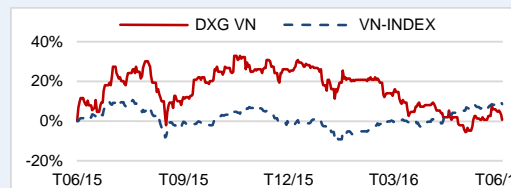


Ngày báo cáo:	13/06/2016		<u>2015</u>	<u>2016F</u>	<u>2017F</u>
Giá hiện tại:	15.000VND	Tăng trưởng DT	175,5%	58,2%	-2,7%
Giá mục tiêu:	23.200VND	Tăng trưởng EPS	43,5%	-15,6%	-25,6%
Giá mục tiêu trước đây:	23.200VND	Biên LN gộp	47,3%	40,4%	42,4%
		Biên LN ròng	24,1%	20,2%	21,4%
TL tăng:	+54,7%	EPS (VND)	2,590	2,186	1,626
Lợi suất cổ tức:	0,0%	GTSS/CP* (VND)	13,142	13,779	15,942
Tổng mức sinh lời:	+54,7%	P/B	0,9x	0,8x	0,7x



Xu hướng trung hạn / Hỗ trợ: Giảm / 14.300VND

Ngành:	Bất động sản		<u>DXG</u>	<u>Peers</u>	<u>VNI</u>
GT vốn hóa:	78tr USD	P/E (trượt)	5,5x	12,4x	13,7x
Room KN	8tr USD	P/B (hiện tại)	0,9x	1,0x	1,8x
GTGD trung bình/ngày	0,9tr USD	Nợ ròng/CSH	-0,3x	0,3x	N/A
Cổ phần Nhà nước:	0%	ROE	19,0%	8,4%	13,9%
SL cổ phiếu lưu hành	117tr	ROA	9,4%	4,1%	2,4%
Pha loãng	117tr				

\* Điều chỉnh cho đợt phát hành quyền mua

DXG là một công ty môi giới có uy tín với thị phần cả nước lên đến 20%. Công ty hiện đang nhanh chóng trở thành một chủ đầu tư, tập trung vào phân khúc trung cấp nhằm tận dụng kinh nghiệm của mảng môi giới và vị trí thu hút của các dự án. Công ty hiện có 12 dự án BĐS ở thành phố Hồ Chí Minh.

Hoàng Văn Thọ  
Chuyên viên

## Tiến độ bán hàng tốt giúp tạo niềm tin vào quá trình chuyển đổi mô hình kinh doanh

Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA dành cho CTCP Dịch vụ và Xây dựng Địa ốc Đất Xanh (DXG). KQKD Quý 1 của lĩnh vực môi giới giảm không phản ánh đúng triển vọng cả năm, trong khi dự báo EPS 2017 giảm không thể hiện tốc độ tăng trưởng kép hàng năm 32% trong 3 năm tới nhờ bàn giao nhiều dự án. Yếu tố tăng trưởng dài hạn này vẫn chưa được phản ánh vào thị giá hiện tại.

**DXG giữ mục tiêu tăng trưởng doanh thu môi giới bằng năm ngoài dù mảng này giảm 44% trong quý 1.** KQKD quý 1 giảm do quy trình khắt khe hơn đối với mảng bán buôn và kế hoạch ghi nhận doanh thu. Chúng tôi dự kiến doanh thu sẽ tăng trở lại nhờ danh sách dự án hiện tại là khá tốt và giao dịch trên thị trường vẫn ở mức tích cực. Chúng tôi duy trì mức dự báo giảm 10% doanh thu môi giới sau khi đã tăng mạnh trong năm 2015.

**Các dự án Luxcity và Opal Riverside đạt tiến độ bán hàng tích cực, phản ánh thành công bước đầu của DXG trong việc chuyển đổi từ môi giới sang phát triển BĐS.** Sau khi triển khai thành công dự án Luxcity trong quý 4/2015, DXG đã triển khai dự án mới trong tháng 5/2016 (Opal Riverside, 626 căn hộ, giá trị đầu tư 940 tỷ đồng) với tiến độ bán hàng vượt xa dự báo của chúng tôi. Điều này, một lần nữa củng cố vững chắc sự đúng đắn trong việc lựa chọn phân khúc thị trường của DXG, cũng như chiến lược thâm nhập hiệu quả và vị thế ngày càng được định hình.

**Chúng tôi dự báo giá trị hợp đồng sẽ tăng 121% năm 2016.** Chúng tôi giữ nguyên dự báo lượng căn hộ bán ra năm 2016 đạt 1.600 căn hộ (+70% so với 2015) và doanh số bán hàng 2.800 tỷ đồng (124 triệu USD, +121% so với 2015) nhờ nhiều dự án triển khai và giao dịch thị trường tích cực. Dự báo của chúng tôi thận trọng hơn kế hoạch của ban lãnh đạo khi chúng tôi cho rằng quản lý nhiều dự án cùng lúc có thể là thách thức trong giai đoạn chuyển giao của DXG.

**Việc mua lại một số dự án trị giá tổng cộng 62 triệu USD giúp tạo động lực tăng trưởng dài hạn.** DXG đã thuê 5 dự án trong năm nay với tổng giá trị 1,4 nghìn tỷ đồng (62 triệu USD). Công ty có thể sử dụng thêm 500 tỷ đồng (22 triệu USD) để thuê trong năm nay và 1 nghìn tỷ đồng (44 triệu USD)/năm trong tương lai, phù hợp với chiến lược xây dựng danh mục dự án và vị thế tài chính vững mạnh.

**Nhà đầu tư nên xem xét mua sau đợt phát hành quyền mua cổ phiếu tỷ lệ 1:1, dự kiến thực hiện trong Quý 3.** Tính từ đầu năm, giá cổ phiếu DXG đã giảm 20%, chủ yếu do doanh thu môi giới giảm và lo ngại về đợt phát hành quyền mua. Như đã giải thích ở trên, chúng tôi không lo ngại về kết quả của mảng môi giới. Chúng tôi cho rằng DXG đang đi đúng hướng để trở thành công ty

hàng đầu trong phân khúc thị trường nhà ở trung cấp trong khi môi giới vẫn là mảng kinh doanh chiến lược. Điều chỉnh cho đợt phát hành quyền mua sẽ làm giảm tổng mức sinh lời của chúng tôi xuống còn 39,5%.

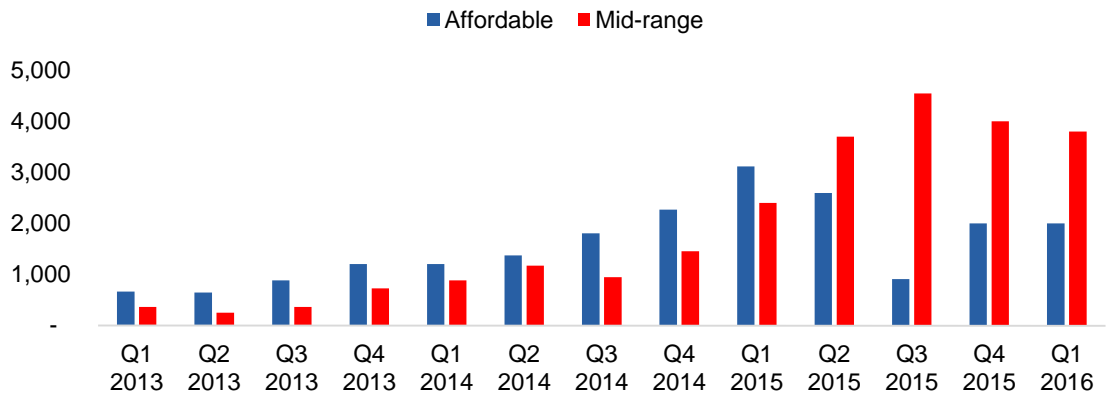
## Mảng BĐS trung cấp tiếp tục diễn biến tích cực

Giao dịch của phân khúc nhà trung cấp đã tăng 60% trong quý 1/2016 so với quý 1/2015, cho thấy nhu cầu vững chắc trong phân khúc này (hình 1).

Ngoài ra, cam kết mạnh mẽ của Chính phủ nhằm duy trì lãi suất cho vay ở mức thấp có thể là cú hích đáng kể khi những người mua nhà trung cấp thường nhạy cảm đến lãi suất vay thế chấp. Đáng chú ý, phân khúc nhà ở giá cả phải chăng tiếp tục giảm do thiếu hụt quỹ đất giá rẻ và khả năng sinh lời thấp khiến các chủ đầu tư không còn “mặn mà” trong phân khúc này.

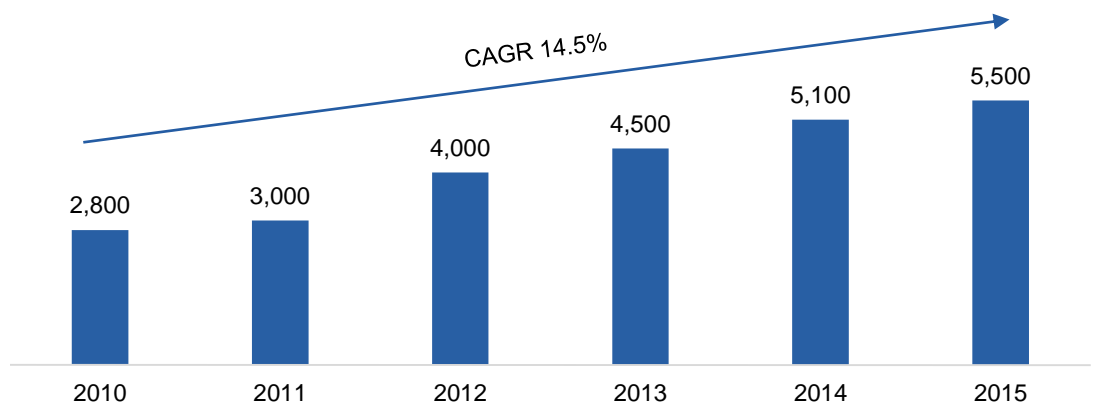
Trong tương lai, chúng tôi cho rằng các chủ đầu tư sẽ di chuyển sang phân khúc nhà ở trung cấp nhằm có được biên LN cao hơn trong khi những người mua nhà giá phải chăng cũng sẽ chuyển sang phân khúc trung cấp do thu nhập gia tăng. Trong khi điều này có thể tạo ra thêm sự cạnh tranh, chúng tôi vẫn tự tin vào triển vọng của DXG do nhu cầu dự kiến tăng trưởng ổn định trong khi DXG đang dần xây dựng thương hiệu của mình trong phân khúc có sự phân mảnh này. Ngoài ra vị thế tài chính lành mạnh sẽ cho phép DXG hợp nhất thị trường thông qua thu tóm các công ty nhỏ hơn.

Hình 1: Giao dịch căn hộ giá phải chăng và trung cấp tại TPHCM (căn)



Nguồn: CBRE và VCSC

Hình 2: GDP đầu người mạnh mẽ tại TPHCM (USD)



Nguồn: Tổng hợp của VCSC

## KQKD quý 1/2016: Mảng môi giới giảm ảnh hưởng tới lợi nhuận dù mảng BĐS tăng mạnh

DXG ghi nhận tăng trưởng mạnh về doanh thu trong quý 1/2016 (+83% so với quý 1/2015) chủ yếu do ghi nhận từ BĐS (Sunview Town và Gold Hill) trong khi mảng môi giới giảm mạnh. Ghi nhận doanh thu từ dự án Sunview Town sẽ là yếu tố dẫn dắt chính cho tăng trưởng doanh thu trong năm 2016, trong khi chúng tôi cũng kỳ vọng DXG sẽ nhanh chóng tăng nhanh mảng môi giới nhờ vào danh mục dự án tốt và giao dịch thị trường tích cực sau Tết Nguyên đán. KQKD quý 1 thấp không phản ánh triển vọng diễn kiến kinh doanh thực sự của DXG trong năm 2016.

Hình 3: Tổng kết KQKD quý 1/2016

(tỷ đồng)	Q1/2016	Tăng trưởng	% dự báo của VCSC	Ghi chú
<b>Doanh thu</b>	<b>315</b>	<b>83%</b>	<b>14%</b>	
Môi giới	88	-44%	13%	- Môi giới bán buôn bị đặt tiêu chuẩn khắt khe hơn - Doanh thu dự kiến sẽ tăng nhanh các quý sau nhờ danh mục các dự án tốt và thị trường ổn định - Gần như không có doanh thu từ BĐS trong quý 1/2015
Phát triển BĐS	199	19.800%	15%	- Doanh thu ghi nhận từ dự án Sunview Town và Gold Hill sẽ gia tăng trong quý 2 và quý 3.
Xây dựng	28	87%	17%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>100</b>	<b>0%</b>	<b>11%</b>	
Môi giới	57	-43%	12%	Phù hợp với đà sụt giảm doanh thu
Phát triển BĐS	41	N/M	10%	Không có lợi nhuận trong quý 1/2015
Xây dựng	2	N/M	12%	Không có lợi nhuận trong quý 1/2015
Chi phí quản lý và bán hàng	78	95%	24%	Chi phí quản lý và bán hàng tăng tương ứng với việc nhiều dự án đang quản lý
<b>LN trước thuế</b>	<b>22</b>	<b>-63%</b>	<b>4%</b>	
LN sau thuế	29	-51%	5%	
<b>LNST và sau lợi ích CĐTS</b>	<b>29</b>	<b>-22%</b>	<b>7%</b>	Giảm lợi ích CĐTS trong quý 1/2016 và quý 1/2015

Nguồn: DXG và VCSC

Hình 4: Thời gian triển khai các dự án

Dự án	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tổng DT sàn (m <sup>2</sup> )	Căn hộ
Sunview Town							120.400	1.603
Gold Hill							271.100	1.044
Luxcity							45.400	434
Opal Riverside							68.500	634
Green City							133.000	258
Bivi							50.000	420
Tam Đa							52.400	656
Tâm Thông 1							53.100	540
Tâm Thông 2							20.700	196
Tân Kiềng							88.000	765
Bình Đăng							51.100	276
Venice City							379.700	3.100
Kim Khi							68.617	400
<b>Tổng cộng</b>							<b>1.333.400</b>	<b>10.326</b>

Nguồn: DXG và VCSC

## Dự báo 2016: Đầu tư BĐS sẽ thúc đẩy tăng trưởng

**Chúng tôi vẫn dự đoán hầu hết dự báo của mình**, với 58% tăng trưởng doanh thu trong năm 2016, dẫn dắt bởi đóng góp từ 2 dự án BĐS. LNST trừ lợi ích CĐST ghi nhận mức tăng trưởng 32%, thấp hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu khi mảng đầu tư có biên LN thấp hơn mảng môi giới.

Hình 5: Tổng hợp dự báo 2016

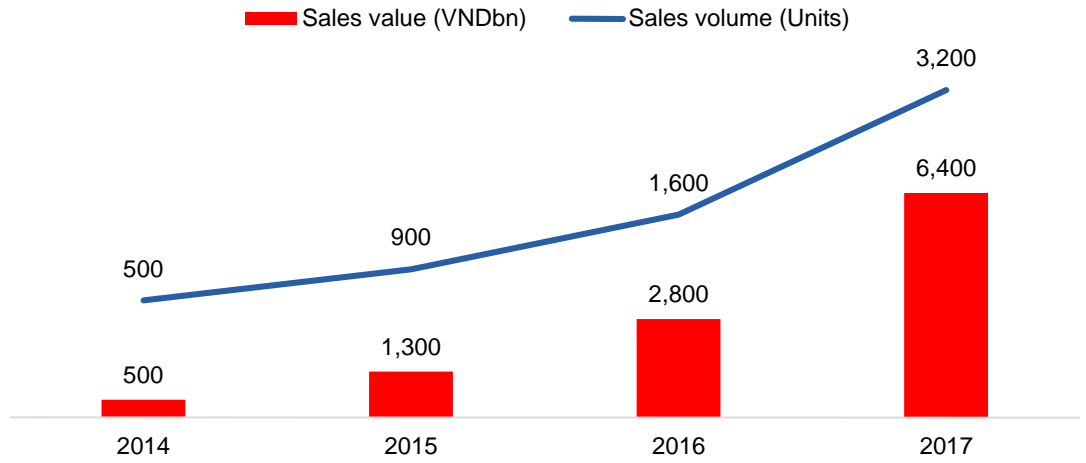
(tỷ đồng)	2016	Tăng trưởng vs 2015	Dự báo hiện nay/ trước đây	Ghi chú
<b>Doanh thu</b>	<b>2.206</b>	<b>58%</b>	<b>100%</b>	
Môi giới	678	-10%	100%	- Giảm nhẹ sau khi tăng mạnh năm 2015 - Danh mục dự án tốt và điều kiện thị trường thuận lợi có thể cho phép DXG vượt dự báo của chúng tôi
Phát triển BĐS	1.360	177%	100%	- Từ các căn hộ còn lại của Sunview Town và một phần đóng góp từ dự án Luxcity
Xây dựng	169	10%	100%	
<b>LN gộp</b>	<b>890</b>	<b>35%</b>	<b>97%</b>	
Môi giới	461	-15%	94%	Biên LN giảm nhẹ trong năm 2016
Phát triển BĐS	413	282%	100%	2015 là năm có mức cơ sở thấp
Xây dựng	17	116%	100%	
Chi phí quản lý và bán hàng	329	22%	100%	
<b>EBIT</b>	<b>561</b>	<b>44%</b>	<b>95%</b>	
LNST	542	22%	98%	
<b>LNST và sau lợi ích CĐST</b>	<b>446</b>	<b>32%</b>	<b>100%</b>	Tăng trưởng chậm hơn doanh thu khi mảng môi giới có biên LN cao hơn

Nguồn: DXG và VCSC

**Chúng tôi cũng dự báo khối lượng giao dịch 1.600 căn hộ (+70% so với 2015)** và giá trị hợp đồng giao dịch đạt 2,8 nghìn tỷ đồng (124 triệu USD), +121% so với 2015) (hình 6). Con số này là khá thận trọng so với kế hoạch của DXG do chúng tôi ghi nhận rủi ro của việc quản lý nhiều dự án cùng lúc là một thách thức trong giai đoạn chuyển giao của DXG. Khi DXG cho biết lượng mở bán sẽ chậm hơn 3-6 tháng so với kế hoạch cuối năm 2015, chúng tôi kỳ vọng sẽ có nhiều đợt mở bán trong nửa cuối năm 2016 thay vì giữa năm. Khi các công ty BĐS chỉ có thể ghi nhận doanh thu và lợi nhuận khi hoàn giao, tiến độ bán hàng tốt này sẽ chỉ được thể hiện trong bảng cân đối kế toán năm 2018.

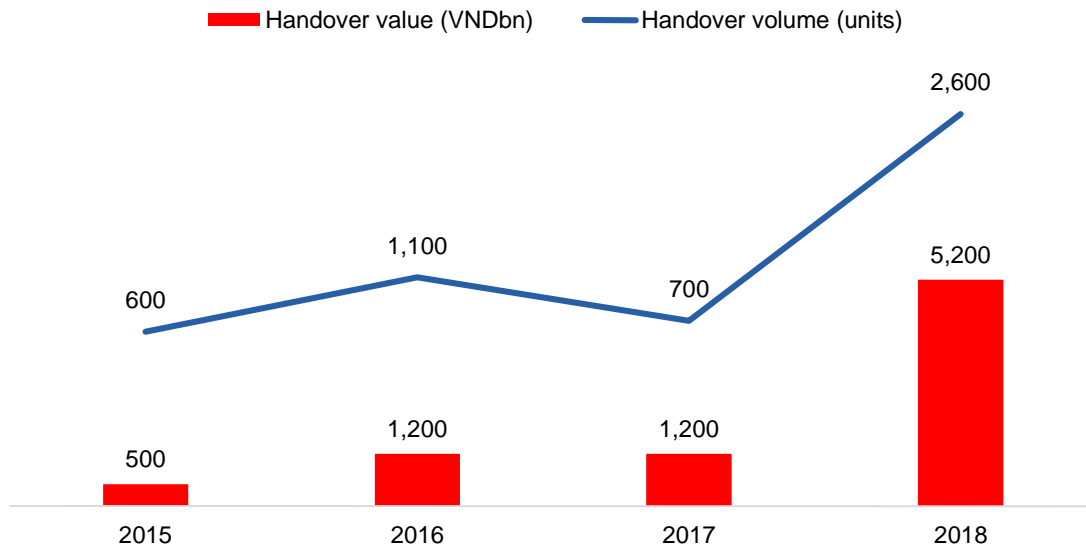
DXG đã triển khai dự án Opal Riverside là dự án đầu tiên trong năm nay và đạt được tiến độ bán hàng rất tốt (nhanh chóng bán hết block đầu tiên, chiếm khoảng 40% tổng dự án trong tháng mở bán đầu tiên). Diễn biến này, cùng với tiến độ bán hàng nhanh chóng của dự án Luxcity trong quý 4/2015 (đã bán 82%), tạo ra niềm tin vào các đợt mở bán tiếp theo trong năm nay. Đáng chú ý, Opal Riverside là dự án có giá bán cao nhất (1.200USD/m<sup>2</sup>) trong số các dự án hiện hữu. Hầu hết các dự án mới của DXG đều được chào bán với giá 750USD-1.000USD/m<sup>2</sup>, mức giá có lượng cầu lớn nhưng nguồn cung là khá hạn chế.

Hình 6: Tiến độ bán BĐS



Nguồn: DXG và VCSC

Hình 7: Tiến độ bàn giao dự án của DXG



Nguồn: DXG và VCSC

## Định giá

**Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu 23.200 đồng, tương ứng với tỷ lệ tăng 39,5%, nếu chúng tôi tính gộp cả đợt phát hành quyền mua tỷ lệ 1:1.** DXG có kế hoạch phát hành quyền mua cho các cổ đông hiện hữu (dự kiến thực hiện trong quý 3/2016) với tỷ lệ 1:1 (một cổ phiếu hiện hữu có quyền mua một cổ phiếu mới) với mức giá 10.000 đồng/CP. Đợt tăng vốn này được dùng để đầu tư dự án Venice City tại Quận 2 (6,7ha), dự án rất quan trọng với kế hoạch tăng trưởng 5 năm của DXG do quy mô lớn của dự án này (hình 4). Có khả năng DXG sẽ không cần tăng thêm vốn trong vòng 3 năm tới sau đợt tăng vốn này.

Chúng tôi giữ tỷ lệ WACC 14,2% và chiết khấu 20% tổng NAV để phản ánh rủi ro thanh khoản của các công ty BĐS và khả năng chưa được kiểm chứng trong việc triển khai nhiều dự án cùng lúc của DXG. Đối với khoảng đầu tư của DXG vào các công ty khác. Chúng tôi sử dụng phương án giá trị sổ sách. Khi xây dựng chỉ là một mảng kinh doanh nhỏ với biên LN thấp, chúng tôi loại trừ mảng này ra khỏi định giá của DXG.

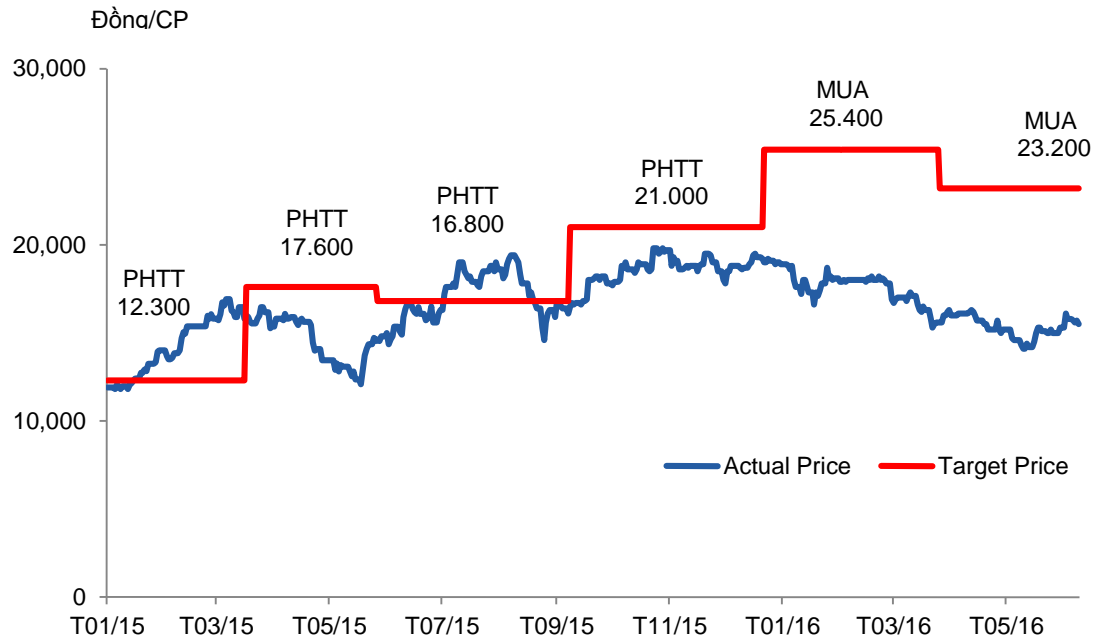
Hình 8: Tóm tắt mô hình định giá sau đợt phát hành quyền mua cổ phiếu, trả cổ tức bằng cổ phiếu, và phát hành cổ phiếu ESOP

	Phương pháp	GT hiện tại ròng của dự án (tỷ VND)	Sở hữu	Giá trị hiện tại ròng (tỷ VND)
Sunview Town	DCF	112	100%	112
Gold Hill	DCF	74	100%	74
Luxcity	DCF	251	100%	251
Opal Riverside	DCF	260	100%	260
Green City - The Palm City	DCF	130	100%	130
Bivi - Polaris Riverview	DCF	93	100%	93
Tam Đa - Zen Riverside	DCF	80	100%	80
Tâm Thông - Auris City	DCF	161	100%	161
Tâm Thông - Cara Riverview	DCF	52	100%	52
Tân Kiểng - Greeny Riverview	DCF	176	100%	176
Bình Đăng - Square Plaza	DCF	140	100%	140
Venice City	DCF	539	100%	539
Kim Khi	DCF	130	100%	130
<b>Tổng giá trị hiện tại ròng các dự án</b>		<b>2.200</b>		<b>2,200</b>
<b>Môi giới</b>	<b>DCF</b>	<b>2.024</b>	<b>51%</b>	<b>1,032</b>
cộng Đầu tư vào công ty khác	GT sổ sách			525
cộng Tiền và tương đương tiền				725
cộng Tiền mặt từ đợt phát hành quyền mua 2016				1,172
trừ Tổng nợ				-543
<b>Giá trị tài sản ròng</b>				<b>5,110</b>
Chiết khấu đối với giá trị tài sản ròng				20%
Số cổ phiếu mới (triệu)				253
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>				<b>16,160</b>
<b>Giá thị trường tương đương (VND)</b>				<b>11,582</b>
<b>TL tăng</b>				<b>39,5%</b>

Nguồn: VCSC

## Lịch sử khuyến nghị

Hình 9: Diễn biến giá cổ phiếu và so với giá mục tiêu của VCSC



Nguồn: Bloomberg & VCSC

## Phân tích kỹ thuật

### Nhận định:

Đồ thị giá hồi phục sau khi chạm mức hỗ trợ 14.300. Tuy nhiên, đồ thị giá vẫn giao dịch dưới đường trung bình 20 tuần cho thấy đồ thị giá vẫn trong xu hướng giảm trung hạn.

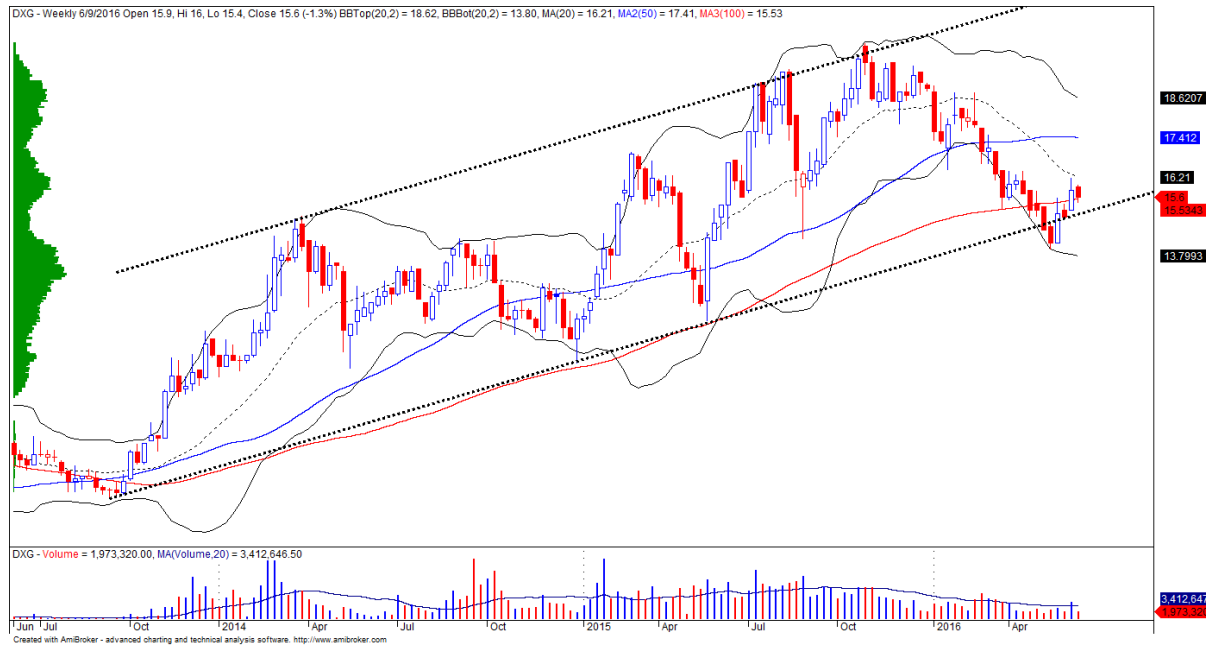
Các chỉ báo xung lượng trung hạn tăng từ vùng quá bán cho thấy đồ thị giá đang trong nhịp hồi phục kỹ thuật sau giai đoạn giảm kéo dài từ cuối tháng 10/2015.

Trong dài hạn, đồ thị giá đang giao dịch trong kênh tăng giá dài hạn và đang giao dịch tại biên dưới của kênh tăng giá.

### Khuyến nghị:

Các nhà đầu tư trung hạn có thể mua vào nếu đồ thị giá vượt mức kháng cự 16.200. Đồng thời, các nhà đầu tư dài hạn có thể xem xét mua vào ở vùng giá hiện tại.

Tính đến ngày 09/06/2016	(VND/ CP)
Chu kỳ phân tích trung hạn	3-6 tháng
Ngưỡng kháng cự trung hạn	16.200
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	14.300
Xu hướng trung hạn	GIẢM



Nguồn: VCSC



## Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F
<b>Doanh thu</b>	<b>1.395</b>	<b>2.206</b>	<b>2.147</b>
Giá vốn hàng bán	-735	-1.316	-1.236
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>659</b>	<b>890</b>	<b>911</b>
Chi phí bán hàng	-144	-197	-202
Chi phí quản lí DN	-125	-132	-135
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>390</b>	<b>561</b>	<b>575</b>
Thu nhập tài chính	37	48	46
Chi phí tài chính	-8	-11	-12
Trong đó, chi phí lãi vay	-5	-11	-12
Lợi nhuận từ công ty LDLC	67	80	96
Lỗ/lãi thuần khác	56	0	0
LNTT	540	678	704
Thuế TNDN	-95	-136	-141
LNST trước CĐTS	446	542	563
Lợi ích CĐ thiểu số	-109	-97	-104
<b>LN ròng trừ CĐTS, báo cáo</b>	<b>337</b>	<b>446</b>	<b>459</b>
<b>LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh <sup>(1)</sup></b>	<b>283</b>	<b>446</b>	<b>459</b>
EBITDA	395	573	591
EPS cơ bản, báo cáo, VND	2.590	2.186	1.626
EPS cơ bản, điều chỉnh <sup>(1)</sup> , VND	2.122	2.186	1.626
EPS pha loãng, VND	2.590	2.186	1.626

TỶ LỆ	2015A	2016F	2017F
<b>Tăng trưởng</b>			
Tăng trưởng doanh thu	175,5%	58,2%	-2,7%
Tăng trưởng LN HĐKD	136,0%	44,0%	2,3%
Tăng trưởng LNTT	102,9%	25,5%	3,8%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	115,4%	3,0%	-25,6%
<b>Khả năng sinh lời</b>			
Biên LN gộp %	47,3%	40,4%	42,4%
Biên LN từ HĐ %	28,0%	25,4%	26,8%
Biên EBITDA	28,4%	26,0%	27,5%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	24,1%	20,2%	21,4%
ROE %	19,0%	12,8%	11,3%
ROA %	9,4%	7,4%	4,8%

Chỉ số hiệu quả vận hành	2015A	2016F	2017F
Số ngày tồn kho	402	384	1.039
Số ngày phải thu	170	139	133
Số ngày phải trả	247	150	188
TG luân chuyển tiền	325	373	984
<b>Thanh khoản</b>			
CS thanh toán hiện hành	2,0	2,2	1,6
CS thanh toán nhanh	1,2	1,4	0,4
CS thanh toán tiền mặt	0,6	1,0	0,2
Nợ/Tài sản	12,3%	9,3%	12,3%
Nợ/Vốn sử dụng	19,8%	13,9%	22,6%
Nợ/Vốn CSH	-26,6%	-46,4%	9,0%
Khả năng thanh toán lãi vay	11,2	6,5	2,3

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F
Tiền và tương đương	910	2.180	821
Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu	925	752	813
Hàng tồn kho	1.122	1.646	5.391
TS ngắn hạn khác	30	102	110
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>2.987</b>	<b>4.679</b>	<b>7.134</b>
TS dài hạn (gộp)	37	52	69
- Khấu hao lũy kế	-16	-27	-44
TS dài hạn (ròng)	21	25	26
Đầu tư TC dài hạn	393	473	568
TS dài hạn khác	173	873	1.873
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>587</b>	<b>1.370</b>	<b>2.467</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>3.573</b>	<b>6.050</b>	<b>9.601</b>
Phải trả ngắn hạn	421	658	618
Nợ ngắn hạn	156	156	156
Nợ ngắn hạn khác	940	1.342	3.747
Tổng nợ ngắn hạn	1.517	2.156	4.521
Nợ dài hạn	283	406	1.029
Nợ dài hạn khác	3	3	3
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.802</b>	<b>2.564</b>	<b>5.552</b>
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Vốn cổ phần	1.173	2.531	2.541
Thặng dư vốn CP	11	11	11
Lợi nhuận giữ lại	382	642	1.091
Vốn khác	18	18	18
Lợi ích CĐTS	188	284	388
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.771</b>	<b>3.486</b>	<b>4.049</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>3.573</b>	<b>6.050</b>	<b>9.601</b>

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>776</b>	<b>910</b>	<b>2.180</b>
Lợi nhuận sau thuế	337	446	459
Khấu hao	6	11	16
Thay đổi vốn lưu động	-350	217	-1.448
Điều chỉnh khác	119	17	8
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>112</b>	<b>691</b>	<b>-965</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-25	-17	-19
Đầu tư	-290	-698	-998
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-315</b>	<b>-715</b>	<b>-1.017</b>
Cổ tức đã trả	-32	0	0
Tăng (giảm) vốn cổ phần	49	1.172	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	319	123	623
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>336</b>	<b>1.295</b>	<b>623</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>133</b>	<b>1.270</b>	<b>-1.358</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>910</b>	<b>2.180</b>	<b>821</b>

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC. (1) Các tỷ lệ được tính dựa theo lợi nhuận báo cáo. EPS điều chỉnh dựa theo lợi nhuận chuẩn hóa có có khấu trừ khoản trích vào quỹ khen thưởng và phúc lợi theo Thông tư 200.

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Hoàng Văn Thọ, 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 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 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. Đề 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  
+848 3914 3588

#### Phòng giao dịch

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

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Giám đốc

Barry Weisblatt, +848 3914 3588 ext 105  
barry.weisblatt@vcsc.com.vn

#### Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp, ext 145 Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

Trịnh Ngọc Hoa, CV cao cấp ext 124  
Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116

#### Vật liệu xây dựng

Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149

#### Vĩ mô

Nguyễn Hải Hiền, Chuyên viên ext 132

#### Hàng tiêu dùng, Ôtô và Săm lốp

#### Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng ext 143

Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185  
Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

#### BDS và Xây dựng

#### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng, ext 120

Hoàng Văn Thọ, Chuyên viên ext 174

#### 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

+848 3914 3588  
research@vcsc.com.vn

#### Anirban Lahiri, Trưởng phòng cao cấp ext 130 Logistics và Nông nghiệp

Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138  
Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

#### Dầu khí, Điện và Phân bón

Đinh Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140  
Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

#### Khách hàng cá nhân

#### Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142

Nguyễn Thảo Vy, CV cao cấp ext 147  
Nguyễn Đắc Phú Thành CV ext 194

### 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

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+848 3914 3588 ext 136  
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

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+844 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.