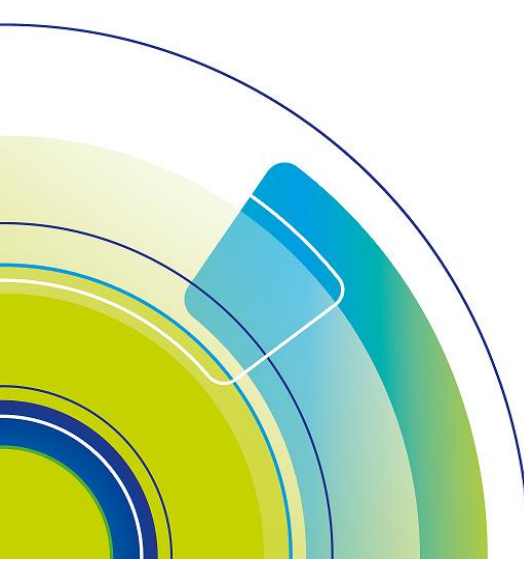




# Tổng quan Ngành – BĐS Công nghiệp

Ngày 19/08/2019

---



## Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 303

[trucptt@acbs.com.vn](mailto:trucptt@acbs.com.vn)

### Báo cáo ngành

#### Những cổ phiếu chính

	Giá mục tiêu gần nhất	Khuyến nghị hiện tại
KBC	18.293	MUA
TIP	64.405	MUA

## NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN CÔNG NGHIỆP

**Tổng quan:** Số vùng công nghiệp đã tăng hơn 5 lần trong 18 năm qua từ 61 năm 2000 lên 344 vào tháng 6/2019, trong đó bao gồm 326 khu công nghiệp (KCN) và 18 khu kinh tế (KKT) ven biển. Trong 6T2019 các KCN và KKT đã thu hút 340 dự án FDI (-24% n/n) với tổng vốn đăng ký là 8,7 tỷ USD (+24% n/n) và 334 dự án đầu tư trong nước (+29% n/n) với tổng vốn đăng ký mới là 82.900 tỷ đồng (+80% n/n). Lũy kế các năm đến tháng 6/2019, các KCN và KKT đã thu hút ~8.900 dự án FDI với số vốn đăng ký là 186 tỷ USD và gần 9.100 dự án trong nước với tổng vốn đăng ký là gần 2.100 nghìn tỷ đồng.

Tính đến tháng 6/2019, Việt Nam có 326 KCN với tổng diện tích đất ~95.500ha, trong đó diện tích đất công nghiệp chiếm 69% tương đương 65.500ha. Có 251 KCN với tổng diện tích 66.200ha đang hoạt động với tỷ lệ lấp đầy trung bình là 74% và 75 KCN với diện tích 29.300ha đang trong giai đoạn giải phóng mặt bằng hoặc xây dựng cơ bản.

Việt Nam có 4 vùng kinh tế trọng điểm: phía bắc, miền trung, phía nam và đồng bằng sông Cửu Long. Phía nam là vùng kinh tế lớn nhất chiếm 45% GRDP Việt Nam và đóng góp 42% vào ngân sách nhà nước, hơn 40% kim ngạch xuất khẩu và 40% vốn FDI đăng ký năm 2018. Vùng này là nơi tập trung các ngành công nghiệp truyền thống như nhựa và dệt may vốn được coi là những ngành công nghiệp cốt lõi của Việt Nam từ giai đoạn mở cửa. Tuy nhiên, khu vực này đang đối mặt với sự tăng trưởng chậm lại còn 6,7% trong giai đoạn 2016-2018 so với tốc độ tăng trưởng cao hơn nhiều trước đây.

Trong khi đó, phía bắc là vùng kinh tế lớn thứ hai, chiếm 32% GRDP Việt Nam và đóng góp 32% kim ngạch trị xuất khẩu và 38% vốn FDI đăng ký năm 2018. Nhờ vị trí tiếp giáp Trung Quốc và có 27 trung tâm logistics (chiếm 55% cả nước) nên khu vực phía bắc đã thu hút nhiều công ty trong lĩnh vực công nghiệp nặng. Trái ngược với miền nam thì miền bắc đang tăng tốc với mức tăng trưởng GRDP trung bình cao nhất trong 4 vùng kinh tế trong giai đoạn 2016-2018, đạt 9,1%.

**Cơ hội và thách thức:** Có rất nhiều động lực tăng trưởng bao gồm chiến tranh thương mại Mỹ-Trung, các hiệp định thương mại mới ký gần đây (CPTPP và EVFTA), kinh tế vĩ mô tăng trưởng ổn định, nguồn lao động lớn, mức lương cạnh tranh, cơ sở hạ tầng phát triển và tăng trưởng của ngành ô tô. Mặt khác, lương sản xuất tăng, khó khăn trong quá trình giải phóng mặt bằng và cơ sở hạ tầng chưa phát triển tương xứng là những thách thức đối với sự phát triển của thị trường BĐS công nghiệp.

**Triển vọng:** Chúng tôi có quan điểm tích cực đối với ngành BĐS công nghiệp trong giai đoạn 2019-2020 nhờ nhiều yếu tố thuận lợi kể trên. Do diện tích đất hạn chế và nhu cầu cao từ các công ty nước ngoài nên giá cho thuê và tỷ lệ lấp đầy dự kiến sẽ tiếp tục tăng. Về lâu dài, nguồn cung mới sẽ đến từ các địa phương nằm xa khu vực truyền thống vì các tỉnh này có giá cho thuê thấp hơn và tỷ lệ lấp đầy thấp hơn. Nhu cầu về nhà kho có diện tích lớn sẽ tăng nhờ tăng trưởng cao của mảng bán lẻ, thương mại điện tử và xuất khẩu.

Mã CK	Vốn hóa hiện tại (tỷ đồng)	2019 P/E	2019 P/B	Doanh thu 2019 theo dự phóng ACBS (tỷ đồng)	LN ròng 2019 theo dự phóng ACBS (tỷ đồng)
KBC	7.352	8,6	0,8	3.611	855
TIP	874	8,8	1,6	228	105

## Tổng quan thị trường

### Sự phát triển các vùng kinh tế ở Việt Nam

Khu chế xuất Tân Thuận là Khu chế xuất đầu tiên được thành lập tại Việt Nam. Kể từ đó, số vùng công nghiệp đã tăng hơn 5 lần trong 18 năm qua từ 61 năm 2000 lên 344 vào tháng 6/2019, trong đó bao gồm 326 KCN và 18 KKT ven biển, theo báo cáo của Vụ Quản lý Khu kinh tế thuộc Bộ Kế hoạch và Đầu tư. Năm 2018 các KCN và KKT này đã thu hút 1.060 dự án FDI với tổng vốn đầu tư đăng ký mới và tăng thêm là 8,3 tỷ USD. Trong 6T2019 thu hút 340 dự án FDI (-24% n/n) với tổng vốn đăng ký là 8,7 tỷ USD (+24% n/n) và 334 dự án đầu tư trong nước (+29% n/n) với tổng vốn đăng ký mới là 82.900 tỷ đồng (+80% n/n). Như vậy, lũy kế các năm đến tháng 6/2019, các KCN và KKT đã thu hút ~8.900 dự án FDI với số vốn đăng ký là 186 tỷ USD và gần 9.100 dự án trong nước với tổng vốn đăng ký là gần 2.100 nghìn tỷ đồng.

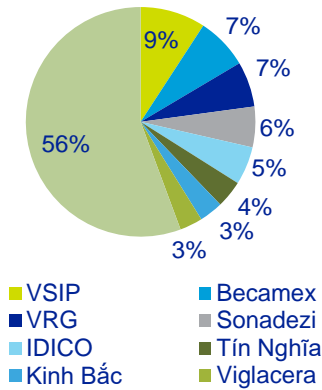
**KKT ven biển:** Trong số 18 KKT thì có 17 KKT được thành lập với tổng diện tích 845.000ha. KKT Ninh Cơ ở tỉnh Nam Định nằm trong quy hoạch nhưng chưa được thành lập.

**KCN:** 326 KCN có tổng diện tích đất là ~95.500ha, trong đó diện tích đất công nghiệp chiếm 69% tương đương 65.500ha. Có 251 KCN với tổng diện tích 66.200ha đang hoạt động với tỷ lệ lấp đầy trung bình là 74% và 75 KCN với diện tích 29.300ha đang trong giai đoạn giải phóng mặt bằng hoặc xây dựng cơ bản. Hầu hết các KCN đều nằm ở phía Đông Nam của đất nước gần TP.HCM và lưu vực sông Hồng gần Hà Nội.

Chúng tôi phân loại KCN dựa trên giá cho thuê đất. Giá thuê đất khác nhau chủ yếu là do vị trí của các KCN và chất lượng quản lý (Vui lòng xem bảng bên dưới). Một số công ty như CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG (UpCom: SIP), Tổng CTCP Phát triển KCN Sonadezi (UpCom: SNZ), và CTCP Tổng công ty Tín Nghĩa (UpCom: TID) khó phân loại do các KCN của các công ty này có nhiều mức giá thuê đất khác nhau. Nhìn chung, hầu hết các công ty trong phân khúc giá cao là liên doanh/hợp tác giữa các doanh nghiệp Việt Nam và các công ty nước ngoài trong khi các công ty trong nước chiếm phần lớn phân khúc trung và thấp, đặc biệt là các công ty có gốc nhà nước.

Giá thuê đất trung bình (USD/m <sup>2</sup> /50 năm)	Chủ đầu tư	Các KCN chính
Cao (>100)	VSIP	VSIP Bắc Ninh, VSIP Hải Phòng, VSIP Bình Dương
	Nomura	Nomura Hải Phòng
	Amata	Amata
	Deep C	Deep C Industrial Zone
	Long Hậu (HOSE: LHG)	Long Hậu
Trung bình (70-100)	Viglacera (HOSE: VGC)	Yên Phong, Tiên Sơn – Bắc Ninh
	CTCP Xây dựng hạ tầng Sông Đà (UpCom: SDH)	Yên Phong 2
	Kinh Bắc (HOSE: KBC)	Quế Võ 1, Trang Duệ, Quang Châu, Tân Phú Trung
	Becamex IDC (UpCom: BCM)	Mỹ Phước, Thới Hòa, Bàu Bàng
	Nam Tân Uyên (UpCom: NTC)	Nam Tân Uyên
	CTCP Phát triển KCN Tín Nghĩa (HOSE: TIP)	Tam Phước
Thấp (<70)	CTCP Phát triển đô thị công nghiệp Số 2 (HSX: D2D)	Nhơn Trạch 2
	HUD	Thuận Thành, Bim Sơn

Nguồn: ACBS tổng hợp.



Nguồn: ACBS tổng hợp.

## VSIP VSIP Tenants



Nguồn: VSIP.

## VSIP – Công ty phát triển KCN lớn nhất

Theo thống kê của ACBS thì thị trường BĐS công nghiệp khá phân mảnh với VSIP là công ty dẫn đầu với 9% thị phần, theo sau là Becamex IDC (7%) (Upcom: BCM). VSIP được thành lập vào năm 1996 với vốn điều lệ là 946 tỷ đồng trên cơ sở hợp tác giữa hai chính phủ: Singapore do SembCorp dẫn đầu (chiếm 51%) (Mã cổ phiếu: U96) và Việt Nam do Becamex IDC nắm giữ 49%.

Sau 23 năm phát triển, VSIP có 7 KCN đang hoạt động với tổng diện tích hơn 6.000ha và tỷ lệ lấp đầy trung bình khoảng 85%. Cụ thể, VSIP đã lấp đầy 100% VSIP Bình Dương 1 và 2, VSIP Bắc Ninh và VSIP Hải Dương, 90% VSIP Hải Phòng, 70% VSIP Quảng Ngãi và hơn 50% VSIP Nghệ An. Các KCN này thu hút lũy kế khoảng 850 khách hàng từ 30 quốc gia với tổng vốn đầu tư đăng ký là 14 tỷ USD. Bốn KCN sắp triển khai gồm có: VSIP Bình Dương 3 (1.000ha), VSIP Nghệ An 2 (441ha), VSIP Hải Dương 2 (559ha) và VSIP Bắc Ninh 2 (500ha). VSIP đang làm việc với các tỉnh khác như Quảng Trị và Long An để phát triển các dự án trong tương lai.

Giữa cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung và sau khi các hiệp định CPTPP và EVFTA được ký kết thì VSIP nhận thấy sự quan tâm rất lớn của các nhà sản xuất đến từ Trung Quốc. Trước đây các doanh nghiệp Trung Quốc chiếm một lượng rất nhỏ trong tổng số khách hàng của VSIP. Tuy nhiên, từ nửa cuối năm 2018 đến nay, số lượng nhà đầu tư quan tâm và tìm hiểu về VSIP tăng đột biến. Có những tháng số lượng nhà đầu tư Trung Quốc chiếm đến 70%-80% tổng số khách đến tham quan tìm hiểu VSIP, theo thông tin từ ban lãnh đạo của VSIP. Xu hướng này xảy ra ở tất cả các KCN đang hoạt động trên toàn quốc của VSIP chứ không chỉ riêng các KCN ở phía bắc Việt Nam, nơi gần Trung Quốc nhất.

## Các vùng kinh tế trọng điểm

Việt Nam có bốn vùng kinh tế trọng điểm: phía bắc, miền trung, phía nam và đồng bằng sông Cửu Long, trong đó vùng phía nam và phía bắc là lớn nhất.

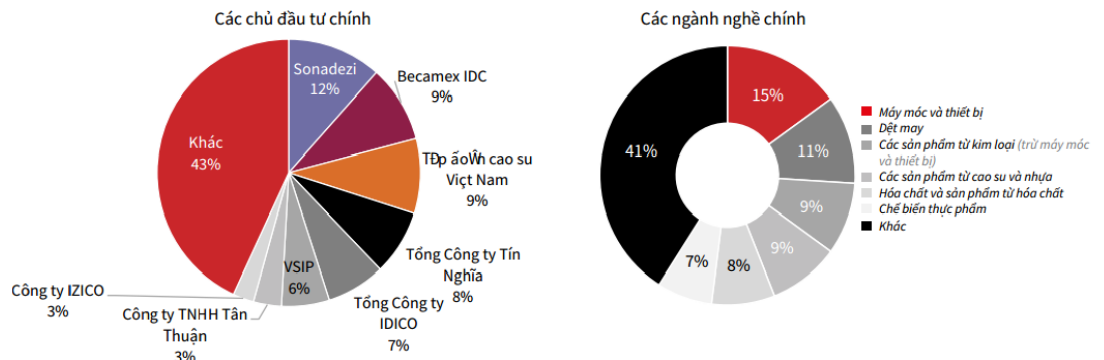
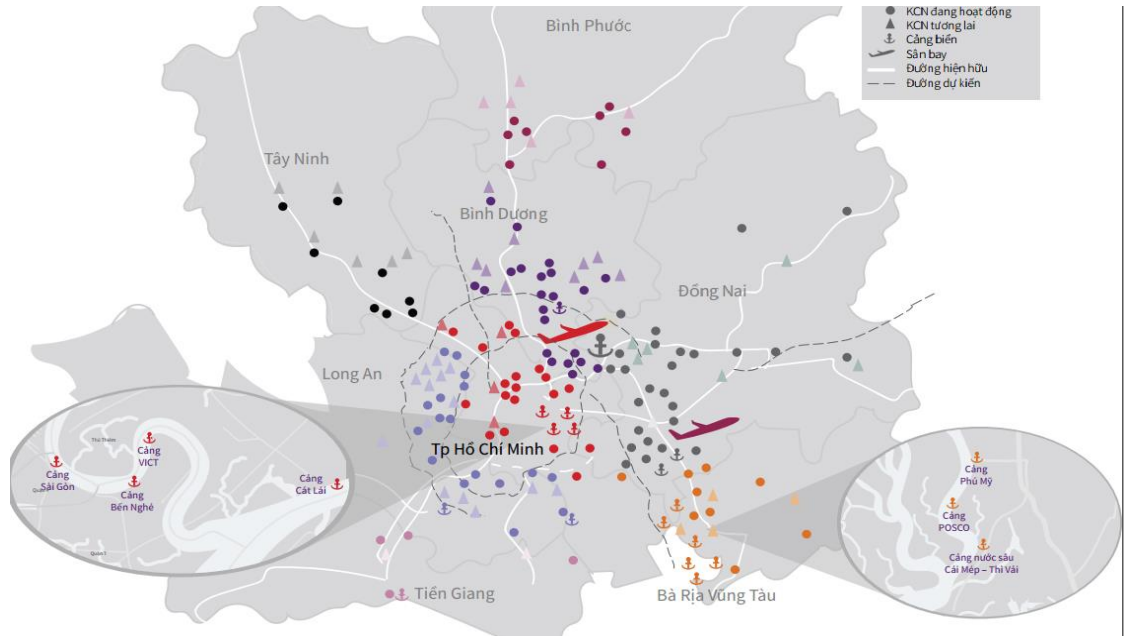
## Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam (VKTĐDPN): đứng đầu cả nước; khách hàng chủ yếu các ngành công nghiệp truyền thống; tăng trưởng chậm lại

VKTĐDPN bao gồm 8 tỉnh/thành phố: TP.HCM, Bình Dương, Đồng Nai, Bà Rịa - Vũng Tàu, Long An, Tiền Giang, Bình Phước và Tây Ninh, trong đó TP.HCM là thành phố lớn nhất Việt Nam. Vùng có cảng lớn nhất nước là Cát Lái và sân bay quốc tế lớn nhất là Tân Sơn Nhất. Mặc dù chỉ chiếm 9% diện tích cả nước và 21% dân số nhưng khu vực này đứng đầu cả nước về phát triển công nghiệp. GRDP của VKTĐDPN năm 2018 là 2.517 nghìn tỷ đồng, chiếm 45% GRDP quốc gia. Vùng đóng góp 42% vào ngân sách nhà nước, hơn 40% tổng giá trị xuất khẩu và 40% vốn FDI đăng ký năm 2018.

VKTĐDPN có tổng diện tích đất là 44.700ha và diện tích nhà xưởng là 304ha. Có 129 KCN đang hoạt động với tỷ lệ lấp đầy trung bình là 81%, chủ yếu nhờ vào tỷ lệ hấp thụ tốt ở TP HCM, Bình Dương và Đồng Nai, theo JLL. Tỷ lệ cho thuê đất trung bình là 95 USD/m<sup>2</sup>/50 năm (+16% n/n) với TP.HCM là thành phố dẫn đầu cả nước với mức giá thuê đất trung bình là 162 USD/m<sup>2</sup>/50 năm. Giá cho thuê kho là 3,5-5 USD/m<sup>2</sup>/tháng trong 3-5 năm, tăng nhẹ so với cuối năm 2018. Khu vực phía Nam là nơi tập trung các ngành công nghiệp truyền thống như nhựa và dệt may là những ngành xuất khẩu cốt lõi của Việt Nam, ngược với phía bắc là nơi thu hút FDI của các ngành công nghiệp mới.

Trước 2016, tốc độ tăng trưởng trung bình của VKTĐDPN cao hơn 1,5 lần so với tăng trưởng của toàn quốc, tuy nhiên trong giai đoạn 2016-2018, tăng trưởng GRDP trung

biên của VKTTĐPN đã chậm lại chỉ đạt 6,7%, bằng với mức tăng trưởng GDP trung bình của cả nước.



Nguồn: JLL.

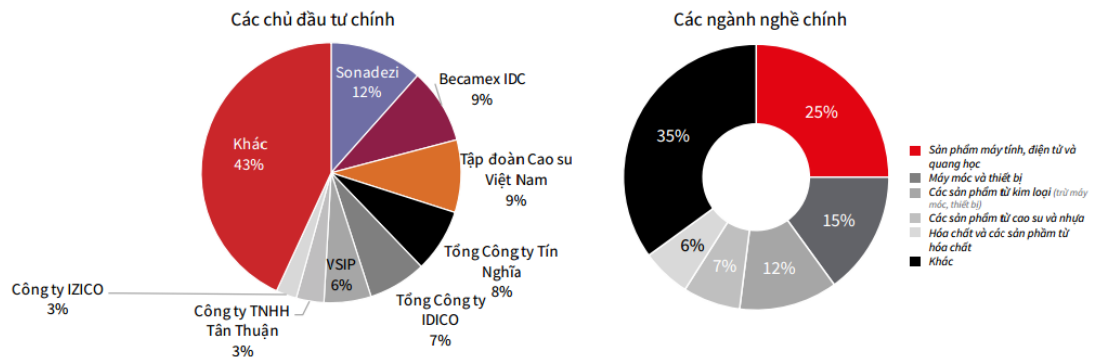
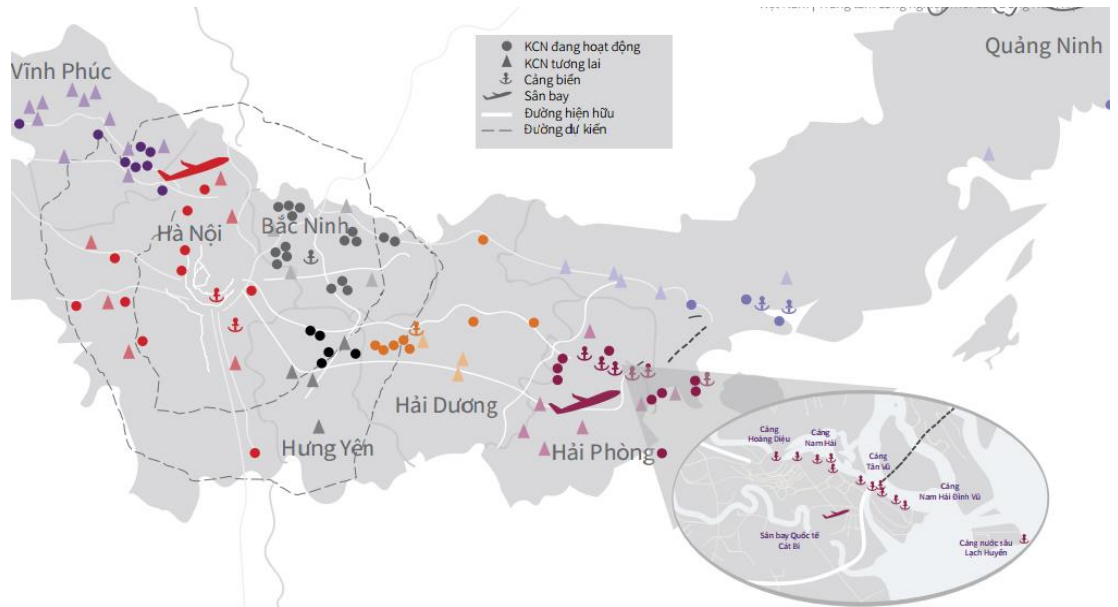
## Vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc (VKTTĐPB): đứng thứ hai cả nước; khách hàng chủ yếu là các ngành công nghiệp mới; đang tăng tốc

VKTTĐPB bao gồm 7 tỉnh/thành phố: Hà Nội, Hải Phòng, Bắc Ninh, Hải Dương, Hưng Yên, Vĩnh Phúc và Quảng Ninh. Khu vực này có 27 trung tâm logistics, chiếm 55% trên toàn quốc. VKTTĐPB là vùng lớn thứ hai tại Việt Nam và chiếm 5% diện tích cả nước và 17% dân số. GRDP của VKTTĐPB năm 2018 là 1.775 nghìn tỷ đồng, chiếm 32% GRDP cả nước. Vùng đóng góp 32% tổng giá trị xuất khẩu và 38% vốn FDI đăng ký năm 2018.

VKTTĐPB có tổng diện tích đất là 18.900ha và diện tích nhà xưởng là 270ha. Có 102 KCN đang hoạt động với tỷ lệ lấp đầy trung bình là 82%. Giá thuê đất trung bình là 80 USD/m<sup>2</sup>/50 năm và giá cho thuê kho là 3-5,7 USD/m<sup>2</sup>/tháng, theo JLL. Do vị trí gần Trung Quốc và có 27 trung tâm logistics (chiếm 55% trên toàn quốc) nên khu vực phía

bắt thu hút nhiều nhà sản xuất công nghiệp nặng. Sự phụ thuộc vào những khách thuê chính như Samsung và LG là cơ hội nhưng cũng là một rủi ro đối với vùng.

VKTTĐPB đạt mức tăng trưởng GRDP trung bình cao nhất trong giai đoạn 2016-2018 trong số bốn vùng kinh tế trọng điểm, đạt 9,1%. Giá trị xuất khẩu của khu vực phía bắc tăng 57% từ 50 tỷ USD năm 2016 lên 78 tỷ USD năm 2018, cao hơn mức tăng trưởng toàn quốc là 38%.



Nguồn: JLL.

## Tại sao những khách thuê lớn như Samsung, Foxconn và LG lại chọn VKTTĐPB thay vì VKTTĐPN?

Câu hỏi này đã được nhiều nhà đầu tư đưa ra và chúng tôi cho rằng những lí do sau đây có thể giải thích một phần xu hướng này:

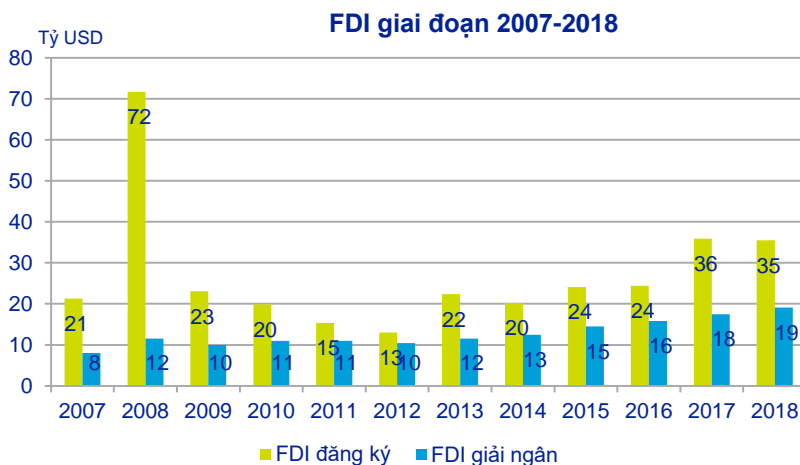
- VKTTĐPB nằm gần Trung Quốc cũng như Hàn Quốc và Nhật Bản là 2 nước đóng góp FDI nhiều nhất so với VKTTĐPN;
- VKTTĐPB có nhiều đường cao tốc hơn VKTTĐPN (14 đường cao tốc dài tổng cộng 1.368 km so với 7 đường cao tốc dài tổng cộng 983km);
- Mật độ dân số của VKTTĐPB cao hơn VKTTĐPN (946 người/m<sup>2</sup> so với 586 người/m<sup>2</sup>).

## FDI - động lực tăng trưởng chính

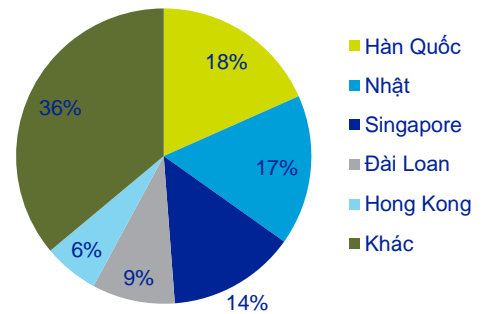
Kể từ thời kỳ Đổi mới năm 1986, Việt Nam đã xây dựng chiến lược mở cửa nền kinh tế, do đó việc thu hút FDI vào các KCN và KKT là một yếu tố quan trọng trong chiến lược này.

Vốn FDI đăng ký đạt mức kỷ lục hơn 71,7 tỷ USD vào năm 2008 sau khi Việt Nam gia nhập WTO vào năm 2007. Sau đó vốn FDI giảm trong bốn năm tiếp theo do suy thoái kinh tế toàn cầu và cải thiện dần lên 35,5 tỷ USD vào năm 2018. Ngược lại với biến động của vốn FDI đăng ký, vốn FDI giải ngân đã tăng đều đặn với tốc độ CAGR 2008-2018 là 9,1%.

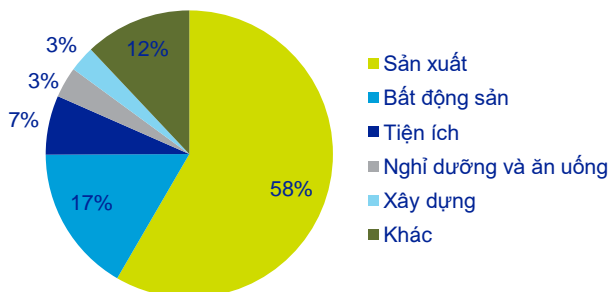
Tính đến tháng 6/2019, Hàn Quốc là nhà đầu tư FDI số 1 tại Việt Nam, chiếm 27% tổng số dự án FDI lũy kế (7.905 dự án) và 18% vốn FDI đăng ký lũy kế (64,6 tỷ USD). Sản xuất là lĩnh vực đầu tư số 1, chiếm 58% vốn FDI đăng ký lũy kế, đứng sau là lĩnh vực BĐS chiếm 17%. TP HCM là địa phương nhận được vốn FDI lũy kế nhiều nhất, chiếm 13%.



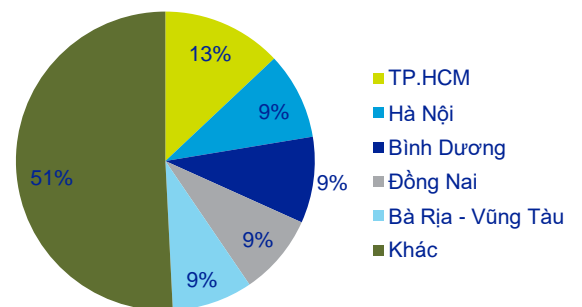
**FDI đăng ký lũy kế theo quốc gia**



**FDI đăng ký lũy kế theo ngành**



**FDI đăng ký lũy kế theo địa phương**



Nguồn: Cục Đầu tư nước ngoài.

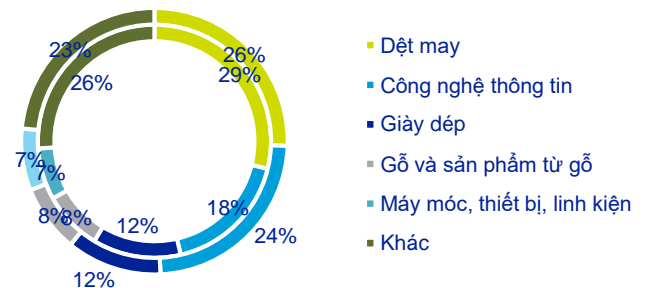
## Cơ hội

### Chiến tranh thương mại Mỹ-Trung

Theo báo cáo của Economist Intelligence Unit năm 2018, Việt Nam, Malaysia, Indonesia, Thái Lan và Ấn Độ sẽ hưởng lợi từ cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung trong ngành sản xuất các sản phẩm công nghệ thông tin (ví dụ như linh kiện, điện thoại di động, máy tính xách tay), ô tô và dệt may. Các tập đoàn điện tử và ô tô lớn như Samsung, Intel, Toyota và Hyundai đã có mặt tại Việt Nam trong nhiều thập kỷ qua và có thể mở rộng đầu tư và sản xuất tương đối dễ dàng. Ngành dệt may cũng được hưởng lợi lớn từ Mỹ vì Việt Nam là nước xuất khẩu hàng dệt may lớn thứ ba thế giới và có quan hệ thương mại lớn với Mỹ. Xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam qua Mỹ đạt 13,7 tỷ USD năm 2018, chiếm gần 50% tổng giá trị xuất khẩu hàng may mặc.

Tổng giá trị xuất khẩu từ Việt Nam sang Mỹ đạt 47,5 tỷ USD trong năm 2018 (+14% n/n) và 27,5 tỷ USD trong 6T2019 (+27% n/n), trong đó các sản phẩm công nghệ thông tin, giày dép và may mặc là 3 sản phẩm xuất khẩu nhiều nhất. Nhìn chung, khi chưa có chiến tranh thương mại thì việc dịch chuyển sản xuất ra khỏi Trung Quốc đã xảy ra từ lâu nhưng sự kiện này góp phần đẩy nhanh sự dịch chuyển và là động lực dài hạn thúc đẩy sự phát triển của thị trường BĐS công nghiệp tại Việt Nam.

Giá trị xuất khẩu từ VN sang Mỹ  
(2018: vòng trong, 6T2019: vòng ngoài)

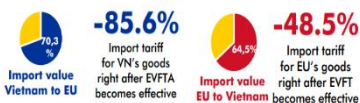


Nguồn: Bộ Công thương.

### Hiệp định thương mại tự do (FTA)

Việt Nam tích cực ký kết các hiệp định thương mại song phương trong những năm gần đây sẽ thúc đẩy xuất khẩu của Việt Nam cũng như thu hút thêm đầu tư nước ngoài vào thị trường BĐS công nghiệp. Tính đến tháng 7/2019, Việt Nam có 13 FTA đã ký và 3 FTA đang đàm phán (RCEP, Việt Nam - EFTA, Việt Nam - Israel) với 52 quốc gia. FTA mới được ký kết giữa EU - Việt Nam (EVFTA) là một cú hích lớn vào năm 2019. Đáng chú ý, trong ASEAN, chỉ có Việt Nam và Singapore ký kết CPTPP và FTA với EU.

The Newly Signed EUROPE-VIETNAM FTA (EVFTA)



✓ 52 countries



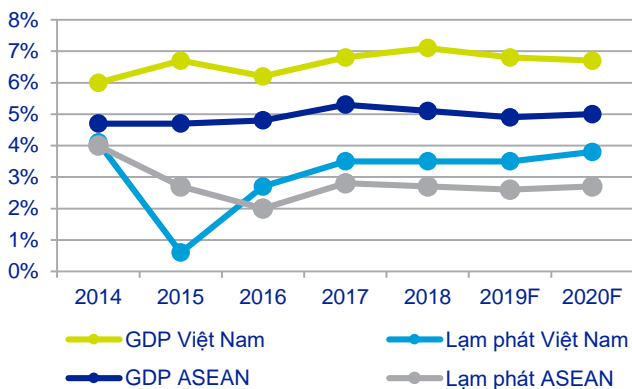
Nguồn: CBRE.



## Tình hình kinh tế vĩ mô ổn định

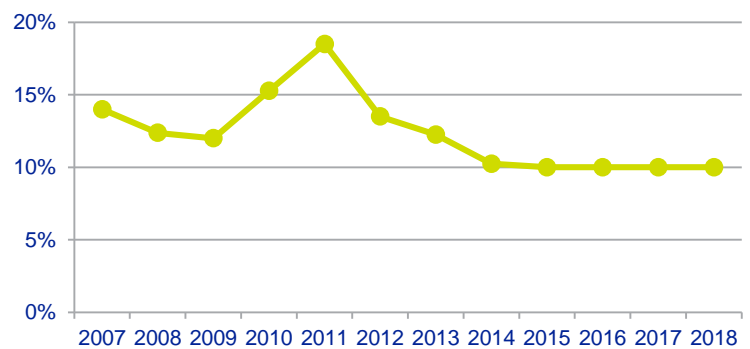
Nền kinh tế vĩ mô ổn định phản ánh qua tốc độ tăng trưởng GDP cao, lạm phát thấp và lãi suất cho vay ổn định. Tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam luôn cao hơn mức trung bình của khu vực ASEAN kể từ năm 2013 và đạt mức cao nhất trong 10 năm qua (2018: 7,1%). Tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế dự kiến sẽ vẫn ổn định với mục tiêu của chính phủ là 6,8% trong năm 2019. Tỷ lệ lạm phát được giữ dưới mức 4% từ năm 2013 và dự kiến sẽ ở quanh mức này trong năm 2019. Lãi suất cho vay trung và dài hạn trung bình vào cuối năm được giữ ở quanh mức 9-11% trong vòng 5 năm qua và chỉ bằng một nửa so với mức lãi suất vào năm 2011 và dự kiến tăng nhẹ đến cuối năm 2019.

**GDP và lạm phát**



Nguồn: Asian Development Outlook, ADB, 4/2019.

**Lãi suất cho vay trung và dài hạn trung bình**

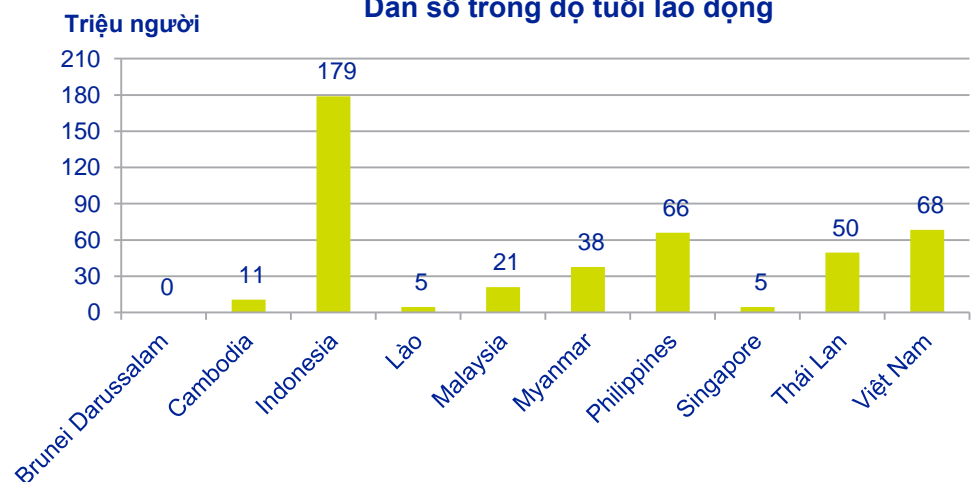


Nguồn: Báo cáo thường niên của NHNN.

## Lực lượng lao động dồi dào

Việt Nam có dân số 96,2 triệu người, xếp thứ 15 trên thế giới và thứ 3 trong ASEAN. Theo ước tính của CIA World Factbook 2018, Việt Nam có dân số trong độ tuổi lao động (15-64 tuổi) lớn thứ 2 trong ASEAN, chỉ sau Indonesia.

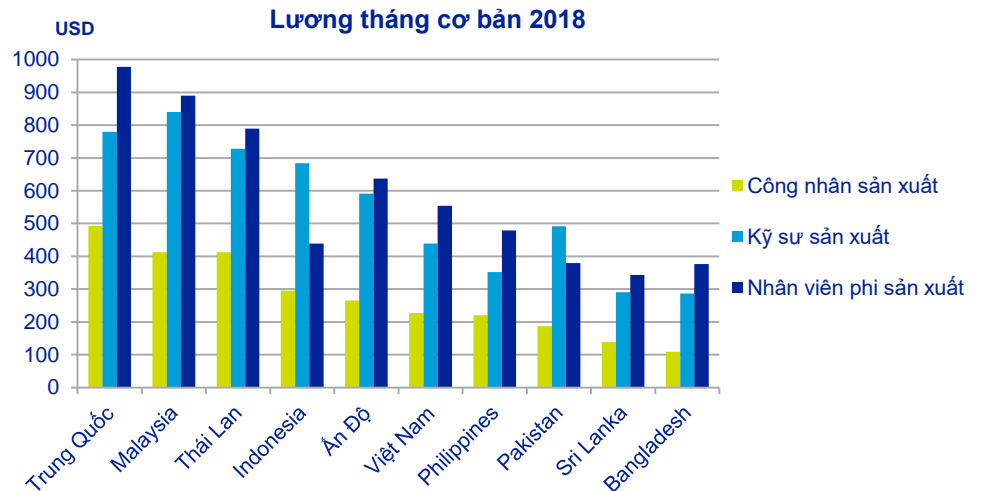
**Dân số trong độ tuổi lao động**



Nguồn: CIA World Factbook, 2018.

## Chi phí nhân công cạnh tranh

Việt Nam tương đối cạnh tranh cả về lương sản xuất và phi sản xuất ở châu Á. Mức lương cơ bản hàng tháng của công nhân sản xuất tại Việt Nam năm 2018 chỉ gần bằng một nửa so với Trung Quốc, Malaysia và Thái Lan. Lương kỹ sư sản xuất và lương nhân viên phi sản xuất tương đương hơn một nửa Trung Quốc và Malaysia và bằng 2/3 Thái Lan, theo JETRO.

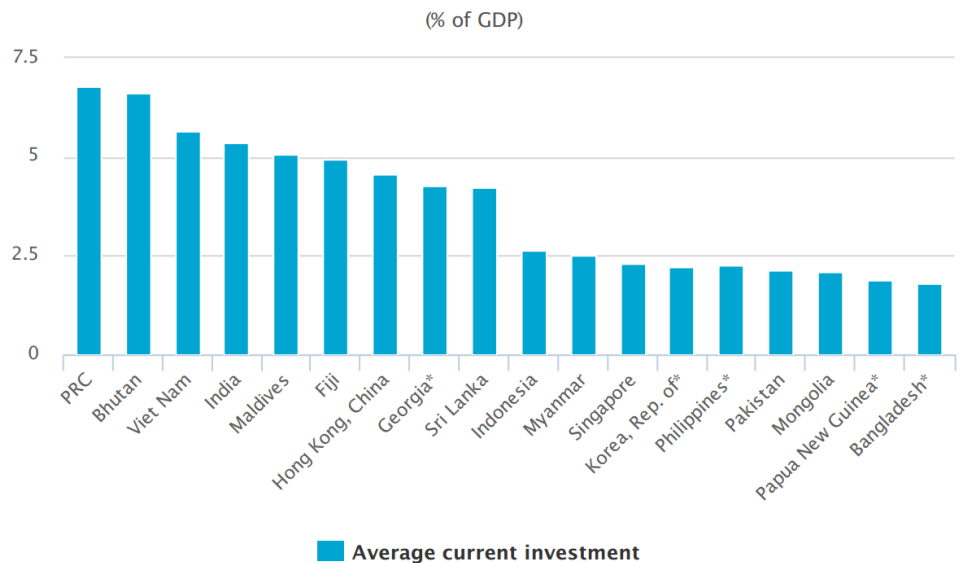


Nguồn: JETRO.

## Cơ sở hạ tầng cải thiện

Là một trong những nền kinh tế tăng trưởng nhanh nhất thế giới, Việt Nam đã nỗ lực đáng kể trong việc thu hút đầu tư nước ngoài vào lĩnh vực cơ sở hạ tầng và tỷ lệ % đầu tư cơ sở hạ tầng trên GDP trong ASEAN của Việt Nam ở mức cao nhất khu vực (2017: 5,7% GDP). Ngoài ra vẫn còn một danh sách gồm đến 127 dự án cơ sở hạ tầng để phát triển đến năm 2020.

### Budget + PPI Infrastructure Investment Rate, various years



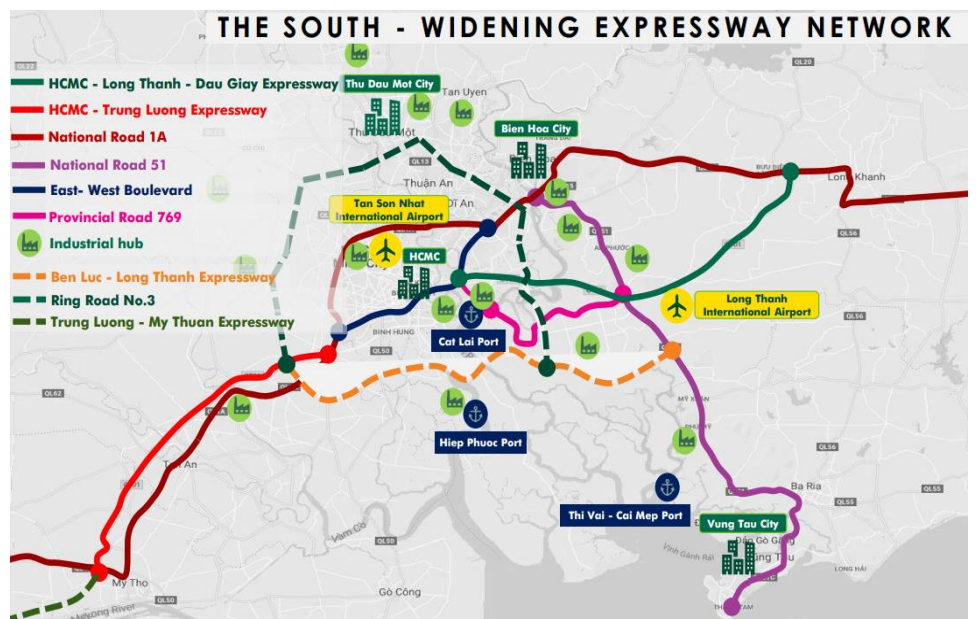
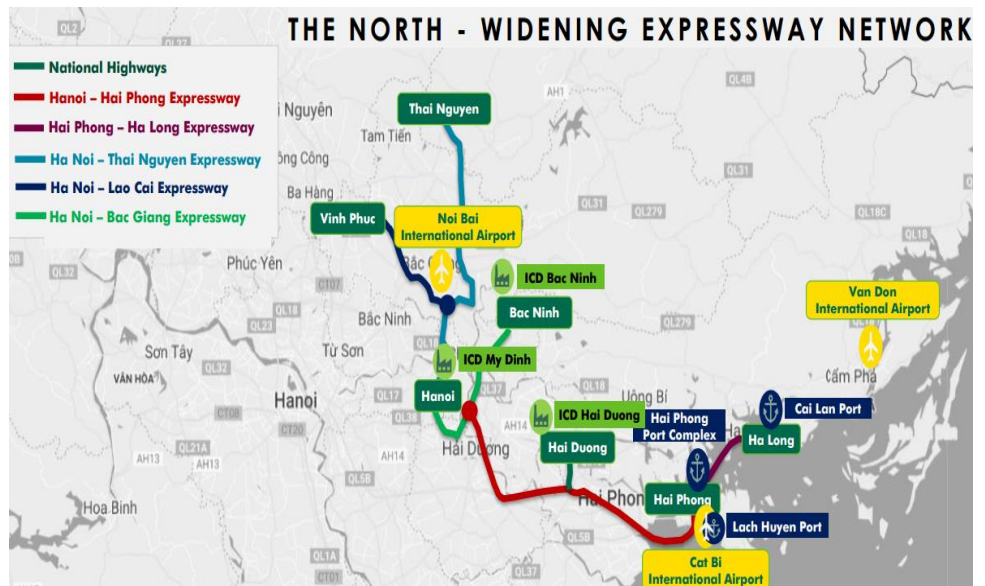
Nguồn: ADB.

**Đường bộ:** Theo Quyết định số 326/2016, Việt Nam có kế hoạch phát triển 6.411km mạng lưới đường cao tốc quốc gia. Đường trục bắc - nam, dài hơn 3.083 km, sẽ có hai tuyến chạy về phía tây và phía đông của đất nước. Phía bắc sẽ có 14 đường cao tốc xuyên tâm, dài tổng cộng 1.368km nối Hà Nội với các tỉnh/thành phố xung quanh trong khi phía nam có 7 đường cao tốc dài tổng cộng 983km nối liền TP.HCM với các tỉnh/thành phố lân cận. Trong Q3/2018, Bộ Giao thông Vận tải đề nghị tăng tổng mạng lưới đường cao tốc quốc gia thêm 600km, lên 3.000km, trong đó 2.100km sẽ hoàn thành trước năm 2020 và 4.000km trước năm 2030. Tổng mức đầu tư đến năm 2020 dự kiến là 182 nghìn tỷ đồng, trong giai đoạn 2020-2030 là 864 nghìn tỷ đồng và sau 2030 là 430 nghìn tỷ đồng.

**Đường hàng không:** Việt Nam sở hữu một trong những thị trường hàng không tăng trưởng nhanh nhất trong khu vực với 106 triệu lượt hành khách (+12,9% n/n) và 1,5 triệu tấn hàng hóa (+7,9% n/n) trong năm 2018. Có khoảng 86% các chuyến bay đúng giờ, so với tỷ lệ 79% trên thế giới. Do sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất ở TP.HCM đã quá tải nên chính phủ đã phê duyệt xây dựng sân bay quốc tế Long Thành ở tỉnh Đồng Nai, cách TP.HCM khoảng 45km. Sân bay mới dự kiến sẽ được xây dựng từ cuối năm 2020 với tổng vốn đầu tư là 16 tỷ USD. Sân bay này dự kiến sẽ phục vụ 85% các chuyến bay quốc tế.

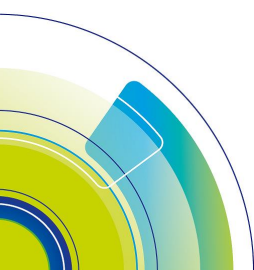
**Đường thủy:** Việt Nam có vị trí chiến lược về mặt địa lý với 3.260km đường bờ biển và 114 cảng biển, trong đó các cảng biển lớn chủ yếu nằm ở TP.HCM, Bà Rịa - Vũng Tàu, Hải Phòng và Quảng Ninh. Cảng biển Việt Nam sở hữu khoảng 92,2 km cầu cảng dài, với tổng công suất hơn 550 triệu tấn/năm. Tổng cục thống kê công bố rằng khối lượng vận tải hàng hóa đường biển và đường thủy nội địa đã tăng từ 205,8 triệu tấn trong năm 2010 lên 524,7 triệu tấn trong năm 2018, với tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm là 12,4%. Cảng Cát Lái lớn nhất tại TP.HCM vẫn là cảng biển được ưa thích nhất, chiếm ~50% thị phần container tại Việt Nam và 90% thị phần miền Nam, tuy nhiên lưu lượng hàng đã có sự dịch chuyển sang cảng Cái Mép-Thị Vải lớn thứ hai cả nước ở Bà Rịa - Vũng Tàu. Cụ thể, tỷ lệ hàng hóa qua các cảng ở TP.HCM giảm từ 65,2% (2013) xuống 55,9% (2018) trong khi tỷ lệ hàng hóa qua các cảng ở Bà Rịa - Vũng Tàu tăng từ 30,6% lên 34,1%.

**Đường sắt:** Kế hoạch tổng thể được phê duyệt năm 2002 cho vận tải đường sắt là chiếm 25% vận tải hàng hóa và 20% vận chuyển hành khách vào năm 2020. Tuy nhiên, chỉ có 3% vốn đầu tư giao thông hàng năm được dành cho đường sắt, so với gần 90% cho đường bộ. Chính phủ đang lên kế hoạch xây dựng một tuyến đường sắt cao tốc nối Hà Nội và TP.HCM với tổng chiều dài 1.559km với 24 ga, tuy nhiên các nghiên cứu khả thi của dự án này vẫn chưa được các bộ ngành thống nhất.



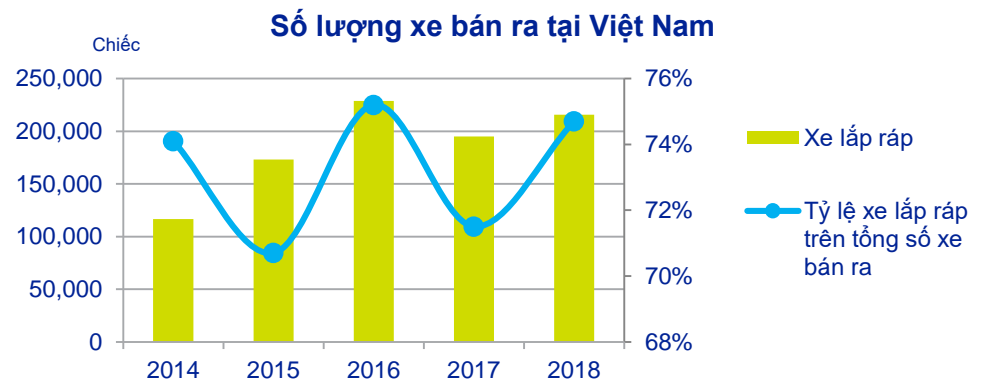
Nguồn: CBRE.

Ghi chú: Đường nét đứt là các dự án chưa hoàn thành.

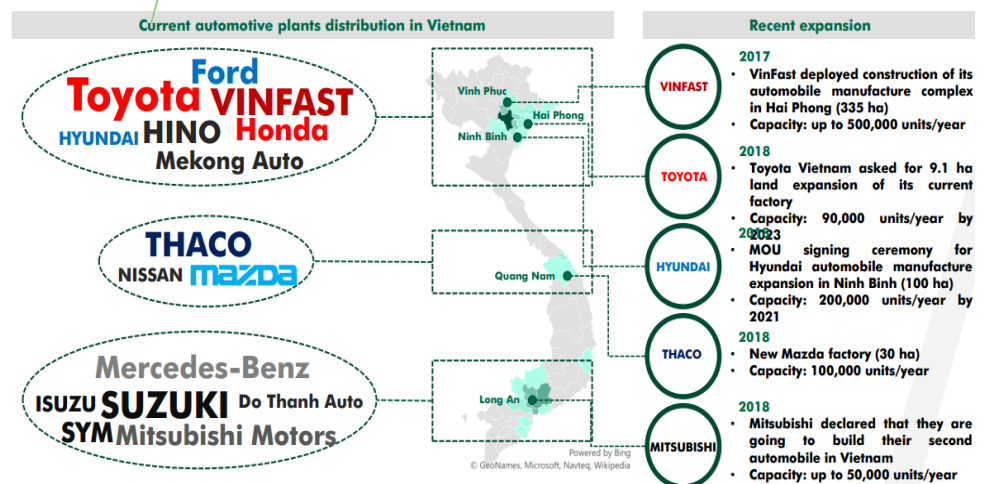


## Tăng trưởng ngành ô tô

Trong 5 năm qua, số lượng ô tô lắp ráp trong nước bán ra tại Việt Nam đã tăng trưởng với tốc độ CAGR là 17%, đạt gần 216.000 chiếc trong năm 2018, chiếm 75% tổng lượng xe bán ra. Với mật độ xe bình quân trên đầu người thấp so với các nước khác trong khu vực và tầng lớp trung lưu tại Việt Nam đang tăng nhanh thì doanh số bán xe dự kiến sẽ tiếp tục tăng với tốc độ CAGR hai chữ số là 13% trong giai đoạn 2017-2020. Điều này sẽ gián tiếp thúc đẩy thị trường BĐS công nghiệp phát triển. Năm 2018, Thaco (bao gồm Thaco Kia, Thaco Bus, Thaco Truck, Vinamazda và Peugeot) dẫn đầu thị trường ô tô Việt Nam năm 2018 với 35% thị phần, tiếp theo là Toyota (24%), Honda (10%) và Ford (9%). Sự xuất hiện của VinFast vào năm 2017 cũng đẩy nhanh nhu cầu thuê đất công nghiệp để sản xuất ô tô.



Nguồn: VAMA.



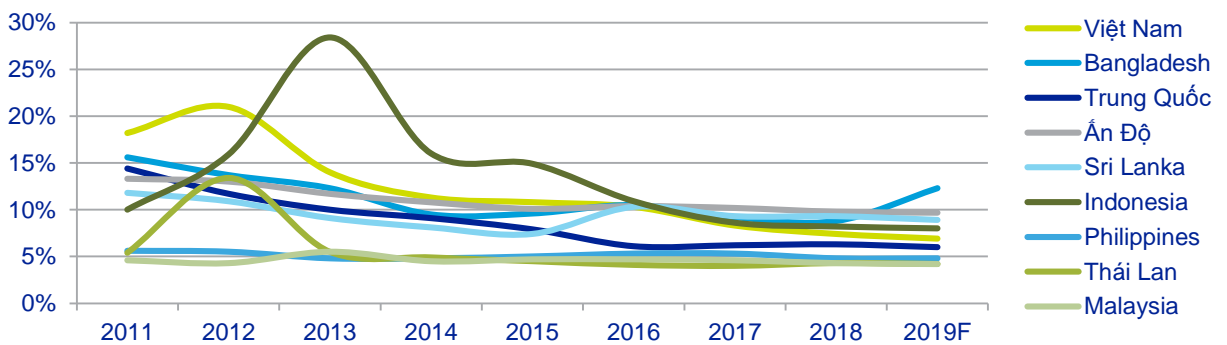
Nguồn: CBRE.

## Thách thức

### Lương sản xuất tăng

Ở hầu hết các thành phố Đông Nam Á, tiền lương chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng chi phí sản xuất, chiếm gần 50%, theo JLL. Do đó, chi phí lao động tăng là mối quan tâm hàng đầu của các nhà đầu tư nước ngoài. Theo khảo sát của các công ty Nhật Bản tại Châu Á và Châu Đại Dương do JETRO thực hiện, tăng trưởng lương sản xuất của Việt Nam đạt đỉnh vào năm 2012 (21% n/n) và giảm dần xuống còn khoảng 7% n/n vào năm 2018, là mức trung bình ở châu Á. Năm 2019, tốc độ tăng trưởng lương sản xuất được dự phóng sẽ tăng ở Bangladesh và Pakistan, vẫn ổn định ở Ấn Độ, Philippines, Thái Lan và Malaysia và giảm dần ở Việt Nam, Trung Quốc, Sri Lanka và Indonesia.

### Tăng trưởng lương sản xuất



Nguồn: JETRO.

### Giải phóng mặt bằng

Do các hoạt động đấu cơ và đô thị hóa nhanh chóng nên chi phí đền bù trong các KCN có dân ở tăng đáng kể trong những năm gần đây. Tuy nhiên, đối với các KCN được phát triển trên đất trồng cao su và hoa màu, đặc biệt là ở tỉnh Bình Dương và Đồng Nai (Mã CK: SIP, NTC, TIP, v.v.) thì chi phí giải phóng mặt bằng tương đối rẻ hơn và quá trình giải phóng mặt bằng cũng nhanh hơn.

### Cơ sở hạ tầng phát triển chưa tương xứng

Mặc dù chúng tôi đã đề cập ở trên rằng phát triển cơ sở hạ tầng là cơ hội cho thị trường BĐS công nghiệp phát triển, tuy nhiên, sự chậm trễ trong quá trình phê duyệt và xây dựng do ngân sách nhà nước hạn chế, có rất ít các dự án PPP thành công và chi phí bồi thường đất cao dẫn đến tình trạng tắc nghẽn giao thông và gia tăng thời gian vận chuyển. Chẳng hạn như đường Nguyễn Thị Định - con đường chính dẫn vào cảng Cát Lái thường xuyên bị kẹt xe. So với các nước trong khu vực thì thị trường dịch vụ logistics của Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn sơ khai chưa có chuyên môn cao như trình bày trong hình.

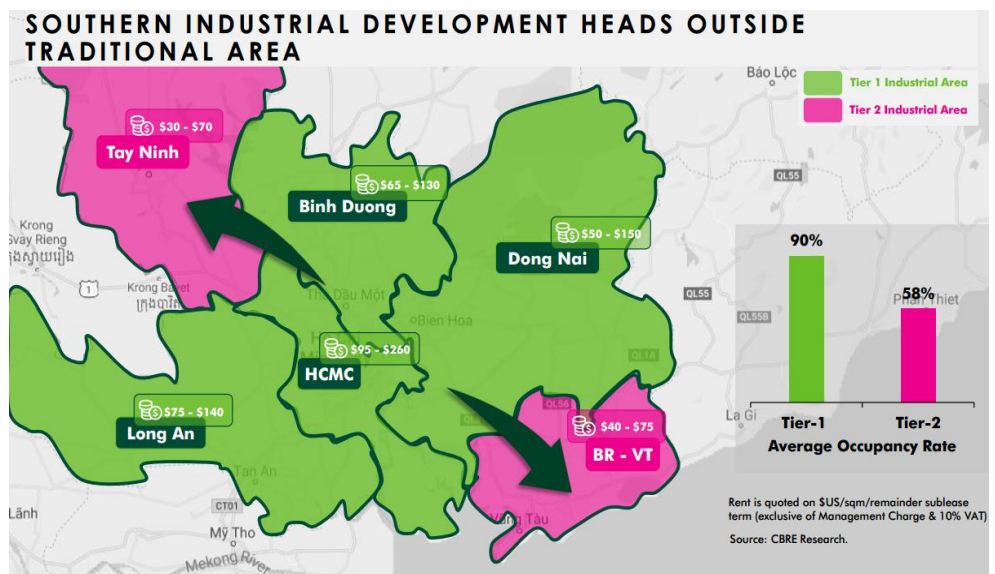
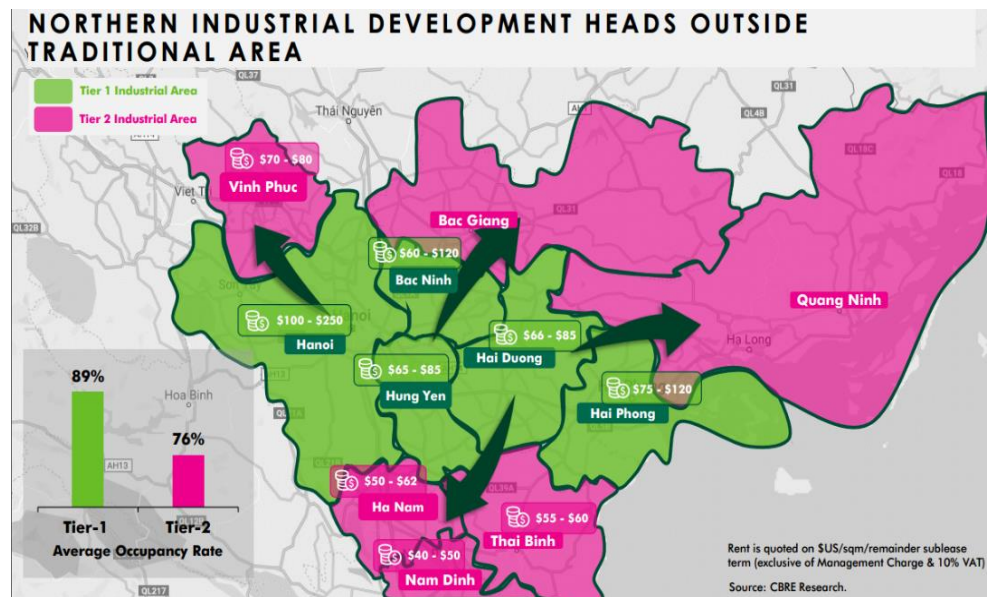


Nguồn: JLL.

## Triển vọng

Chúng tôi có quan điểm tích cực đối với ngành BĐS công nghiệp trong giai đoạn 2019-2020 nhờ nhiều yếu tố thuận lợi kể trên. Do diện tích đất hạn chế và nhu cầu cao từ các công ty nước ngoài nên giá cho thuê và tỷ lệ lấp đầy dự kiến sẽ tiếp tục tăng. Đối với những KCN đã sẵn sàng cho thuê và đang chuẩn bị triển khai trên đất trống cao su và hoa màu (Mã CK: SIP, NTC, TIP, v.v) sẽ có nhiều thuận lợi hơn những KCN đang đối mặt với vấn đề giải phóng mặt bằng có nhiều đất ở.

Về lâu dài, nguồn cung mới sẽ đến từ các địa phương nằm xa hơn khu vực truyền thống vì các tỉnh này có giá cho thuê thấp hơn và tỷ lệ lấp đầy thấp hơn. Nhu cầu về nhà kho có diện tích lớn sẽ tăng nhờ tăng trưởng của ngành bán lẻ, thương mại điện tử và xuất khẩu.



Nguồn: CBRE.

## Các cổ phiếu chính

### CTCP Phát triển đô thị Kinh Bắc (KBC)

Với 8 KCN được hợp nhất có tổng diện tích 3.100ha, Kinh Bắc là công ty phát triển BĐS công nghiệp lớn thứ hai VKTTĐPB với 11% thị phần. Trong vùng này, Hải Phòng và Bắc Ninh chiếm hơn một nửa nguồn cung và có những lợi thế đáng kể như khả năng tiếp cận với thị trường lao động dồi dào, cơ sở hạ tầng được cải thiện và được hỗ trợ tốt hơn từ chính phủ.

Trong 5 năm qua, doanh thu thuần của KBC đã tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là 18%, đạt 2.491 tỷ đồng vào năm 2018 và LNST của cổ đông công ty mẹ tăng trưởng với tốc độ 60%/năm, đạt 746 tỷ đồng. Lợi nhuận tăng nhanh hơn doanh thu nhờ: (1) biên lợi nhuận gộp cao hơn (2013: 46%, 2018: 59%) chủ yếu nhờ dự án khu đô thị Phúc Ninh, (2) chi phí lãi vay thấp hơn và (3) lợi nhuận được chia từ các công ty liên kết hoạt động trong lĩnh vực KCN tại Bắc Ninh, Đà Nẵng và Huế tăng lên.

#### Triển vọng 2019

Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2019 ở mức 3.611 tỷ đồng (+45% n/n) và LNST là 1.099 tỷ đồng (+36% n/n) chủ yếu nhờ cho thuê 137ha đất tại KCN Quảng Châu, Tân Phú Trung, Trảng Duệ 2, Quế Võ và Nam Sơn Hạp Lĩnh cũng như từ việc chuyển nhượng gần 12ha tại khu đô thị Phúc Ninh và Trảng Duệ.

Chúng tôi cho rằng sức hấp dẫn của các KCN Việt Nam trong cuộc chiến thương mại Mỹ-Trung và việc bàn giao KĐT Phúc Ninh và Trảng Duệ sẽ là yếu tố hỗ trợ tăng trưởng của KBC trong giai đoạn 2019-2020. Sử dụng phương pháp NAV, chúng tôi định giá KBC ở mức 18.293 đ/cp và đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu này. Mặt khác, chi phí giải phóng mặt bằng tăng có thể làm biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ trong các năm tới và biến động trong vốn FDI là mối quan tâm chính của chúng tôi đối với cổ phiếu này.



## CTCP Phát triển khu công nghiệp Tín Nghĩa (TIP)

TIP là thành viên của CTCP Tổng Công ty Tín Nghĩa (UpCom: TID) là một trong những Tập đoàn phát triển KCN lớn nhất Đồng Nai với 24% thị phần. Đồng Nai thuộc VKTTĐPN, khu vực phát triển công nghiệp hàng đầu Việt Nam.

Trong mười năm qua, doanh thu thuần của TIP đã tăng với CAGR 2008-2018 là 15%, đạt 977 tỷ đồng trong khi LNST tăng trưởng 12%, đạt 96 tỷ đồng. Thu nhập được tạo ra từ KCNTam Phước, khu dân cư 18ha, khu dân cư Thành Phú và chợ Dầu Giấy. Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng ở mức cao trên 60% và 40% nhờ giá vốn thấp và thu nhập tài chính từ số dư tiền mặt cao trên 200 tỷ đồng, chiếm 1/3 tổng tài sản năm 2018.

TIP có thu nhập định kỳ ổn định trên 100 tỷ đồng/năm từ cho thuê đất và cung cấp tiện ích (nước, điện, xử lý chất thải) tại KCN Tam Phước rộng 334ha ở tỉnh Đồng Nai. Biên lãi gộp khá cao khoảng 50% do KCN này được thành lập từ lâu (năm 2003) với chi phí phát triển thấp. KCN đã lấp đầy vào năm 2007 và thu hút hơn 50 khách thuê trong và ngoài nước.

Động lực tăng trưởng chính trong tương lai là dự án khu thương mại dịch vụ logistics tỉnh lộ 25 với tổng diện tích là 249ha. Việc tập trung vào logistics là ngành tiềm năng nhưng chưa phát triển là một điểm cạnh tranh của dự án này so với các KCN khác ở Đồng Nai do nhu cầu về nhà kho có diện tích lớn sẽ tăng nhờ nhu cầu lớn từ ngành bán lẻ, thương mại điện tử và xuất khẩu. Dự án nằm rất gần với đường cao tốc TP HCM - Long Thành – Dầu Giấy và sân bay quốc tế Long Thành và dự kiến sẽ sẵn sàng cho thuê từ cuối 2020.

TIP thông qua một trong những công ty con là CTCP BĐS Thống Nhất đầu tư vào chợ nông sản thực phẩm Dầu Giấy, dự kiến sẽ là chợ đầu mối nông sản lớn nhất tại khu vực Đông Nam Bộ. Với sự thành công của giai đoạn 1 vào năm 2017 thì chúng tôi cũng kỳ vọng vào giai đoạn 2 dự kiến sẽ triển khai vào năm 2020.

TIP có tình hình tài chính tốt với dư nợ thấp, số dư tiền mặt cao và dòng tiền hoạt động kinh doanh luôn luôn dương trong mười năm qua.

### Triển vọng 2019

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần năm 2019 là 228 tỷ đồng (+16% n/n) và LNST là 109 tỷ đồng (+14% n/n), tương ứng với 114% và 124% kế hoạch nhờ doanh thu cao hơn từ khu dân cư 18ha, biên lãi gộp ổn định ở mức 55%, lãi tiền gửi 16 tỷ đồng và cổ tức bằng tiền mặt 14 tỷ đồng từ KCN Long Khánh. Nếu khu vực thương mại, dịch vụ, logistics tỉnh lộ 25 và chợ Dầu Giấy - Giai đoạn 2 có thể được triển khai theo kế hoạch thì kết quả kinh doanh trong những năm tiếp theo sẽ rất khả quan.

Nhìn chung, TIP là công ty phát triển BĐS công nghiệp có thu nhập ổn định từ KCN Tam Phước, vay nợ ít, trả cổ tức tiền mặt ổn định ở mức 15-18% (trên mệnh giá) trong 5 năm qua và có các chỉ số so sánh với công ty cùng ngành khá tốt. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** TIP với giá mục tiêu là 64.405 đ/cp, sử dụng trung bình phương pháp NAV, P/E và P/B. TIP đang giao dịch tại P/E 2019 là 8,8, so với trung bình ngành là 16,1.

## Phụ lục

Mã cp	Vốn hóa hiện tại (tỷ đồng)	Trailing P/E	Trailing P/B	Trailing ROE	Trailing ROA	Diễn biến giá cổ phiếu từ đầu năm	Diễn biến giá cổ phiếu 12 tháng	Suất sinh lợi cổ tức	Giá trị giao dịch trung bình 3T (tỷ đồng)
TIP	874	7,4	1,8	26,2%	16,5%	114,5%	134,4%	3,0%	3,1
KBC	7.352	8,5	0,8	9,7%	5,3%	17,7%	25,4%	3,2%	34,0
SIP	9.315	52,7	8,1	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
LHG	898	6,8	0,8	11,8%	6,7%	-2,7%	-2,2%	8,9%	5,9
SZL	1.013	12,4	1,7	14,5%	6,2%	79,7%	77,1%	5,4%	4,0
SZC	2.385	30,6	2,1	6,8%	4,1%	n/a	n/a	3,4%	8,7
MH3	556	5,1	2,6	51,4%	12,7%	24,1%	97,1%	14,2%	0,4
IDV	643	6,0	2,5	46,1%	13,3%	41,0%	47,4%	7,5%	0,3
NTC	3.075	6,6	5,2	95,9%	15,1%	129,0%	172,7%	20,8%	14,2
D2D	1.858	13,5	3,3	27,0%	8,1%	143,9%	149,0%	1,7%	9,7
BCM	33.120	15,6	2,6	26,2%	16,5%	27,1%	100,7%	1,9%	2,8
ITA	3.240	22,9	0,3	1,4%	1,1%	15,2%	22,8%	n/a	10,3

Nguồn: Bloomberg.

## LIÊN HỆ

### Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM  
Tel: (+84 28) 3823 4159  
Fax: (+84 28) 3823 5060

### Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: (+84 24) 3942 9395  
Fax: (+84 24) 3942 9407

## PHÒNG PHÂN TÍCH

### Trưởng bộ phận – Phân tích cơ bản

**Nguyễn Bình Thanh Giao**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)  
[giaonbt@acbs.com.vn](mailto:giaonbt@acbs.com.vn)

### CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

**Lương Thị Kim Chi**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)  
[chiltk@acbs.com.vn](mailto:chiltk@acbs.com.vn)

### CVPT – Tài chính

**Trần Thị Hải Yến**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)  
[yentran@acbs.com.vn](mailto:yentran@acbs.com.vn)

### CVPT – Bất động sản, Xây dựng

**Phạm Thái Thanh Trúc**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)  
[trucptt@acbs.com.vn](mailto:trucptt@acbs.com.vn)

### CVPT – Hàng tiêu dùng, Truyền thông

**Trần Nhật Trung**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)  
[trungtn@acbs.com.vn](mailto:trungtn@acbs.com.vn)

### CVPT- Dầu khí

**Phan Việt Hưng**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)  
[hungpv@acbs.com.vn](mailto:hungpv@acbs.com.vn)

### NVPT – Công nghiệp

**Trần Trí An Phúc**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 325)  
[phuctta@acbs.com.vn](mailto:phuctta@acbs.com.vn)

### NVPT – Vĩ mô, Phái sinh

**Trịnh Viết Hoàng Minh**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)  
[minhtvh@acbs.com.vn](mailto:minhtvh@acbs.com.vn)

### NVPT – Kỹ thuật

**Lương Duy Phước**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)  
[phuocld@acbs.com.vn](mailto:phuocld@acbs.com.vn)

## KHOẢNG KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

### Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

**Tyler Cheung**  
(+84 28) 54 043 070  
[tyler@acbs.com.vn](mailto:tyler@acbs.com.vn)

### Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

**Patrick Mitchell**  
(+84 28) 54 046 632  
[patrick@acbs.com.vn](mailto:patrick@acbs.com.vn)

### Nhân viên PTKH

**Lê Thị Mai Như**  
(+84 28) 3823 3667 (ext: 307)  
[nhultm@acbs.com.vn](mailto:nhultm@acbs.com.vn)

### Nhân viên HTKH

**Lê Nguyễn Tiến Thành**  
(+84 28) 3823 4798  
[thanhln@acbs.com.vn](mailto:thanhln@acbs.com.vn)

### Nhân viên HTKH

**Nguyễn Ngọc Tuyền**  
(+84 28) 3823 4798  
[tuyennn@acbs.com.vn](mailto:tuyennn@acbs.com.vn)

### Trưởng bộ phận GDKHĐC

**Chu Thị Kim Hương**  
(+84 28) 5404 6630 (ext: 308)  
[huongctk@acbs.com.vn](mailto:huongctk@acbs.com.vn)

### Nhân viên GDKHĐC

**Nguyễn Thị Thanh Nhân**  
(+84 28) 3823 4159 (ext: 311)  
[nhanntt.sgn@acbs.com.vn](mailto:nhanntt.sgn@acbs.com.vn)

### Nhân viên GDKHĐC

**Trần Thị Thanh**  
(+84 28) 5404 6626  
[thanhtt@acbs.com.vn](mailto:thanhtt@acbs.com.vn)

### Nhân viên GDKHĐC

**Lý Ngọc Dung**  
(+84 28) 5404 6630  
[dungln.hso@acbs.com.vn](mailto:dungln.hso@acbs.com.vn)

## KHUYẾN CÁO

### Nguyên Tắc Khuyến Nghị

**GIỮ:** nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn 0-15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**MUA:** nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**BÁN:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

### Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đây.

### Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

### Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này. **Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này.** Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

**Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.**

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2019). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.