

CTCP Đầu tư Nam Long (NLG)

KHẢ QUAN

Trần Minh Đức
Chuyên viên

Cập nhật Bất động sản

Giá mục tiêu	20.300VND
Giá hiện tại	18.700VND
Cổ tức tiền mặt	271
TL tăng	8,6%
Lợi suất cổ tức	1,4%
Tổng lợi nhuận	10%

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa USD	117 triệu
GTGD trung bình 30 ngày	0,3 triệu
Sở hữu của KN/Room tối đa	47,4%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	134 triệu
SL cổ phiếu pha loãng hoàn toàn	156 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	24.000
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	16.500

Cơ cấu cổ đông

Chủ tịch HĐQT & vợ	19,9%
HĐQT & những người liên quan	16,3%
ASPL	12,9%
IFC	7,3%
Goldman Sachs	7,2%

Mô tả công ty

NLG có hơn 20 năm kinh nghiệm, là một trong những chủ đầu tư BĐS hàng đầu ở Việt Nam. Sở hữu quỹ đất 567ha, NLG tập trung vào phân khúc nhà giá bình dân với thương hiệu Ehome nổi tiếng. Ngoài việc có chiến lược và kế hoạch phát triển rõ ràng, NLG cũng đang đẩy mạnh thu hút của cổ đông nước ngoài uy tín như IFC, Goldman Sachs, ASPL, Mekong Capital...

Rủi ro pha loãng được bù đắp phần nào nhờ thanh khoản cải thiện

- ĐHCĐ đã phê duyệt thỏa thuận phát hành riêng lẻ lên đến 15 triệu cổ phiếu cho các đối tác chiến lược, với giá từ 19.000 - 21.000/CP, tương ứng với tỷ lệ pha loãng 10%.
- Các cổ đông NLG đang đối mặt với nguy cơ pha loãng khác khi cổ phiếu ESOP cho năm 2014 và chương trình phát hành cổ phiếu cho ban lãnh đạo (ESG) đã được thông qua (tỷ lệ pha loãng bổ sung lên đến 6%).
- Giá trị giao dịch trung bình 30 ngày đã cải thiện 10 lần kể từ báo cáo gần nhất của chúng tôi, khiến chúng tôi phải loại bỏ yếu tố giảm giá do thanh khoản thấp 5% khỏi mô hình định giá.
- Chúng tôi giảm nhẹ giá mục tiêu còn 20.300/CP (từ mức 20.600 đồng) sau khi tính đến yếu tố thanh khoản cải thiện cũng như tác động pha loãng ước tính của đợt phát hành riêng lẻ, ESOP và ESG. Với mức giá hiện tại, chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với tổng lợi nhuận 10%.

Đợt phát hành cổ phiếu riêng lẻ cho đối tác chiến lược chưa được tiết lộ sẽ làm pha loãng cổ phiếu nhưng sẽ cải thiện khả năng triển khai dự án. Chúng tôi cho rằng đây là động thái đúng đắn cho NLG khi công ty sẽ nhận được số tiền tối đa 315 tỷ đồng để đẩy mạnh phát triển dự án. Đặc biệt là dự án East Gate Residence với giá trị đầu tư gộp ước tính 2.800 tỷ đồng (khoảng 100 tỷ đồng đã được chấp thuận giải ngân) tính đến năm 2020. Ngoài ra, đối tác chiến lược cũng có thể hợp tác với NLG tương tự với mức độ hợp tác của NLG với 2 doanh nghiệp Nhật Bản trong dự án Ehome 6 (Flora Anh Đào); Nhìn chung, sự kiện sẽ này sẽ làm tăng giá trị cho các cổ đông dù tỷ lệ pha loãng lên đến 10%.

Chương trình ESOP sẽ kết thúc... khoảng 773,6 nghìn cổ phiếu sẽ được phát hành theo dạng ESOP dựa trên tình hình tài chính năm 2014 với giá 13.333 đồng/CP, tỷ lệ pha loãng từ sự kiện này là không đáng kể.

...để mở đường cho chương trình ESG mới. Chương trình ESG mới sẽ thay thế chương trình ESOP cũ bắt đầu từ năm 2015. ESG được xem là biện pháp của NLG nhằm giữ chân các nhân sự chủ chốt sau khi 3 nhà quản lý cao cấp rời công ty vào cuối năm 2014. Chương trình sẽ thưởng khoảng 6,2 triệu cổ phiếu được chia làm 3 đợt hàng năm (khoảng 0,9 triệu, 2,2 triệu và 3,1 triệu) trong giai đoạn 2015-2017 cho các nhà quản lý cao cấp nếu công ty đạt được 100% lợi nhuận kế hoạch mỗi năm. Theo mức cơ sở này, số cổ phiếu sẽ được thưởng tương ứng với mức phần trăm hoàn thành mục tiêu từ khoảng 75%-125% (sẽ không thưởng nếu đạt được thấp hơn 75% kế hoạch). Do đó, số cổ phiếu mới được phát hành sẽ vào khoảng 4,7-7,8 triệu, tương ứng với tỷ lệ pha loãng lên đến 6% đối với số cổ phiếu hiện hành. 60% của đợt phát hành đầu tiên sẽ được trao quyền sở hữu vào giữa năm 2016. Việc trao quyền sở hữu sẽ hoàn tất vào giữa năm 2020 (xem chi tiết ở trang 7).

Dựa theo lợi nhuận ròng sau thuế (NPAT) kế hoạch ở mức 187 tỷ đồng, giá mục tiêu mới của chúng tôi là 20.300 đồng (thấp hơn 1,5% so với báo cáo trước đây) tương ứng với PER dự phóng 17,7 lần với EPS pha loãng dự phóng 1.201 đồng, sau khi đã tính đến các tác động của pha loãng và cải thiện thanh khoản trong thời gian gần đây.

Các chỉ số chính	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Doanh thu (tỷ đồng)	602	867	1.767	3.050	4.246
LN ròng sau thuế (tỷ đồng)	21	95	187	408	623
Biên LN gộp (%)	38%	35%	28%	29%	28%
Biên LN từ HĐ (%)	14,2%	12,2%	13,4%	17,5%	18,9%
Biên LN ròng sau thuế (%)	3,5%	10,9%	10,6%	13,4%	14,7%
EPS, pha loãng hoàn toàn (đồng)	222	831	1.201	2.618	3.990
Tăng trưởng EPS (%)	-29,3%	274,8%	44,5%	118,0%	52,4%
GTGD / EBITDA	31,1	20,0	11,7	5,7	3,8
Giá CP / DTTD, theo giá thị trường	N/A	0,0	16,7	3,1	3,5
PE theo giá thị trường	84,4	22,5	14,9	6,9	4,6
PB theo giá thị trường	1,6	1,4	1,1	1,0	0,8
ROA	1,1%	2,8%	4,1%	7,0%	10,4%
ROE	2,2%	5,8%	8,6%	15,7%	20,1%
Nợ/CSH	48,6%	31,1%	40,9%	41,5%	21,6%

Lưu ý: LN ròng sau thuế = LN ròng sau thuế và sau lợi ích cổ đông thiểu số

SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Lĩnh vực kinh doanh

Doanh thu

Lợi nhuận ròng

USD/VND = 21.500

Bất động sản

117 triệu USD

131 triệu USD

Yếu tố doanh thu chính

Yếu tố chi phí chính

Yếu tố rủi ro chính

Các khách hàng chính

Lãnh đạo

(CEO)

Địa chỉ

Website

Email

Điện thoại

Doanh số bán căn hộ, dịch vụ BĐS, đầu tư các tài sản cho thuê

Chi phí mua đất, Chi phí xây dựng

Dự án Long An

Khách hàng mua nhà cá nhân

Ông Nguyễn Xuân Quang (Chủ tịch HĐQT), Ông Steven Chu

Số 6 Nguyễn Khắc Viện, Phường Tân Phú, Quận 7, TP HCM

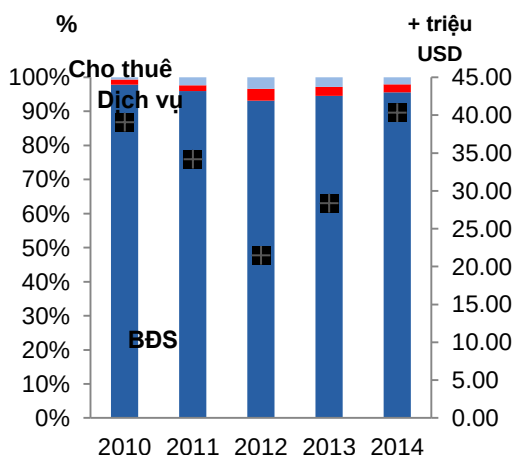
www.namlongvn.com

info@namlongvn.com

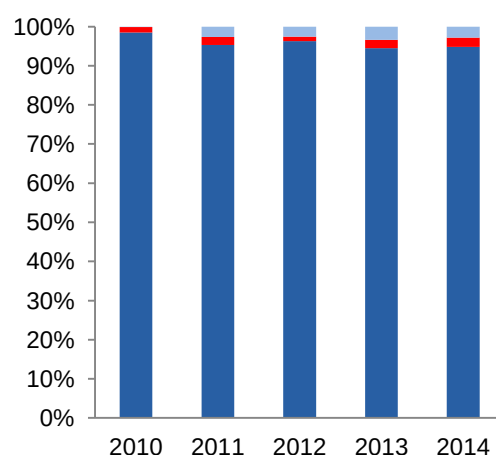
(08) 8 5416 1718

CÁC CHỈ SỐ CHÍNH

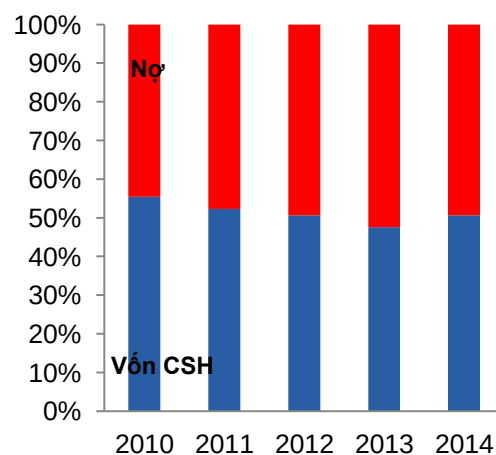
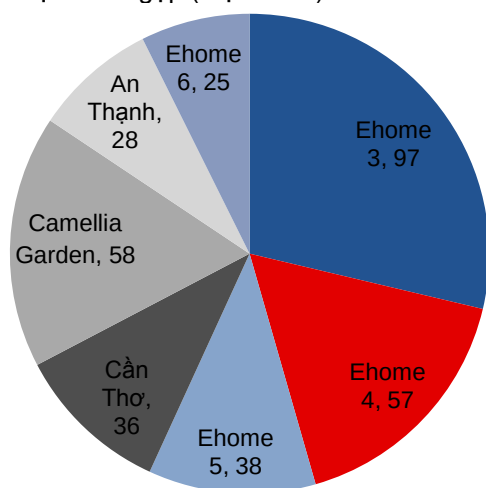
Doanh thu gộp



Đóng góp vào LN gộp



Giá trị đầu tư gộp (triệu USD)



Nguồn: Báo cáo Tài chính Nam Long

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ đồng	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
KQLN					
Doanh thu thuần	602	867	1.767	3.050	4.246
- Giá vốn hàng bán	-370	-563	-1.274	-2.153	-3.044
Lợi nhuận gộp	231	304	494	897	1.203
- Chi phí bán hàng	-35	-71	-107	-187	-207
- Chi phí quản lí DN	-111	-127	-150	-175	-193
LN thuần HĐKD	85	106	237	535	803
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-1	-4	0	0	0
- Lợi nhuận khác	1	48	25	0	0
EBIT	86	150	261	535	803
- Chi phí lãi vay	-30	-11	-16	-18	-18
Lợi nhuận trước thuế	56	139	245	517	785
- Thuế TNDN	-21	-36	-54	-103	-157
LNST	34	103	191	414	628
- Lợi ích CĐ thiểu số	-13	-8	-4	-5	-6
LN ròng	21	95	187	408	623
EBITDA	90	155	266	540	809
SL CP lưu hành (triệu)	96	134	150	150	152
SL CP pha loãng hoàn toàn (triệu)	96	134	156	156	156
EPS	222	831	1.251	2.717	4.107
EPS pha loãng hoàn toàn	222	831	1.201	2.618	3.990

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu	30,3%	44,1%	103,9%	72,6%	39,2%
Tăng trưởng LN HĐKD	12,7%	24,3%	123,4%	126,1%	50,2%
Tăng trưởng EBIT	-36,5%	75,2%	74,0%	104,8%	50,2%
Tăng trưởng EPS	-29,3%	274,8%	50,6%	117,2%	51,1%
Khả năng sinh lợi					
Biên LN gộp %	38,5%	35,1%	27,9%	29,4%	28,3%
Biên LN từ HĐ %	14,2%	12,2%	13,4%	17,5%	18,9%
EBIT %	14,2%	17,3%	14,8%	17,5%	18,9%
EBITDA %	15,0%	17,9%	15,0%	17,7%	19,1%
Biên LN ròng %	3,5%	11,0%	10,6%	13,4%	14,7%
ROE %	2,2%	5,8%	8,6%	15,7%	20,1%
ROA %	1,1%	2,8%	4,1%	7,0%	10,4%
Chỉ số hiệu quả vận hành					
Số ngày tồn kho	2246,5	1611,8	949,8	750,3	471,5
Số ngày phải thu	117,8	63,6	51,5	63,6	69,2
Số ngày phải trả	95,0	62,2	36,4	28,7	18,0
TG luân chuyển tiền	2.459,2	1.737,6	1.037,7	842,6	558,8
Thanh khoản					
CS thanh toán hiện hành	2,0	2,3	2,2	2,1	2,7
CS thanh toán nhanh	0,3	0,5	0,4	0,4	1,1
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,3	0,1	0,0	0,5
Nợ/Tài sản	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Nợ/Vốn sử dụng	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2
Nợ/Vốn CSH	0,5	0,3	0,4	0,4	0,2
Khả năng thanh toán lãi vay	2,9	13,9	16,5	29,8	43,7

Tỷ đồng	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Bảng CĐKT					
Tiền và tương đương	167	374	116	101	997
Đầu tư TC ngắn hạn	3	16	16	16	16
Các khoản phải thu	193	109	390	673	937
Hàng tồn kho	2.360	2.610	4.018	4.834	3.030
TS ngắn hạn	142	281	339	290	242
Tổng TS ngắn hạn	2.865	3.391	4.879	5.914	5.222
TS dài hạn (gộp)	122	127	133	140	147
- Khấu hao lũy kế	-19	-23	-28	-33	-39
TS dài hạn (ròng)	103	103	105	107	108
Đầu tư TC dài hạn	99	133	133	133	133
TS dài hạn khác	257	302	233	244	257
Tổng TS dài hạn	459	538	471	484	497
Tổng Tài sản	3.324	3.929	5.350	6.398	5.719
Phải trả ngắn hạn	92	100	154	185	116
Nợ ngắn hạn	511	164	440	511	590
Phải trả ngắn hạn khác	846	1.196	1.661	2.078	1.252
Nợ ngắn hạn	1.449	1.459	2.254	2.774	1.958
Vay và nợ dài hạn	259	455	564	661	150
Phải trả dài hạn khác	34	24	79	137	191
Tổng nợ dài hạn	293	479	644	798	341
Tổng nợ	1.742	1.938	2.898	3.572	2.299
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
Thặng dư vốn CP	142	423	575	575	575
Vốn cổ phần	955	1.340	1.497	1.503	1.516
Lợi nhuận giữ lại	193	171	318	681	1.257
Lợi ích CĐTS	292	57	62	67	72
Vốn chủ sở hữu	1.582	1.991	2.452	2.826	3.420
Tổng cộng nguồn vốn	3.324	3.929	5.350	6.398	5.719

Tỷ đồng	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ					
Tiền đầu năm	114	167	374	116	101
Lợi nhuận sau thuế	21	95	187	408	623
Khấu hao	12	12	5	5	6
Thay đổi vốn lưu động	-96	-63	-1.227	-600	692
Điều chỉnh khác	-48	52	128	51	47
Tiền từ hoạt động KD	-111	39	-907	-135	1,367
Chi mua sắm TSCĐ	-3	-10	-6	-7	-7
Đầu tư	0	0	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	6	-102	-6	-7	-7
Cổ tức đã trả	-4	-75	-40	-45	-45
Tặng (giảm) vốn	0	459	310	5	11
Tặng (giảm) nợ ngắn/dài hạn	129	-151	385	167	-431
Tiền từ hoạt động TC	159	270	656	127	-465
Tổng lưu chuyển tiền tệ	53	207	-258	-15	895
Tiền cuối năm	167	374	116	101	997

Nguồn: Báo cáo tài chính của công ty, dự báo của VCSC

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG THEO QUÝ (theo báo cáo)

2015E	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD	Mục tiêu của NLG	Dự báo của VCSC
Doanh thu	219	311	265	972		1.459	1.767
Lợi nhuận gộp	61	87	74	272		N/A	494
Biên lợi nhuận gộp (%)	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%		N/A	27,9%
Doanh thu thuần HĐKD	15	38	24	160		N/A	237
Biên doanh thu thuần HĐKD (%)	6,6%	12,2%	8,9%	16,5%		N/A	13,4%
LNST	33	26	15	114		179	187
Biên LNST (%)	14,9%	8,3%	5,8%	11,7%		12,3%	10,6%
2014A	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	48	184	135	500	867		
Lợi nhuận gộp	10	53	49	192	304		
Biên lợi nhuận gộp (%)	21,6%	28,6%	36,2%	38,4%	35,1%		
Doanh thu thuần HĐKD	-20	13	13	101	106		
Biên doanh thu thuần HĐKD (%)	-42,8%	6,9%	9,3%	20,2%	12,2%		
LNST	-22	5	0	112	95		
Biên LNST (%)	-45,6%	2,6%	0,2%	22,4%	11,0%		
2013A	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	20	84	249	403	602		
Lợi nhuận gộp	7	27	81	84	304		
Biên lợi nhuận gộp (%)	34,1%	31,8%	32,5%	20,8%	50,5%		
Doanh thu thuần HĐKD	-26	-16	49	49	85		
Biên doanh thu thuần HĐKD (%)	-125,9%	-18,7%	19,6%	12,2%	14,2%		
LNST	-34	-28	26	54	21		
Biên LNST (%)	-166,1%	-33,5%	10,4%	13,5%	3,5%		
2012A	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	N/A	N/A	N/A	N/A	462		
Lợi nhuận gộp					202		
Biên lợi nhuận gộp (%)					43,7%		
Doanh thu thuần HĐKD					76		
Biên doanh thu thuần HĐKD (%)					16,4%		
LNST					25		
Biên LNST (%)					5,4%		

DỰ BÁO CHO NĂM TÀI CHÍNH 2015

	2014	Dự báo 2015 (trước đây)	Dự báo 2015 (mới)	YoY % (so với dự báo mới)	Ghi chú
Doanh thu	866,9	1772,5	1767,4	104%	
Bất động sản	828,2	1730,9	1725,7	108%	
Dịch vụ khác	20,7	22,7	22,7	10%	Giả định tăng trưởng 10%
Cho thuê	18,0	18,9	18,9	5%	Giả định tăng trưởng 5%
Lợi nhuận gộp	304,2	537,9	493,7	62%	
Bất động sản	288,4	521	476,8	65%	
Dịch vụ khác	7,1	7,8	7,8	10%	
Cho thuê	8,7	9,1	9,1	5%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị	-70,8	-107,9	-107,1	51%	
Chi phí quản lý	-127,4	-150,1	-150,0	18%	
Lợi nhuận từ hoạt động	105,9	279,9	236,6	123%	
Lợi nhuận ngoài HĐKD	47,8	24,6	24,6	-48%	
Lợi nhuận trước thuế	150,1	304,5	261,2	74%	
Chi phí lãi vay	-10,8	-15,9	-15,8	46%	Giảm do tái cơ cấu nợ
LN trước thuế	139,3	288,7	245,4	76%	
LN sau thuế	103,2	225,2	191,4	85%	
LNST (sau lợi ích CĐTS)	95,3	221,1	187,3	96%	
EBITDA	155,0	309,1	265,8	72%	
Biên LN gộp %	42,2%	30,30%	27,9%	-34%	
Biên LN gộp từ BĐS %	34,8%	30,10%	27,6%	-21%	Bán nhiều căn hộ dẫn đến Biên LN gộp giảm
Biên LN gộp từ dịch vụ khác %	34,3%	34,30%	34,3%	0%	
Biên LN gộp từ cho thuê %	48,2%	48,20%	48,2%	0%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị / doanh thu	8,17%	6,09%	6,06%	-26%	Chi phí bán và marketing giảm đối với dự án Ehome 3, 4, 5
Chi phí quản lý / doanh thu	14,70%	8,47%	8,49%	-42%	Tiết kiệm chi phí nhờ quy mô lớn
Biên lợi nhuận từ hoạt động	12,22%	15,79%	13,39%	10%	
Biên EBIT %	17,25%	17,18%	14,78%	-14%	
Biên EBITDA %	17,81%	17,44%	15,04%	-16%	
Biên LNST %	10,93%	12,47%	10,60%	-3%	
Thuế suất thực tế %	26,01%	22,00%	22,00%	-15%	

Mục lục

Phân tích sự pha loãng cổ phiếu	7
Kế hoạch phát hành cổ phiếu ESG.....	7
Ước tính tác động pha loãng chung của các đợt phát hành	8
ĐỊNH GIÁ.....	9
LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ	10

Hình & Bảng

Hình 1: Phát hành cổ phiếu ESG trên cơ sở kết quả hoạt động từng năm (triệu cổ phiếu)	7
Hình 2: Hạn chế giao dịch cổ phiếu trong kịch bản cơ sở (đạt được 100% mục tiêu).....	7
Hình 3: Ước tính số cổ phiếu sau khi pha loãng	8
Hình 4: Ước tính EPS sau khi pha loãng	8
Hình 5: Tóm tắt mô hình định giá	9

Phân tích tác động pha loãng cổ phiếu

Kế hoạch phát hành cổ phiếu ESG

Kế hoạch này sẽ thay thế kế hoạch phát hành cổ phiếu ESOP hiện nay kể từ năm 2015; và chỉ áp dụng đối với lãnh đạo cao cấp (từ cấp quản lý bộ phận trở lên, trong đó có kế toán trưởng và luật sư tập đoàn). Kế hoạch này nhằm mục đích giữ chân cũng như khuyến khích các lãnh đạo cấp cao sau khi Tổng giám đốc, Giám đốc CNTT, và Giám đốc Kinh doanh và Tiếp thị vào cuối năm 2014. Chương trình kéo dài 3 năm với kịch bản cơ sở là phát hành khoảng 6,2 triệu cổ phiếu và con số này có thể thay đổi trong phạm vi từ 0 đến 7,8 triệu cổ phiếu trên cơ sở kết quả lợi nhuận mỗi năm.

Chương trình này được chia thành ba đợt, mỗi năm một đợt, kéo dài từ 2015 đến 2017. Cổ phiếu mỗi đợt sẽ được thưởng sau khi công bố kết quả hoạt động cả năm. Trên cơ sở số cổ phiếu trong kịch bản cơ sở (đạt được 100% mục tiêu), số cổ phiếu thưởng trên thực tế sẽ tỷ lệ với kết quả đạt được từ mức thấp nhất là 75% mục tiêu đến mức cao nhất là 125% mục tiêu. Nếu không đạt được tối thiểu 75% mục tiêu, NLG sẽ không thưởng phiếu ESG.

Hình 1: Phát hành cổ phiếu ESG trên cơ sở kết quả hoạt động từng năm (triệu cổ phiếu)

Năm	Dưới 75% mục tiêu	Thấp nhất (75% mục tiêu)	Kịch bản cơ sở (100% mục tiêu)	Cao nhất (125% mục tiêu)
2015	0,0	0,7	0,9	1,1
2016	0,0	1,6	2,2	2,7
2017	0,0	2,4	3,1	4,0
Tổng cộng	0,0	4,7	6,2	7,8

Nguồn: Ước tính của VCSC

Cổ phiếu thưởng mỗi đợt sẽ được trao quyền sở hữu trong ba năm, kể từ năm mức thưởng được công bố, nhằm giữ chân quản lý cấp cao tới năm 2020. Nếu quản lý nào nghỉ việc tại công ty trước thời điểm giữa năm 2020 thì sẽ mất toàn bộ cổ phiếu được thưởng mà chưa trao quyền sở hữu, tính từ thời điểm nghỉ việc.

Hình 2: Cổ phiếu được trao quyền sở hữu trong kịch bản cơ sở (đạt được 100% mục tiêu)

	Tổng số cổ phiếu (triệu)	Giữa 2016	Giữa 2017	Giữa 2018	Giữa 2019	Giữa 2020
ESG 2015	0,9	0,5 (60%)	0,2 (20%)	0,2 (20%)		
ESG 2016	2,2		1,0 (50%)	0,6 (25%)	0,6 (25%)	
ESG 2017	3,1			1,1 (40%)	1,0 (30%)	1,0 (30%)

Nguồn: Ước tính của VCSC

Ước tính tác động pha loãng chung của các đợt phát hành

Chúng tôi ước tính tác động của việc pha loãng của đợt phát hành riêng lẻ, cổ phiếu ESOP và cổ phiếu ESG tổng cộng như sau:

Hình 3: Ước tính số cổ phiếu sau khi pha loãng

	Số CP (triệu)	Ghi chú
Số cổ phiếu lưu hành hiện nay	134,0	
Cổ phiếu mới từ chương trình ESOP	0,8	
Cổ phiếu mới phát hành riêng lẻ	15,0	Giả định phát hành toàn được bộ số cổ phiếu
Cổ phiếu mới từ ESG 2015	0,9	Dựa trên dự báo của VCSC là NLG đạt được 105% mục tiêu
Cổ phiếu mới từ ESG 2016	2,2	Kịch bản cơ sở: đạt 100% mục tiêu (*)
Cổ phiếu mới từ ESG 2017	3,2	Kịch bản cơ sở: đạt 100% mục tiêu (*)
Tổng số cổ phiếu sau khi pha loãng	156,0	

Nguồn: Ước tính của VCSC

Hình 4: Ước tính EPS sau khi pha loãng

	2015	2016	2017
Dự báo LNST do VCSC đưa ra (tỷ đồng)	187	408	623
EPS pha loãng hoàn toàn (**)	1201	2618	3990

Nguồn: Ước tính của VCSC

(*) Công ty vẫn chưa đề ra mục tiêu lợi nhuận 2016 và 2017. Vì vậy, chúng tôi giả định trong 2 năm này, công ty sẽ đạt được dự báo lợi nhuận của chúng tôi và do đó, số cổ phiếu được thưởng thông qua ESG sẽ bằng với kịch bản cơ sở với kết quả kinh doanh đạt 100% kế hoạch.

(**) Trong việc tính toán EPS pha loãng, chúng tôi sử dụng toàn bộ số cổ phiếu giả định sẽ được thưởng thông qua ESG chứ không dựa trên cổ phiếu được trao quyền sở hữu trong từng năm.

Hình 5: Tóm tắt mô hình định giá

#	Dự án	TL sở hữu	Diện tích đất (m2)	Phương pháp	RNAV (tỷ đồng)	Tình trạng
1	Waterpoint, Long An	89%	3.550.000	GTSS	864,8	Đã trả 66% tiền sử dụng đất. Tích cực tìm kiếm đối tác
2	East Gate (Phú Hữu)	76%	178.287	MV	275,0	Dự kiến sẽ khởi công trong năm 2015
3	Aquamarine Residence	72%	374.123	GTSS	274,7	Dự kiến sẽ khởi công trong năm 2016. Tích cực tìm kiếm đối tác
4	Ehome 3	100%	63.891	CKDT	262,2	Đã bán 56%
5	An Thạnh, Long An	100%	355.401	CKDT	246,1	Đã chuyển nhượng 70% diện tích đất
6	Ehome 5	100%	20.158	CKDT	219,7	Đã bán 84%
7	Nam Long - Hưng Thạnh	100%	234.725	CKDT	189,7	Đã bán 46%
8	Ehome 4	100%	126.825	CKDT	181,4	Đã bán 50%
9	Capital Tower	100%	1.000	CKDT	159,8	Văn phòng của NLG và mặt bằng cho thuê
10	Camellia Garden	45%	59.691	CKDT	158,7	Chưa trả tiền sử dụng đất. Mở bán trong năm 2015
11	Ehome 6	100%	11.628	CKDT	126,9	Mở bán
12	Nam Long - Hồng Phát	75%	154.215	GTSS	92,1	Hoàn tất 82% công tác đền bù. Chưa trả tiền sử dụng đất.
13	Cần Thơ 43	100%	438.050	GTSS	33,2	Hoàn tất 40% công tác đền bù. Chưa trả tiền sử dụng đất
14	Hồ Tràm	24%	168.892	CKDT	24,6	Thoái vốn
15	Ehome 7	100%	9.557	MV	11,3	Hoàn tất 100% công tác đền bù. Đã trả tiền sử dụng đất
16	Nhơn Trạch	N/A	50.000	GTSS	10,8	N/A
17	Khác	N/A	N/A	GTSS	8,7	N/A
Giá trị tài sản ròng tổng cộng các dự án					3.140	
Tài sản lưu động					374	
trừ Nợ					(618,5)	
trừ Cổ tức bằng tiền mặt (*)					(36,3)	
cộng Tiền mặt từ ESOP và phát hành riêng lẻ (**)					310,3	
Tổng Giá trị tài sản ròng					3.169	
Số lượng cổ phiếu lưu hành					133.969.279	
Số lượng cổ phiếu sau khi pha loãng					156.021.872	
Giá trị tài sản ròng/cổ phiếu sau khi pha loãng					20.313	
Giá mục tiêu					20.300	
Giá cổ phiếu hiện tại					18.700	
Tỷ lệ tăng					8,6%	

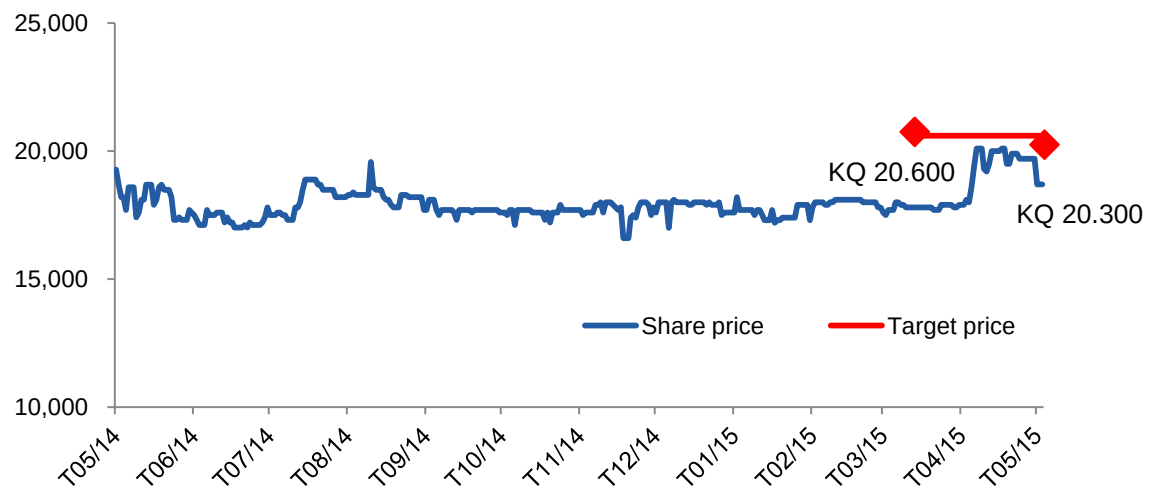
Nguồn: Ước tính của VCSC

(*) Ngày giao dịch không hưởng quyền đối với cổ tức bằng tiền mặt 271VND/cổ phiếu (phần cổ tức còn lại cho năm 2014) rơi vào khoảng tháng năm hoặc tháng sáu năm 2015.

(**) Việc bổ sung tiền mặt bao gồm 10,32 tỷ đồng từ ESOP và 300 tỷ đồng từ đợt phát hành riêng lẻ (giá định sẽ phát hành 15 triệu cổ phiếu với giá 20.000 đồng/cổ phiếu).



LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ



Vui lòng xem Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC ở trang sau

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Trần Minh Đức, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
KÉM KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng định giá sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Vũ Thanh Tú
tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Trưởng phòng cao cấp, Ngô Hoàng Long

Trưởng phòng cao cấp, Anirban Lahiri

Trưởng phòng, Nguyễn Đức Tuấn

CV cao cấp, Đặng Văn Pháp

CV cao cấp, Đinh Thị Thùy Dương

CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Chuyên viên, Ngô Đăng Quế

Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh

Chuyên viên, Nguyễn Thảo Vy

Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào

Chuyên viên, Ngô Thùy Trâm

Chuyên viên, Nguyễn Thị Kim Chung

Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải

Chuyên viên, Văn Đình Vỹ

Chuyên viên, Trần Minh Đức

Chuyên viên, Văn Đình Phong

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.