

Nhà Khang Điền (KDH)

MUA

Đặng Văn Pháp

Chuyên viên

phap.dang@vcsc.com.vn

+84 8 3 914 3588 ext. 143

Cập nhật công ty

Nâng KN từ **NAM GIỮ** lên **MUA**
Tăng giá mục tiêu từ 12.600VNĐ lên 17.900VNĐ

Giá hiện tại 13.500VNĐ
Giá mục tiêu 17.900VNĐ
TL tăng 33%
Lợi suất cổ tức 0%

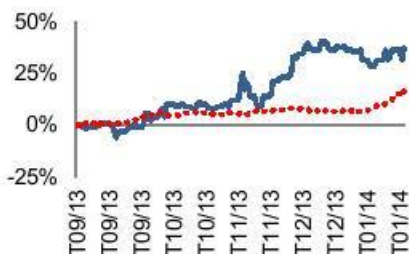
Bất động sản

Giá trị vốn hóa 28,8 triệu USD
SL cổ phiếu lưu hành 43,7 triệu
Mức cao nhất 52 tuần 7.500VNĐ
Mức thấp nhất 52 tuần 13.900VNĐ

GTGD bình quân ngày trong 20 ngày qua 7.221 USD
Sở hữu NN còn lại 0,7 triệu USD
TL sở hữu của NN/room tối đa 47% /49 %

Cơ cấu cổ đông

Chủ tịch HĐQT & các bên liên quan 41,4%
VinaCapital Group 23,6%
Dragon Capital 10,5%
Mutual Fund Elite 9,1%
Các nhà đầu tư khác 3,4%
Cổ phiếu quỹ 9,0%
Khác 2,9%



Bỏ chiết khấu rủi ro. 2014 là năm đảo chiều

Chúng tôi nâng mức khuyến nghị dành cho KDH từ **NAM GIỮ** lên **MUA** sau khi tăng định giá cổ phiếu tính theo phương pháp giá trị tài sản ròng (RNAV) lên 17.900 đồng, với tỷ lệ tăng là 33%. Sờ giao dịch chứng khoán đã gỡ bỏ quy định hạn chế giao dịch đối với các công ty bị lỗ hai năm liên tiếp, và điều này cho phép chúng tôi loại bỏ tỷ lệ chiết khấu 30% mà chúng tôi áp dụng vào định giá của KDH trước đây. Chúng tôi dự báo năm 2014 sẽ là một năm đảo chiều của KDH nhờ vào dòng sản phẩm mới và doanh thu cải thiện.

Gỡ bỏ tỷ lệ chiết khấu 30% trên RNAV nhờ Quyết định 10/QĐ-SGDHCM

Trong báo cáo cập nhật trước đó của chúng tôi về KDH (Báo cáo cập nhật ngành bất động sản ngày 22/11/2013), chúng tôi đã dự báo KDH sẽ chịu lỗ năm thứ hai liên tiếp trong năm 2013. Theo như quy định cũ thì cổ phiếu KDH sẽ chỉ được giao dịch trong 15 phút cuối phiên, do đó chúng tôi đã áp dụng tỷ lệ chiết khấu 30% trên RNAV của KDH cho rủi ro này. Theo Quyết định 10 vừa được công bố vào tuần trước, cổ phiếu của các công ty kinh doanh thua lỗ trong hai năm sẽ vẫn được giao dịch bình thường sau khi các công ty này công bố thông tin theo yêu cầu của SGDCK TP. HCM, điều mà chúng tôi cho rằng không khó để thực hiện.

Năm 2014 nhiều khả năng sẽ là một năm đảo chiều của KDH

Chúng tôi dự báo KDH bị lỗ 162 tỷ đồng trong năm 2013 do doanh số bán hàng hầu như không có và việc thoái vốn khỏi dự án Đoàn Nguyên (lỗ 86 tỷ đồng). Tuy nhiên, sang năm 2014 KDH có thể có lợi nhuận nhờ vào dòng sản phẩm mới là nhà phố có diện tích đất 75-90m², 2,5-3 tầng với giá 1,8-2 tỷ đồng/căn. Trong tháng 03/2014, KDH dự kiến sẽ mở bán Mega Villa Residence (MVR), dự án đầu tiên thuộc dòng sản phẩm này. Doanh thu kỳ vọng sẽ tốt nhờ cầu vượt cung trong phân khúc cụ thể này. Chúng tôi cho rằng KDH sẽ đạt 705 tỷ đồng doanh thu và 37 tỷ đồng lợi nhuận ròng sau thuế trong năm 2014.

Tiếp tục mở rộng quỹ đất ở khu vực Quận 9

KDH cho biết sẽ mua thêm đất ở quận 9, gần các dự án hiện tại như Villa Park và Mega Villa. Các thủ tục pháp lý cho một dự án rộng 4,8ha đã được thực hiện xong và KDH hiện đang trong giai đoạn cuối để hoàn tất 2-3 dự án khác. Chúng tôi đánh giá cao quỹ đất của KDH, có vị trí gần các công trình cơ sở hạ tầng giao thông trọng điểm như đường Vành Đai Trong và đường cao tốc Long Thành-Dầu Giây dẫn đến sân bay mới trong tương lai.

Cổ phiếu có thanh khoản thấp vẫn là một trở ngại lớn

Chúng tôi ước tính tỷ lệ cổ phiếu giao dịch tự do của KDH là 3%, vì vậy giao dịch thỏa thuận là lựa chọn phù hợp duy nhất cho các nhà đầu tư muốn mua cổ phiếu với số lượng lớn.

Các chỉ số chính	Thực tế		Ước tính	
	2011	2012	2013	2014
Doanh thu (tỷ đồng)	277	4	129	705
Biên LN gộp	28%	-35%	-119%	22%
Biên LN ròng	5%	-1.480%	-126%	5,2%
LN ròng cho cổ đông (tỷ đồng)	10	(56)	-162	37
EPS (đồng)	235	(1.264)	-3.703	847
Tăng trưởng EPS (%)	-94%	NA	NA	NA
Cổ tức/CP (đồng)	0	0	0	0
Tài sản lưu động/nợ ngắn hạn	111%	144%	NA	NA
Giá trị sổ sách/CP (đồng)	27.431	25.388	21.746	22.593
PER (lần)	57,4	NA	NA	15,9
PBR (lần)	0,5	0,5	0,6	0,6
ROE (%)	0,2%	-4,3%	-15,7%	3,7%
Nợ/CSH (%)	38,2%	46%	46%	46%

Sơ lược về Công ty

Lĩnh vực kinh doanh	Phát triển BĐS
Doanh thu	0,2 triệu USD (2012)
Lợi nhuận ròng	- 2,7 triệu USD (2012)


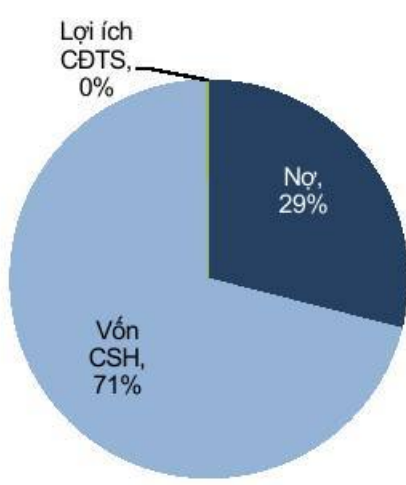
Yếu tố doanh thu chính	Nhà phố và biệt thự
Yếu tố chi phí chính	Chi phí đất và xây dựng
Yếu tố rủi ro chính	Lãi suất

Các đối thủ chính	Tập đoàn Nam Long
Các khách hàng chính	N/A

Lãnh đạo Ông Lý Điền Sơn (Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng giám đốc)

Địa chỉ L6, Tòa nhà Centec, Q. 1
TP. HCM, Việt Nam

Website <http://www.khangdien.com.vn>
Email info@khangdien.com.vn
Điện thoại +84. 8 38 208 858

Cơ cấu doanh thu		Cơ cấu chi phí	
		Cơ cấu chi phí	2012 (tỷ đồng)
Cơ cấu doanh thu	2012 (tỷ đồng)	Doanh thu	3,7
BĐS	-55,1	Giá vốn hàng bán	5,1
Tư vấn	28	Chi phí quản lý và bán hàng	26,2
Khác	30,8	Khác	-11,4
Tổng cộng	3,7	Lãi suất	33,7
		Thuế	7,1
		LN ròng trước khi trả lợi ích CĐTS	-57
Cơ cấu tài sản		Cơ cấu vốn	
			

Nguồn: KDH và ước tính của VCSC

Nội dung cập nhật

- Gỡ bỏ tỷ lệ chiết khấu cho rủi ro cổ phiếu bị hạn chế giao dịch
- Triển vọng lợi nhuận trong năm 2013 và 2014
- Cập nhật dự án của KDH
- Định giá
- Các rủi ro đầu tư

Gỡ bỏ tỷ lệ chiết khấu 30% cho rủi ro cổ phiếu bị hạn chế giao dịch

Cổ phiếu được giao dịch trở lại như bình thường sau khi công bố thông tin thỏa đáng về việc lỗ 2 năm liên tiếp

Trong báo cáo cập nhật trước đó của chúng tôi về KDH (trong báo cáo cập nhật ngành bất động sản ra ngày 22/11/2013), chúng tôi đã dự báo năm 2013 KDH sẽ chịu lỗ năm thứ hai liên tiếp. Trước khi SGĐCK TP. HCM ban hành Quyết định 10/QĐ-SGDHCM, thì điều đó có nghĩa rằng cổ phiếu của KDH sẽ chỉ được phép giao dịch trong 15 phút cuối phiên (tức phiên khớp lệnh định kỳ đóng cửa), ngay cả khi công ty đã trình kế hoạch tạo lợi nhuận trong năm 2014. Do đó, chúng tôi đã áp dụng tỷ lệ chiết khấu 30% trên RNAV của KDH. Theo Quyết định 10 mới được ban hành, nếu KDH có thể công bố công tin thỏa đáng theo yêu cầu của SGĐCK TP. HCM thì cổ phiếu của công ty có khả năng sẽ được giao dịch bình thường trở lại, sau một quãng thời gian tạm ngừng giao dịch để công bố thông tin. Do đó, chúng tôi có thể loại bỏ tỷ lệ chiết khấu này trong mô hình định giá của KDH.

Năm 2014 nhiều khả năng là một năm đảo chiều

Năm 2013 đầy khó khăn do không có doanh thu và lỗ từ thoái vốn dự án

Trong 9 tháng đầu năm 2013, KDH báo cáo lỗ 139 tỷ đồng, do không có doanh thu bất động sản và việc thoái vốn khỏi dự án Đoàn Nguyên (lỗ 86 tỷ đồng). Trong Quý 4/2013, chúng tôi không cho rằng tình hình doanh thu bất động sản sẽ cải thiện. Do đó, tính chung cho năm 2013, chúng tôi dự báo lỗ trước thuế là 162 tỷ đồng.

Cơ cấu lại danh mục dự án trong năm 2013 nhằm đáp ứng nhu cầu thị trường tốt hơn

Tuy có rất ít hoạt động kinh doanh BĐS trong năm 2013 nhưng KDH đã tích cực trong việc cơ cấu lại danh mục dự án. Cụ thể, trong 6 tháng cuối năm 2013, KDH đã lần lượt chuyển nhượng lại 24,9% và 99,9% vốn tại các dự án Villa Park và Đoàn Nguyên. Với Villa Park, công ty thoái vốn nhằm thu về tiền mặt khi tiến độ bán hàng tại dự án này đang diễn ra chậm do tổng giá trị của các biệt thự là khá lớn (thường là 4 tỷ đồng/biệt thự hoặc cao hơn). Trong khi đó, với Đoàn Nguyên, việc chuyển nhượng nhiều khả năng là do dự án này có một phần diện tích lớn để xây nhà cao tầng, loại nhà vốn không phải là thế mạnh của KDH.

Song song với việc thoái vốn khỏi các dự án, KDH đã tái định vị sản phẩm (diện tích nhỏ hơn và giá thấp hơn) để đáp ứng tốt hơn nhu cầu của thị trường. Mega Villa là dự án đầu tiên thuộc loại này. Dự án gồm nhiều nhà phố rộng 75-90m², 2,5-3 tầng với giá dao động trong khoảng 1,8-2 tỷ đồng (14 triệu đồng/m² diện tích sàn xây dựng). Mức giá này thuộc về phân khúc trung cấp.

KDH cũng tích cực trong việc mở rộng quỹ đất tại Quận 9. Ban lãnh đạo cho biết công ty đã hoàn tất các thủ tục pháp lý cho một dự án rộng 4,8ha, nằm cạnh dự án Mega Villa Residence. Công ty hiện đang tìm kiếm thêm một số dự án khác. Do thận trọng tại thời điểm này, chúng tôi chỉ đưa dự án 4,8ha vào mô hình định giá. Tuy nhiên, giá trị của KDH sẽ còn được tăng lên nếu công ty mua được thêm các dự án mới.

Chúng tôi đánh giá cao quỹ đất của KDH vì có vị trí gần các cơ sở hạ tầng chính, trong đó có đường Vành Đai Trong và đường cao tốc Long Thành – Dầu Giây.

Năm 2014 có thể là năm đảo chiều với nhiều dự án mới

KDH dự kiến sẽ mở bán dự án Mega Villa Residence vào tháng 3. Tính đến nay, đã có 60/160 căn được xây dựng xong. Chúng tôi rất ấn tượng với tiến độ thi công của KDH khi 60 căn này được hoàn thành chỉ trong vòng 2 tháng (từ tháng 11/2013 đến tháng 01/2014). Vì vậy, chúng tôi tin rằng nếu việc mở bán giai đoạn đầu cho thấy nhu cầu ở mức cao, KDH sẽ có thể nhanh chóng xây dựng thêm nhằm đáp ứng nhu cầu. Theo quan điểm của chúng tôi, tình hình bán hàng tại Mega Villa Residence sẽ khả quan nhờ kết nối thuận tiện với thành phố, giá cả hợp lý, tâm lý ưa chuộng nhà ở gắn liền với đất của người dân, và chiến lược của KDH chỉ bán khi nhà đã xây dựng xong.

KDH cho biết, sau Mega Villa, trong năm 2014 công ty sẽ tiếp tục phát triển các sản phẩm tương tự tại dự án Trí Minh (rộng 5,7ha) và dự án rộng 4,8ha đã đề cập trên đây.

Triển vọng lợi nhuận 2014

Chúng tôi dự báo KDH sẽ đạt được 705 tỷ đồng doanh thu và 37 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế. Chi tiết như sau:

Hình 1: Dự báo KQLN 2014

(tỷ đồng)	
Doanh thu	705
<i>Mega Villa</i>	232
<i>Dự án mới rộng 4,8ha</i>	314
<i>Trí Minh</i>	160
Giá vốn hàng bán	(547)
Lợi nhuận gộp	158
Chi phí lãi vay ròng	(40)
Chi phí quản lý và bán hàng	(71)
Lợi nhuận trước thuế	48
Lợi nhuận sau thuế	37

Nguồn: Ước tính của VCSC

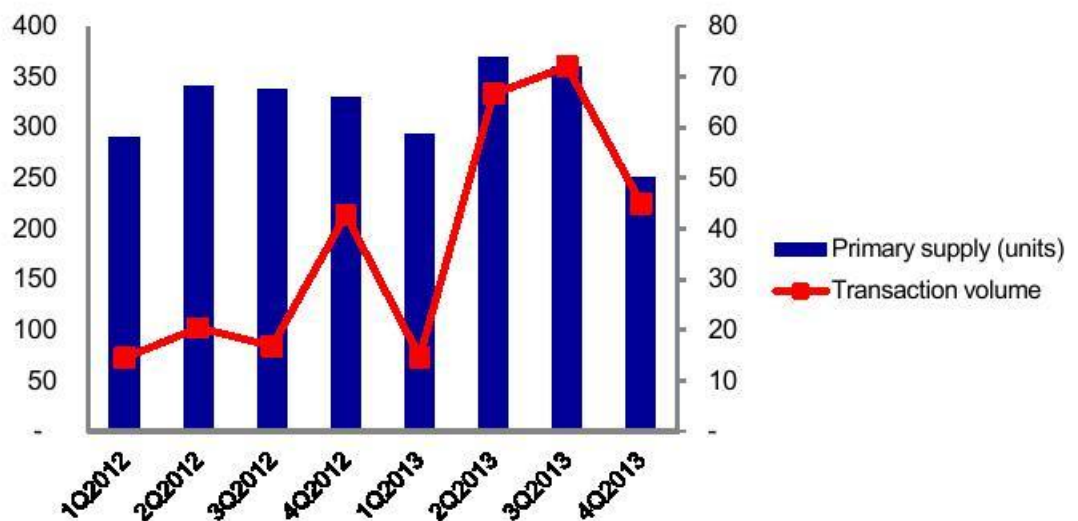
Phân khúc biệt thự và nhà phố tại TP. HCM diễn biến tốt hơn trong năm 2013

Tâm lý cải thiện và số lượng giao dịch tăng

Savills cho biết có khoảng 200 nhà phố/biệt thự được hấp thu trong năm 2013, tăng 106% so với năm 2012. Nhìn chung, chúng tôi nhận thấy niềm tin của khách hàng mua nhà đang cải thiện vì kỳ vọng giá BĐS tiếp tục giảm đang dần yếu đi. Giá BĐS đã giảm 20-40% trong 3-4 năm qua, thu hẹp khoảng cách giữa giá BĐS và khả năng tài chính của người mua. Ngoài ra, khách hàng giờ đây chú trọng hơn vào uy tín của chủ đầu tư trong việc thực hiện dự án và tình trạng sản phẩm. Điều này có nghĩa là các chủ đầu tư có uy tín với sản phẩm hoàn thiện sẽ có lợi thế, và đổi lại, khách hàng thậm chí có thể chấp nhận giá cao hơn một chút.

Cũng theo Savills, nhờ niềm tin cải thiện nên số lượng giao dịch từng quý phân khúc căn hộ lẫn nhà phố/biệt thự có sự tăng trưởng đáng kể trong năm 2013.

Hình 2: Số giao dịch biệt thự/nhà phố tại TP. HCM theo từng quý



Nguồn: Savills Research, ước tính của VCSC

Tổng kết định giá

Hình 3: Tổng kết định giá

#	Dự án	% vốn góp	Diện tích (m2)	PP định giá	GTTS ròng (triệu đồng)	Tình trạng
1	Spring Life	5%	29.593	GT sổ sách	14.000	
2	Villa Park	30%	112.425	GT sổ sách	95.083	Đã bán 60%
3	Trí Kiệt Long Trường	100%	71.000	GT sổ sách	4.575	Đã đền bù 50%
4	Mega Villa	100%	32.048	CK dòng tiền	186.569	Hoàn tất 60/160 biệt thự, mở bán vào tháng 3
5	Trí Minh	100%	57.000	CK dòng tiền	271.021	Đã đền bù 100%, dự kiến khởi công trong năm 2014
6	Dự án mới 4,8ha	100%	48.000	CK dòng tiền	56.989	Đã đền bù 100%, dự kiến khởi công trong năm 2014
7	Gia Phước	51%	32.000	GT sổ sách	37.485	Đã đền bù 100%
8	Đoàn Nguyên	99%	53.000	CK dòng tiền	130.390	Đã đền bù 40%
9	Minh Á Tower	33%	11.300	GT sổ sách	33.252	Đang thiết kế 1/500
10	Long Trường Khang Điền	100%	201.000	GT sổ sách	177.202	GĐ 1 đền bù 95%, GĐ 2 đền bù 61%
11	Long Trường Long Phước Điền	95%	54.000	GT sổ sách	60.279	Đã đền bù 100%
12	Villa Long Trường	100%	34.000	GT sổ sách	NA	Đã đền bù 72%
Tổng GTTS ròng dự án					1.066.845	
Cộng: Tài sản lưu động					107.413	
Trừ: Nợ					389.952	
Giá trị tài sản ròng					784.307	
Cổ cổ phiếu lưu hành					43.738.734	
GTTS ròng/CP					17.932	

Nguồn: Ước tính của VCSC

Các giả định chính trong mô hình định giá

- Tỷ lệ chiết khấu: 16%
- Tiến độ thanh toán: 70% trong năm đầu tiên, 30% trong năm thứ hai

- Giả định tiến độ bán hàng:

	2014	2015	2016	2017
Mega Villa	80%	20%		
Trí Minh	30%	70%		
Dự án mới 4,8ha	70%	30%		
Villa Đoàn Nguyên			80%	20%

- Giả định giá bán và ghi nhận doanh thu trong năm 2014

	Giá bán (triệu đồng/m ² mặt sàn)	2014
Mega Villa	14	72%
Trí Minh	16	21%
Dự án mới 4,8ha	16	49%
Villa Đoàn Nguyên	19	0%

Năm 2014 sẽ cần huy động thêm vốn

Hình 4: Dự báo dòng tiền các dự án trong năm 2014

DÒNG TIỀN RA	Đầu tư XDCB (xây dựng, CSHT, giá đất)	Chi phí QL&BH	Thuế
Mega Villa	(71.875)	(11.592)	(11.038)
Dự án mới rộng 4,8ha Trí Minh	(499.700)	(15.680)	(8.443)
	(216.415)	(7.980)	(4.639)
Tổng cộng			(844.021)

DÒNG TIỀN VÀO	Doanh thu
Mega Villa	231.840
Dự án mới rộng 4,8ha Trí Minh	313.600
	159.600
Tổng cộng	705.040

HUY ĐỘNG VỐN TỪ BÊN NGOÀI	142.322
---------------------------	---------

Nguồn: Ước tính của VCSC

Rủi ro đầu tư

Cổ phiếu có thanh khoản thấp

Mặc dù Quyết định 10 đã được ban hành như đã đề cập trên đây, cổ phiếu KDH vẫn sẽ có thanh khoản thấp. Chúng tôi ước tính tỷ lệ cổ phiếu giao dịch tự do chỉ vào khoảng 3%; do đó, giao dịch thỏa thuận là lựa chọn phù hợp duy nhất đối với những giao dịch đòi hỏi số lượng lớn.

Tổng kết kết quả hàng quý

Hình 4: Tổng kết KQLN hàng quý của KDH

tỷ đồng	Q1/2012	Q2/2012	Q3/2012	Q4/2012	Q1/2013	Q2/2013	Q3/2013	Q4/2013
Doanh thu	22	6	23	(6)	121	(51)	28	NA
LN gộp	19	1	19	(35)	42	(54)	(4)	NA
Biên LN gộp	84,5%	22,6%	80,1%	NA	34,6%	NA	-15,3%	NA
LN từ HĐ	10	0	10	(35)	15	(62)	(4)	NA
Biên LN từ HĐ	47,2%	5,0%	44,9%	NA	12,6%	NA	-12,5%	NA
LN sau thuế	1	0	0	(48)	9	(63)	(91)	NA
Biên LNST	3,9%	1,2%	2,1%	NA	7,1%	NA	-323,4%	NA

Nguồn: Bloomberg

Báo cáo tài chính

Tỷ đồng	Thực tế		
	2010	2011	2012
KQLN			
Doanh thu thuần	772	227	4
- Giá vốn hàng bán	-468	-164	-5
Lợi nhuận gộp	303	63	-1
- Chi phí bán hàng	-19	-6	-1
- Chi phí quản lí DN	-20	-49	-26
LN thuần HĐKD	264	9	-27
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	0	0	0
- Lợi nhuận khác	56	43	-7
Lợi nhuận khác	320	52	-35
- Chi phí lãi vay	-12	-53	-29
Lợi nhuận trước thuế	308	-1	-64
- Thuế TNDN	-82	4	7
LNST	226	2	-57
- Lợi ích CĐTS	-51	8	1
LNST cổ đông CT Mẹ	175	10	-56
EBITDA	321	54	-34
Số CP lưu hành (triệu)	44	44	44
EPS	3.980	235	(1.264)

Tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu	529%	-71%	-98%
Tăng trưởng LN HĐKD	334%	-97%	-413%
Tăng trưởng EBIT	392%	-84%	-168%
Tăng trưởng EPS	189%	-94%	-638%

Chỉ số khả năng sinh lợi			
Tỷ suất lợi nhuận gộp	39,3%	27,9%	-35,0%
Tỷ suất LNST	22,6%	4,5%	-1480,4%
ROE %	13,9%	0,2%	-4,3%
ROA %	11,9%	0,1%	-2,5%

Chỉ số hiệu quả vận hành			
Số ngày tồn kho	851	3.182	91.599
Số ngày phải thu	141	587	13.120
Số ngày phải trả	4	56	1.518
TG luân chuyển tiền	988	3.713	103.201

Chỉ số TK/đơn bẫy TC			
CS thanh toán hiện hành	5,5	3,4	4,0
CS thanh toán nhanh	1,7	0,6	1,3
CS thanh toán tiền mặt	0,6	0,2	0,3
Nợ / Tài sản	0,3	0,2	0,3
Nợ / Vốn sử dụng	0,3	0,3	0,3
Nợ / Vốn CSH	0,5	0,4	0,5
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	27,2	1,0	-1,2

Tỷ đồng	Thực tế		
	2010	2011	2012
Bảng cân đối kế toán			
+ Tiền và tương đương	283	122	107
+ Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0
+ Các khoản phải thu	492	238	31
+ Hàng tồn kho	1.424	1.429	1.111
+ Tài sản ngắn hạn khác	252	327	391
Tổng tài sản ngắn hạn	2.451	2.116	1.641
+ Tài sản dài hạn	13	13	10
+ Khấu hao lũy kế	(4)	(5)	(5)
+ Tài sản dài hạn	9	8	5
+ Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	187	293	458
Tổng tài sản dài hạn	196	301	463
Tổng Tài sản	2.647	2.417	2.104
+ Phải trả ngắn hạn	9	41	1
+ Vay và nợ ngắn hạn	270	325	96
+ Phải trả ngắn hạn khác	167	265	312
Nợ ngắn hạn	445	631	409
+ Vay và nợ dài hạn	476	228	446
+ Phải trả dài hạn	105	112	70
Nợ dài hạn	581	340	516
Tổng nợ	1.026	971	925
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
+ Thặng dư	498	498	498
+ Vốn điều lệ	439	439	439
+ LN chưa phân phối	267	267	177
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	417	242	64
Vốn chủ sở hữu	1.621	1.446	1.178
Tổng cộng nguồn vốn	2.647	2.417	2.104

Lưu chuyển tiền tệ			
Tiền đầu năm	52	283	122
Lợi nhuận sau thuế	175	10	(56)
+ Khấu hao lũy kế	2	2	6
+ Thay đổi vốn lưu động	(1.042)	281	484
+ Điều chỉnh khác	691	(416)	(564)
Tiền từ hoạt động KD	(174)	(122)	(129)
+ Chi mua sắm TSCĐ	(8)	(1)	1
+ Đầu tư khác	(334)	28	(5)
Tiền từ đầu tư	(342)	27	(4)
+ Cổ tức đã trả	0	0	0
+ Tăng (giảm) vốn	246	0	(34)
+ Tăng (giảm) nợ ngắn /dài hạn	651	(194)	(10)
Tiền từ hoạt động TC	747	(66)	118
Tổng lưu chuyển tiền tệ	232	(162)	(15)
Tiền cuối năm	283	122	107

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đặng Văn Pháp, 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 KHUYẾN NGHỊ	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 HOẢN	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 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. Ví dụ, 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

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

Trường phòng cao cấp

Tôn Minh Phương, ext 146
phuong.ton@vcsc.com.vn

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Ngô Bích Vân, ext 130

CV cao cấp, Nguyễn Thế Anh, ext 194

CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

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

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

Chuyên viên, Đặng Văn Pháp, ext 143

Chuyên viên, Doãn Hải Phương, ext 171

Chuyên viên, Văn Đình Vỹ, ext 120

Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh, ext 173

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 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.

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
24/01/2014	MUA	13.500	17.900
08/01/2014	NĂM GIỮ	12.700	12.600
22/11/2013	NĂM GIỮ	11.300	11.600
13/05/2013	NĂM GIỮ	8.800	15.000
25/09/2012	MUA	11.900	20.500
07/06/2012	MUA	16.800	21.200