

## Cập nhật ngành Bất động sản

Anirban Lahiri  
Trưởng phòng cao cấp

Trần Hùng  
Chuyên viên

Hoàng Anh Tuấn  
Chuyên viên cao cấp

## Đến lúc đánh giá sức khỏe các mã BĐS

Từ khi chúng tôi công bố báo cáo về ngành BĐS hồi tháng sáu đến nay, lĩnh vực này liên tục phục hồi mạnh. Như chúng tôi đã dự báo, giá BĐS nhìn chung dường như ngày càng tăng mạnh đối với tất cả các phân khúc và các đợt mở bán có tỷ lệ hấp thu kỷ lục. Một số ý kiến cho rằng bong bóng BĐS đang trở lại và có tín hiệu cho thấy hoạt động giao dịch sôi động cũng khiến các cơ quan có thẩm quyền chú ý với việc Chính phủ gần đây đã khẳng định cam kết đảm bảo sẽ không để xảy ra tình trạng bong bóng BĐS như năm 2008. Chúng tôi cho rằng hiện là thời điểm thích hợp để tầm soát các doanh nghiệp BĐS trong danh mục theo dõi của chúng tôi. Ban đầu chúng tôi chỉ có ý định “stress-test” từng công ty BĐS chúng tôi theo dõi về các chỉ báo khả năng thanh toán và thanh khoản. Nhưng sau đó, chúng tôi quyết định sẽ đưa vào thêm một số chỉ báo nữa về hoạt động để đưa ra một cái nhìn toàn diện hơn về khả năng ứng phó của từng công ty đối với chu kỳ giảm của thị trường trong tương lai cũng như tiềm năng tạo ra giá trị cho cổ đông. Kết quả thu được chính là thể điểm cân bằng cho từng công ty gồm bốn chỉ báo sau:

- **Hiệu suất hoạt động và sử dụng vốn:** Mục đích của việc này là phản ánh toàn diện từng công ty có hiệu suất hoạt động và tạo ra giá trị cho cổ đông hiệu quả đến đâu. Hiệu suất hoạt động và khả năng sinh lời không chỉ là các yếu tố thúc đẩy lợi nhuận mà còn là các công cụ tốt nhất để giảm rủi ro cả trong nội bộ công ty cũng như môi trường bên ngoài. Vì vậy, các công ty có biên lợi nhuận và tỷ suất sinh lợi cao hơn có định giá cao hơn.
- **Triển vọng và chất lượng danh mục doanh thu:** Ở đây chúng tôi đánh giá dòng doanh thu trong tương lai của công ty, là cơ sở của lợi nhuận trong tương lai. Khác với các công ty ngoài ngành BĐS và các chủ đầu tư xây dựng để cho thuê, các chủ đầu tư xây dựng để bán không thể phụ thuộc vào doanh thu thường xuyên; muốn tạo ra doanh thu trong tương lai, họ phải liên tục phát triển dự án mới và do đó, triển vọng doanh thu dựa trên danh mục dự án hiện nay đóng vai trò quyết định. Chúng tôi cũng tìm cách phản ánh không chỉ số lượng mà còn chất lượng doanh thu – doanh thu dự kiến đã bán nhưng chưa ghi nhận đương nhiên có sự chắc chắn cao hơn so với doanh thu từ các giao dịch chưa thực hiện. Tương tự, trong nhóm các giao dịch chưa thực hiện, doanh thu từ các dự án đã khởi công đương nhiên ít rủi ro hơn, hay “chất lượng” cao hơn so với các dự án vẫn còn nằm trên giấy tờ. Các công ty có danh mục doanh thu lâu dài hơn với tỷ trọng doanh thu “chắc chắn” cao hơn sẽ được đánh giá cao hơn.
- **Khả năng thanh toán và thanh khoản tài chính:** Do tính chu kỳ của ngành BĐS và nhiều chủ đầu tư có hệ số đòn bẩy cao trên bảng cân đối kế toán sau cơn khủng hoảng vừa qua, việc đánh giá năng lực tài chính là rất quan trọng. Các chủ đầu tư có khả năng thanh toán nợ cao hơn sẽ mang lại rủi ro thấp hơn cho nhà đầu tư và do đó giá cổ phiếu sẽ cao hơn. Ngoài ra, các công ty có hệ số đòn bẩy thấp hơn sẽ ít chịu ảnh hưởng hơn từ rủi ro lãi suất tăng trong tương lai khi lạm phát tăng. Trong khi đó, thanh khoản tài chính tốt đảm bảo rằng các dự án được cấp vốn và hoàn tất đúng thời hạn, qua đó tăng cường chất lượng doanh thu và lợi nhuận.
- **Quý đất:** Khi phân tích một công ty BĐS, không thể không xem xét quỹ đất vì quỹ đất là cơ sở cho lợi nhuận trong tương lai. Việc xem xét quỹ đất chưa phát triển cũng là cách duy nhất để xem xét tiềm năng dài hạn của công ty sau khi kết thúc danh mục dự án hiện nay. Tiềm năng lợi nhuận dài hạn của các công ty có

quỹ đất hạn chế như KDH và DXG kém tích cực hơn các công ty như NLG và NBB, với quỹ đất đủ để duy trì doanh thu với tốc độ phát triển hiện nay trong 30 năm tới, trên cơ sở tốc độ sử dụng đất hiện nay. Các công ty này cũng ít chịu rủi ro trong ngắn hạn hơn vì việc bán đất có thể mang lại tiền mặt và doanh thu, qua đó có thể đối phó với rủi ro thực hiện dự án, đồng thời đóng vai trò tài sản thế chấp để công ty vay vốn trong tương lai. Vì vậy, các công ty có quỹ đất lớn và chất lượng cao ít chịu các rủi ro ngắn hạn và dài hạn hơn và qua đó, được định giá cao hơn.

Chúng tôi chấm điểm cho từng công ty dựa trên KPI (chỉ số đo lường hiệu suất) trong cả bốn tiêu chí trên với thang điểm như sau: 4 điểm là khả quan nhất và 1 điểm là kém khả quan nhất. Sau đó chúng tôi đưa ra điểm trung bình đối với từng tiêu chí để đánh giá công ty theo bốn tiêu chuẩn “sức bền của doanh nghiệp” nói trên. Cuối cùng, chúng tôi tính chung cả bốn điểm vào “sức bền của doanh nghiệp” của từng công ty. Vì bốn tiêu chí kể trên cùng đo lường rủi ro và lợi nhuận – hai chỉ số cơ bản, hay hai yếu tố tạo ra sự khác biệt trong định giá tương đối – chúng tôi quyết định sẽ mạo hiểm hơn và đánh giá từng công ty dựa trên chỉ số “sức bền” và “định giá tương đối”. Để đưa ra chỉ số định giá tương đối, chúng tôi áp dụng các chỉ số P/E, Giá trị doanh nghiệp/EBITDA và P/B dự phóng 1 năm, 2 năm và 3 năm, và sử dụng thang điểm 4 để đưa ra tổng điểm trong đó, số điểm càng cao thì giá cổ phiếu càng cao trên cơ sở định giá tương đối.

Ban đầu chúng tôi chỉ định xem xét sức bền của doanh nghiệp nhưng sau đó chuyển sang xem xét định giá tương đối của từng công ty được dựa trên rủi ro và các chỉ số cơ bản về lợi nhuận đến mức độ nào (vui lòng xem thể điểm cân bằng dành cho từng công ty chúng tôi theo dõi – riêng VIC không được phân tích vì không còn hoàn toàn hoạt động trong lĩnh vực BĐS sản như trước nữa). Xin lưu ý rằng các kết luận từ việc so sánh tương đối định giá không hoàn toàn phù hợp với khuyến nghị cổ phiếu hiện nay của chúng tôi vì một số lý do như sau:

- Khuyến nghị của chúng tôi được dựa trên chênh lệch giữa giá thị trường và định giá tuyệt đối của công ty thay vì định giá tương đối. Nói cách khác, một công ty như HDG dường như được định giá hợp lý trên cơ sở mức giá mà cổ phiếu này đang giao dịch so với giá trị tài sản ròng theo ước tính của chúng tôi nhưng giá cổ phiếu lại tỏ ra cao trên cơ sở định giá tương đối do các chỉ số cơ bản.
- Việc phân tích “sức bền của doanh nghiệp so với định giá tương đối” không phải là một công việc có độ chính xác cao; và chỉ có mục đích minh họa; nhiều yếu tố rủi ro ở đây về lý thuyết sẽ ảnh hưởng đến việc nhà đầu tư đánh giá cổ phiếu của công ty nhưng các yếu tố rủi ro này không được phản ánh trực tiếp vào mô hình giá trị tài sản ròng – cụ thể là các tiêu chí về chất lượng doanh thu như tỷ lệ doanh thu từ các giao dịch chưa ghi nhận và rủi ro tập trung doanh thu nhằm phản ánh sự phụ thuộc mạnh vào một số dự án.
- Chúng tôi ấn định tỷ trọng bằng nhau cho từng KPI khi tính “sức bền của doanh nghiệp” tổng hợp do không có đủ cơ sở cụ thể, nhưng đây rõ ràng là một sự đơn giản hóa.

Tuy nhiên, nhìn chung, việc phân tích chia các công ty chúng tôi theo dõi thành hai nhóm riêng biệt:

### ***Nhóm cổ phiếu “hấp dẫn”***

**DXG và KDH đang bỏ xa các đối thủ còn lại tính theo các yếu tố cơ bản về kinh doanh, tuy nhiên lại đang được giao dịch với giá rẻ hơn các đối thủ cạnh tranh.** Cả 2 công ty này đều có quỹ đất hạn chế nhưng có số điểm cao tính theo hiệu quả hoạt động kinh doanh và khả năng sinh lời, triển vọng doanh thu và chất lượng, cũng như khả năng trả nợ và thanh khoản tài chính. Cả 2 công ty này đều có mức sinh lời hàng đầu trong ngành BĐS, danh mục các dự án đang triển khai khả quan và rủi ro khá thấp, doanh thu định kỳ có vai trò hỗ trợ cho những biến động doanh thu từ các dự án. Chúng tôi đánh giá cao DXG khi thu tóm 6 dự án trong năm nay bằng cách ghi nhận các dự án này vào triển vọng doanh thu sắp triển khai, nhưng DXG lại có số điểm thấp tính theo tiêu chí quỹ đất khi không còn đất trống sau khi đã ghi nhận vào danh mục các dự án đang triển khai. Tuy nhiên, khả năng thu tóm các dự án đã được chứng minh của DXG sẽ giúp bù đắp cho bất lợi về quỹ đất của công ty (điều này không dễ để xác định, không được ghi nhận vào mô hình chấm điểm sức bền của doanh nghiệp, do đó sẽ có thêm tỷ lệ tăng tiềm năng). KDH đang trải qua giai đoạn giá cổ phiếu giảm mạnh trong thời gian qua, cũng tỏ ra hấp dẫn về khía cạnh định giá tương đối và tuyệt đối. Những quan điểm này càng xác thực

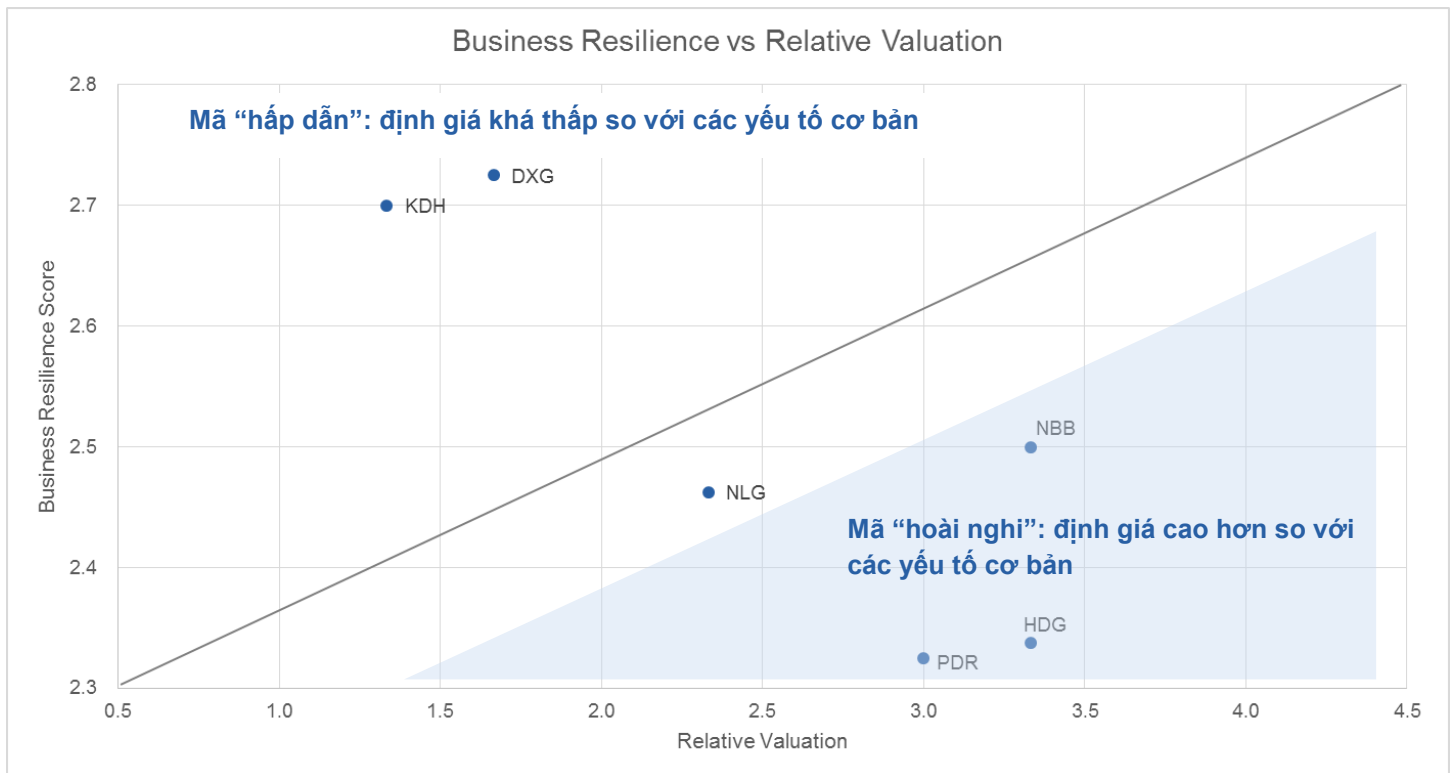
cho phương thức định giá RNAV (tỷ lệ chiết khấu giá cổ phiếu so với giá trị tài sản ròng) của chúng tôi cho cả 2 công ty, khi 2 công ty này đều là ứng cử viên nặng ký để nâng khuyến nghị lên “MUA” trong thời gian tới.

**Nhóm cổ phiếu “hoài nghi”**

**NBB: những yếu tố cơ bản khá yếu của công ty không thể thuyết phục cho giá trị định giá cao hơn các công ty cùng ngành.** NBB có số điểm tốt tính theo tài sản đất, quy mô và chất lượng của doanh thu các dự án đang triển khai, nhưng tỷ lệ đòn bẩy cao, tỷ lệ sinh lời từ vốn ở mức thấp cũng như hiệu quả sử dụng vốn thấp là các yếu tố rủi ro chính. Giá cổ phiếu NBB đã tăng mạnh trong những tháng qua chủ yếu do những đồn đoán về việc CII sắp đầu tư vào doanh nghiệp này, dẫn đến việc giá cổ phiếu có vẻ như đã không còn phù hợp với những yếu tố cơ bản của công ty.

**PDR: Giá trị định giá chỉ thực sự hợp lý nếu như nhà đầu tư tin vào câu chuyện hồi phục của công ty.** PDR chỉ vừa thoát ra khỏi cuộc khủng hoảng lớn, hiện đang có tỷ lệ đòn bẩy khá cao và mức sinh lời từ vốn thấp, lượng hàng tồn kho cao. Tuy nhiên, PDR đang trong quá trình thực hiện kế hoạch tái cơ cấu, nếu như thành công sẽ giúp cải thiện bảng cân đối kế toán. Tuy nhiên, triển vọng doanh thu từ các dự án đang triển khai của PDR chỉ tập trung vào một vài dự án khiến công ty có một mức độ rủi ro nhất định. Công ty cần chứng minh lại năng lực thi công các dự án, cũng như tăng cường các dự án đang triển khai để bắt kịp các đối thủ.

**HDG: Giá cổ phiếu khá cao so với giá trị định giá, khi công ty phụ thuộc nhiều vào dự án lớn Z756.** Trong khi phương thức định giá RNAV cho thấy công ty đang bị định giá hơi thấp, nhưng phương thức này không ghi nhận rủi ro về khả năng trì hoãn thêm hoặc khó khăn bất ngờ phát sinh trong dự án Z756, vốn chiếm 26% trong cách thức RNAV. Điểm số tính sức bền của doanh nghiệp của chúng tôi đã tính cả rủi ro này do đó khiến giá cổ phiếu trở nên khá cao so với các công ty cùng ngành. Định giá chỉ thực sự hợp lý khi nhà đầu tư ghi nhận đợt trì hoãn mới nhất của dự án Z756 vừa được công bố hồi cuối quý 2, liên quan đến những thương thảo kéo dài về việc thanh toán tiền sử dụng đất (LUR).



**Ghi chú**

- Đối với cách tính toán sức bền doanh nghiệp cho từng công ty, vui lòng tham khảo bảng điểm “Sức bền Doanh nghiệp” cho từng công ty cũng như ghi chú bên dưới.
- Đối với các tính “giá trị định giá tương đối”, chúng tôi sử dụng P/E trung bình trong các năm 2015F, 2016F và 2017F, trung bình EV/EBITDA trong các năm 2015F, 2016F và 2017F, và tỷ lệ P/B hiện tại.

## Bảng chấm điểm “sức bền doanh nghiệp” cho các công ty

CTCP DV&XD Địa ốc Đất Xanh (DXG)					
Hiệu quả hoạt động	KPI	Điểm	Chất lượng và triển vọng doanh thu	KPI	Điểm
Mức sinh lời trên vốn CSH	19.2%	4	Doanh số bán nhà theo tiến độ chưa ghi nhận theo % triển vọng doanh thu	11.5%	3
Vốn hoạt động ròng/Doanh thu	1.2	3	% trong triển vọng doanh thu từ các dự án chưa động thổ	11.5%	3
Vòng quay tài sản	0.4	3	Giá trị ròng triển vọng doanh thu/doanh thu 2015	5.7	2
Biên lợi nhuận gộp	50.8%	4	Rủi ro tập trung	3.0%	4
EBITDA Margin	29.5%	3			
<b>Trung bình</b>		<b>3.4</b>	<b>Trung bình</b>		<b>3.0</b>
Khả năng thanh toán nợ và thanh khoản	KPI	Điểm	Quý đất	KPI	Điểm
EBITDA/CP lãi vay	60.2	4	Số năm của quỹ đất chưa sử dụng theo tỷ lệ triển khai hiện hữu	0.0	1
Nợ ròng/EBITDA	(1.0)	3	Giá trị tài sản ròng của quỹ đất	0.0	1
Nợ ròng/Vốn CSH	-27.4%	4			
Khả năng thanh toán nhanh	1.4	3			
<b>Trung bình</b>		<b>3.5</b>	<b>Trung bình</b>		<b>1.0</b>
<b>Tổng điểm</b>	<b>2.7</b>				

CTCP Tập đoàn Hà Đô (HDG)					
Hiệu quả hoạt động	KPI	Điểm	Chất lượng và triển vọng doanh thu	KPI	Điểm
Mức sinh lời trên vốn CSH	12.5%	3	Doanh số bán nhà theo tiến độ chưa ghi nhận theo % triển vọng doanh thu	2.5%	1
Vốn hoạt động ròng/Doanh thu	0.6	4	% trong triển vọng doanh thu từ các dự án chưa động thổ	52.6%	1
Vòng quay tài sản	0.5	4	Giá trị ròng triển vọng doanh thu/doanh thu 2015	8.3	3
Biên lợi nhuận gộp	16.2%	1	Rủi ro tập trung	25.4%	1
Biên EBITDA	13.8%	1			
<b>Trung bình</b>		<b>2.6</b>	<b>Trung bình</b>		<b>1.5</b>
Khả năng thanh toán nợ và thanh khoản	KPI	Điểm	Quý đất	KPI	Điểm
EBITDA/CP lãi vay	7.2	3	Số năm của quỹ đất chưa sử dụng theo tỷ lệ triển khai hiện hữu	25.1	2
Nợ ròng/EBITDA	(1.7)	4	Giá trị tài sản ròng của quỹ đất	365.0	2
Nợ ròng/Vốn CSH	-21.6%	3			
Khả năng thanh toán nhanh	0.5	3			
<b>Trung bình</b>		<b>3.3</b>	<b>Trung bình</b>		<b>2.0</b>
<b>Tổng điểm</b>	<b>2.3</b>				

CTCP ĐT-KD Nhà Khang Điền (KDH)					
Hiệu quả hoạt động	KPI	Điểm	Chất lượng và triển vọng doanh thu	KPI	Điểm
Mức sinh lời trên vốn CSH	14.1%	3	Doanh số bán nhà theo tiến độ chưa ghi nhận theo % triển vọng doanh thu	10.5%	3
Vốn hoạt động ròng/Doanh thu	2.8	2	% trong triển vọng doanh thu từ các dự án chưa động thổ	6.5%	4
Vòng quay tài sản	0.2	2	Giá trị ròng triển vọng doanh thu/doanh thu 2015	2.7	1
Biên lợi nhuận gộp	34.2%	3	Rủi ro tập trung	10.9%	3
Biên EBITDA	33.2%	4			
<b>Trung bình</b>		<b>2.8</b>	<b>Trung bình</b>		<b>2.8</b>
Khả năng thanh toán nợ và thanh khoản	KPI	Điểm	Quý đất	KPI	Điểm
EBITDA/CP lãi vay	5.4	3	Số năm của quỹ đất chưa sử dụng theo tỷ lệ triển khai hiện hữu	6.7	2
Nợ ròng/EBITDA	1.4	2	Giá trị tài sản ròng của quỹ đất	982.6	3
Nợ ròng/Vốn CSH	29.3%	2			
Khả năng thanh toán nhanh	3.1	4			
<b>Trung bình</b>		<b>2.8</b>	<b>Trung bình</b>		<b>2.5</b>
<b>Tổng điểm</b>	<b>2.7</b>				

<b>CTCP Đầu tư Năm Bảy Bảy (NBB)</b>					
<b>Hiệu quả hoạt động</b>	KPI	Điểm	<b>Chất lượng và triển vọng doanh thu</b>	KPI	Điểm
Mức sinh lời trên vốn CSH	3.0%	1	Doanh số bán nhà theo tiến độ chưa ghi nhận theo % triển vọng doanh thu	21.2%	4
Vốn hoạt động ròng/Doanh thu	9.4	1	% trong triển vọng doanh thu từ các dự án chưa động thổ	22.0%	2
Vòng quay tài sản	0.1	2	Giá trị ròng triển vọng doanh thu/doanh thu 2015	10.2	4
Biên lợi nhuận gộp	32.0%	3	Rủi ro tập trung	24.8%	2
Biên EBITDA	25.0%	3			
<b>Trung bình</b>		<b>2.0</b>	<b>Trung bình</b>		<b>3.0</b>
<b>Khả năng thanh toán nợ và thanh khoản</b>	KPI	Điểm	<b>Quỹ đất</b>	KPI	Điểm
EBITDA/CP lãi vay	0.6	2	Số năm của quỹ đất chưa sử dụng theo tỷ lệ triển khai hiện hữu	30.0	3
Nợ ròng/EBITDA	13.7	2	Giá trị tài sản ròng của quỹ đất	1,050.0	3
Nợ ròng/Vốn CSH	91.6%	2			
Khả năng thanh toán nhanh	0.33	2			
<b>Trung bình</b>		<b>2.0</b>	<b>Trung bình</b>		<b>3.0</b>
<b>Tổng điểm</b>	<b>2.5</b>				

<b>CTCP Đầu tư Nam Long (NLG)</b>					
<b>Hiệu quả hoạt động</b>	KPI	Điểm	<b>Chất lượng và triển vọng doanh thu</b>	KPI	Điểm
Mức sinh lời trên vốn CSH	6.7%	2	Doanh số bán nhà theo tiến độ chưa ghi nhận theo % triển vọng doanh thu	10.0%	2
Vốn hoạt động ròng/Doanh thu	1.5	3	% trong triển vọng doanh thu từ các dự án chưa động thổ	9.3%	3
Vòng quay tài sản	0.4	3	Giá trị ròng triển vọng doanh thu/doanh thu 2015	4.4	2
Biên lợi nhuận gộp	32.0%	3	Rủi ro tập trung	7.2%	3
Biên EBITDA	17.0%	2			
<b>Trung bình</b>		<b>2.6</b>	<b>Trung bình</b>		<b>2.5</b>
<b>Khả năng thanh toán nợ và thanh khoản</b>	KPI	Điểm	<b>Quỹ đất</b>	KPI	Điểm
EBITDA/CP lãi vay	4.4	2	Số năm của quỹ đất chưa sử dụng theo tỷ lệ triển khai hiện hữu	32.0	3
Nợ ròng/EBITDA	0.9	3	Giá trị tài sản ròng của quỹ đất	549.0	2
Nợ ròng/Vốn CSH	12.8%	3			
Khả năng thanh toán nhanh	0.32	1			
<b>Trung bình</b>		<b>2.3</b>	<b>Trung bình</b>		<b>2.5</b>
<b>Tổng điểm</b>	<b>2.5</b>				

<b>CTCP Phát triển BĐS Phát Đạt (PDR)</b>					
<b>Hiệu quả hoạt động</b>	KPI	Điểm	<b>Chất lượng và triển vọng doanh thu</b>	KPI	Điểm
Mức sinh lời trên vốn CSH	6.8%	2	Doanh số bán nhà theo tiến độ chưa ghi nhận theo % triển vọng doanh thu	4.9%	2
Vốn hoạt động ròng/Doanh thu	9.0	2	% trong triển vọng doanh thu từ các dự án chưa động thổ	36.0%	2
Vòng quay tài sản	0.1	1	Giá trị ròng triển vọng doanh thu/doanh thu 2015	9.7	3
Biên lợi nhuận gộp	31.3%	2	Rủi ro tập trung	20.2%	2
Biên EBITDA	19.2%	2			
<b>Trung bình</b>		<b>1.8</b>	<b>Trung bình</b>		<b>2.3</b>
<b>Khả năng thanh toán nợ và thanh khoản</b>	KPI	Điểm	<b>Quỹ đất</b>	KPI	Điểm
EBITDA/CP lãi vay	0.4	1	Số năm của quỹ đất chưa sử dụng theo tỷ lệ triển khai hiện hữu	36.0	4
Nợ ròng/EBITDA	18.5	1	Giá trị tài sản ròng của quỹ đất	3,894.0	4
Nợ ròng/Vốn CSH	190.9%	1			
Khả năng thanh toán nhanh	0.4	2			
<b>Trung bình</b>		<b>1.3</b>	<b>Trung bình</b>		<b>4.0</b>
<b>Tổng điểm</b>	<b>2.3</b>				

Ghi chú

- “Vốn hoạt động ròng/doanh thu”, “Mức sinh lời trên vốn chủ sở hữu”, “Giá trị tài sản”, “Biên LN gộp”, “Biên EBITDA” được tính trung bình trong các năm 2015, 2016, 2017 để cân bằng tính biến độ qua từng năm.
- Cách tính “Khả năng thanh toán nhanh” loại trừ hàng tồn kho từ các tài sản hiện tại do hàng tồn kho của các công ty BĐS không thực sự là tài sản thanh khoản
- “Rủi ro tập trung” được tính bằng cách sử dụng độ chênh lệch chuẩn từ việc phân phối doanh thu dự báo chưa ghi nhận cho tất cả dự án đang triển khai, sau đó chia cho doanh thu từ các dự án đang triển khai, nhằm mục đích tính toán độ tập trung của tổng doanh thu từ các dự án đang triển khai vào các dự án
- “Giá trị tài sản ròng của quỹ đất chưa sử dụng” chỉ bao gồm “đất chưa sử dụng”, ví dụ như mảnh đất này chưa được phân dự án do đó chưa mang lại tiềm năng lợi nhuận cho công ty, ngoại trừ đã được ghi nhận trước đó trong doanh thu từ các dự án đang triển khai; mảnh đất này được định giá theo giá thị trường theo phương thức so sánh hiện hữu hoặc bằng giá trị sổ sách nếu như không có số liệu.
- “Số năm của quỹ đất chưa sử dụng theo tỷ lệ triển khai hiện hữu” được tính dựa theo diện tích quỹ đất chưa sử dụng chia cho tỷ lệ sử dụng đất trung bình trong năm 2015 và 2014, khi “tỷ lệ sử dụng đất” được tính dựa theo tiến độ bán hàng tại tất cả các dự án và diện tích đất của các dự án này.

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Anirban Lahiri, Hoàng Anh Tuấn và Trần Hùng, 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
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	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 tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy 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 trong thời hạn xác định 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](http://www.vcsc.com.vn)

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+848 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+848 3914 3588

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+844 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. HCM  
+848 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Giám đốc

Vũ Thanh Tú, +848 3914 3588 ext 105  
[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

#### Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

##### Trưởng phòng cao cấp

Ngô Hoàng Long, ext 145

#### Bất động sản, Hàng tiêu dùng

##### Trưởng phòng cao cấp

Anirban Lahiri, ext 130

Đặng Văn Pháp, CV cao cấp ext 143  
Đinh Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140  
Nguyễn Lê Hoàng Yến, CV cao cấp ext 124

Hoàng Anh Tuấn, CV cao cấp ext 120  
Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147

#### Vĩ mô và Thị trường

Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142  
Dương Mỹ Thanh, CV vĩ mô ext 173

#### Dầu khí

Nguyễn Đức Tuấn, Trưởng phòng ext 185  
Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135  
Nguyễn Thị Kim Chung, Chuyên viên ext 132

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.  
+848 3914 3588 ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+848 3914 3588 ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

#### Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+848 3914 3588 ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+844 6262 6999 ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto: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.