tổng nguồn vốn được duy trì mức 45% đến năm 2021

**DCF Valuation**

Đơn vị: triệu đồng	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
EBIAT	150.811	200.386	321.142	495.389	618.743	401.343	249.726
(+) Khấu hao	34.668	39.539	44.410	49.282	54.153	59.024	63.896
(-) Chi phí xây dựng cơ bản	(60.891)	(60.891)	(60.891)	(60.891)	(60.891)	(60.891)	(60.891)
(-) Gia tăng vốn lưu động	157.121	(2.050.094)	(1.852.966)	(1.280.175)	(633.169)	3.207.913	1.621.679
<b>FCFF</b>	647.893	(470.923)	513.827	(268.263)	389.623	1.488.066	806.939
(+) Giá trị chung cục sau 2020	3.216.821						
(+) Tiền và tương đương tiền	473.093						
(-) Nợ vay	(1.817.589)						
<b>Giá trị của vốn chủ sở hữu</b>	<b>3.396.851</b>						
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	178.743.600						
<b>Giá cổ phiếu (VND)</b>	<b>19.004</b>						
<b>Tỷ lệ chiết khấu</b>							
Beta	1,21						
Lợi suất phi rủi ro	6,19%						
Phần bù rủi ro thị trường	11,8%						
Tăng trưởng FCFF sau 2020	5%						

Nguồn: MBS tổng hợp



**Liên hệ**

<p><b>Research: Nguyễn Lưu Minh Nhựt</b> Email: <a href="mailto:nhut.nguyenluuminh@mbs.com.vn">nhut.nguyenluuminh@mbs.com.vn</a> Tel: +84 126 564 1152</p>	<p><b>Institutional Sales: Gordon Edward Alexander</b> Email: <a href="mailto:Gordon.Edward@mbs.com.vn">Gordon.Edward@mbs.com.vn</a> Tel: +84 904 017 141</p>
--	---

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

<b>Xếp hạng</b>	<b>Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại</b>
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

**MBS tự hào được nhìn nhận là:**

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

**MBS HỘI SỞ**

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội  
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601  
Webiste: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.