

HDG [Giữ KN KHẢ QUAN 14,3%] - Dự án bị trì hoãn, đặt ra câu hỏi về khả năng thực hiện

Trần Hùng
Chuyên viên

CTCP Tập đoàn Hà Đô (HDG), Phát triển BĐS và Xây dựng

Giá: 28.000 VND Giá mục tiêu: 32.000 VND TL tăng+Cổ tức: 14,3%
Giá trị vốn hóa: 83,3 tr USD GTGD/ngày: 0,03 tr USD (30 ngày) Room KN: 25,8%

28/08/2015

Các chỉ số chính

Sở hữu của khối ngoại	23,2%
Room tối đa cho khối ngoại	49,0%
SL cổ phiếu lưu hành	65,2 triệu
Số CP pha loãng hoàn toàn	65,2 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	33.700
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	26.200

Cơ cấu cổ đông

Chủ tịch HĐQT	35,32%
Phó Chủ tịch HĐQT	12,01%
Bộ Quốc phòng	10,04%
Wareham Group Limited	5,03%
Khác	37,6%

Các chỉ số chính	2013	2014	2015	2016
Doanh thu, tỷ đồng	989	1.554	1.199	1.093
Biên LNST - sau lợi ích CĐTS	12,4%	9,5%	8,6%	6,5%
Tăng trưởng doanh thu	6,3%	57,2%	-22,9%	-8,8%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	254,2%	63,4%	-33,1%	-12,2%
Tăng trưởng EPS (*)	264,1%	70,5%	-31,6%	90,5%
PER theo giá thị trường	21,6	12,7	18,5	9,7
PBR theo giá thị trường	2,4	2,1	1,9	1,8
ROE	15,8%	15,6%	9,3%	6,0%
Lợi suất cổ tức theo giá thị trường	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nợ ròng/Vốn CSH	-28,6%	-38,4%	25,7%	82,3%

Ghi chú: (*) Tăng trưởng EPS được tính dựa trên lợi nhuận được điều chỉnh, không tính thu nhập bất thường và có khấu trừ khoản trích vào quỹ khen thưởng cho nhân viên (Thông tư 200).

- **KQLN 6 tháng đầu năm 2015 của HDG ở mức thấp, trong đó doanh thu và LNST (sau lợi ích cổ đông thiểu số) giảm lần lượt 57% và 32% và thấp hơn đáng kể so với dự báo của chúng tôi vì công ty không ghi nhận được khoản doanh thu nào từ hoạt động phát triển BĐS trong giai đoạn này.**
- **Tổng số tiền sử dụng đất cho dự án Z756 cũng như lịch trình thanh toán tiền số tiền này vẫn chưa được quyết định. Quá trình này dường như tốn khá nhiều thời gian và có thể khiến việc khởi công dự án phải dời lại sang năm sau.**
- **Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu xuống 32.000 đồng từ mức 37.500 đồng để phản ánh việc nhiều lần tạm hoãn dự án Z756 cũng như tiến độ bán hàng tại dự án Hà Đô Villa chậm lại. Trên cơ sở giá mục tiêu mới và giá đóng cửa phiên hôm nay, chúng tôi dự báo tổng mức sinh lời của cổ phiếu HDG là 14,3%. Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị KHẢ QUAN.**

Dự án Hà Đô Park View không ghi nhận được khoản doanh thu nào và dự án Hà Đô Villa cũng không bán được sản phẩm nào do quá trình hoàn thiện dự án Hà Đô Park View bị chậm còn dự án Hà Đô Villa bị chậm trong việc thanh toán tiền sử dụng đất. Xây dựng là nguồn doanh thu chính của HDG và đóng góp 85% tổng doanh thu thuần của công ty. Doanh thu từ lĩnh vực này thấp hơn 28% so với dự báo của chúng tôi trong khi lợi nhuận từ lĩnh vực cho thuê vượt dự báo của chúng tôi 61%. Tổng cộng, HDG ghi nhận 224 tỷ đồng doanh thu và 18 tỷ đồng LNST, lần lượt tương đương 17% và 12% dự báo cả năm của chúng tôi.

Đối với dự án Z756, tiền sử dụng đất có thể lên đến trên 2.000 tỷ đồng và có thể sẽ được trả một lần thay vì chia làm nhiều đợt. Chúng tôi cho rằng quá trình thanh toán sẽ bị chậm và có thể HDG sẽ không mở bán phần nhà phố trong năm nay.

Chúng tôi điều chỉnh dự báo và định giá để phản ánh công tác ghi nhận doanh thu tại dự án Hà Đô Park View cũng như tiến độ tại các dự án Hà Đô Villa và Z756 đều chậm lại. Chúng tôi dự báo doanh thu thuần hợp nhất và LNST năm 2015 sẽ đạt lần lượt 1.199 tỷ đồng và 103 tỷ đồng, thấp hơn 18,7% và 28,9% so với dự báo trước đây. Vui lòng xem các điều chỉnh giá định của chúng tôi tại trang 5.

Sơ lược về công ty

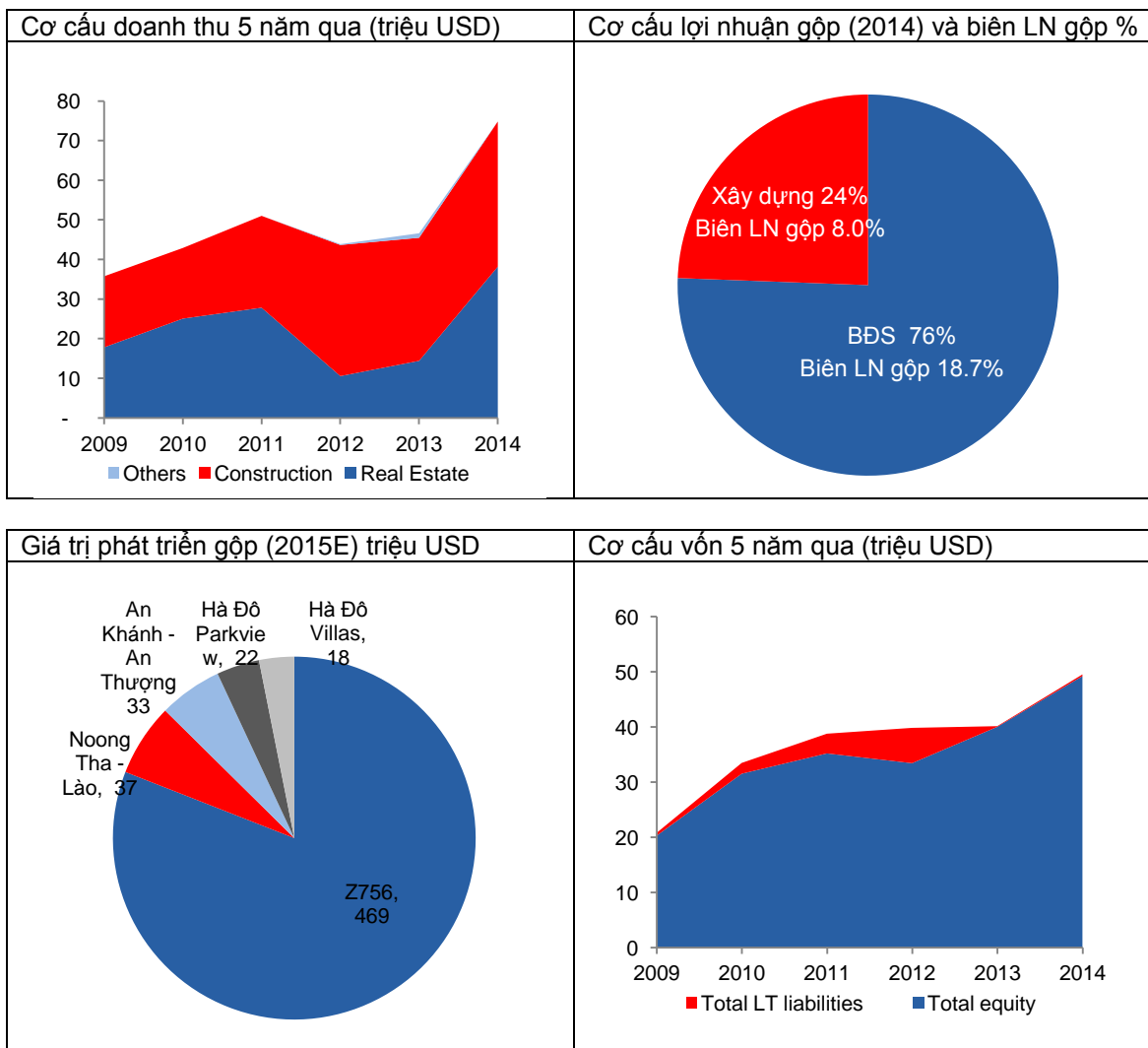
Lĩnh vực kinh doanh
Doanh thu
Lợi nhuận ròng
USD/VND = 21.200

BDS, xây dựng và thủy điện
 69,3 triệu USD (2014)
 6,1 triệu USD (2014)

Yếu tố doanh thu chính
Yếu tố chi phí chính
Yếu tố rủi ro chính
Các khách hàng chính
Lãnh đạo
Địa chỉ
Website
Email
Điện thoại

Doanh số bán nhà ở
 Chi phí xây dựng, chi phí đất
 Sự phục hồi của phân khúc cao cấp
 N.A
 Ông Nguyễn Trọng Thông (Chủ tịch HĐQT kiêm TGĐ)
 8 Láng Hạ, Ba Đình, Hà Nội
www.hado.com.vn
hq@hado.com.vn
 (+84) 4 3831 0347

Hình 1: Các chỉ số chính



Nguồn: Báo cáo tài chính của công ty 2009-2014

Ghi nhận doanh thu từ Hà Đô Parkview bị chậm và tiến độ các dự án khác chậm ảnh hưởng đến lợi nhuận

Công tác bàn giao tại dự án Hà Đô Park View bị dời sang 6 tháng cuối năm

Dự án Hà Đô Park View đã được bán xong, trong đó 50% số căn hộ đã được bàn giao trong năm 2014. Tuy nhiên, trong 6 tháng đầu năm 2015 không có căn hộ nào mới được bàn giao do chậm trễ trong khâu hoàn thiện. Ban lãnh đạo cho biết các căn hộ còn lại hiện đang được bàn giao và doanh thu sẽ được ghi nhận trong Quý 3/2015, theo ước tính của chúng tôi vào khoảng 470 tỷ đồng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng trong số trên, có khoảng 10% việc bàn giao sẽ bị dời sang năm 2016.

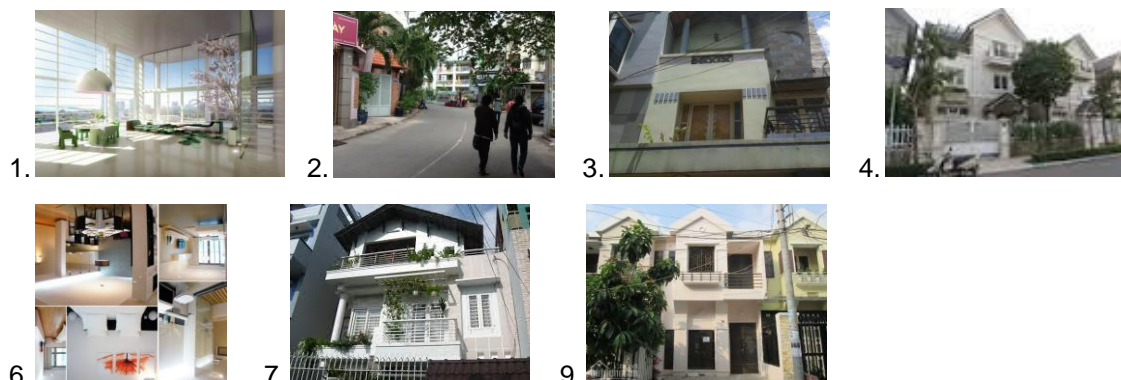
Tiến độ bán hàng tại Hà Đô Villa bị chậm trễ do việc trả tiền sử dụng đất

Đến nay HDG chỉ bán được 1 trong số 19 căn biệt thự tại dự án Hà Đô Villa và vẫn chưa bàn giao nhà. Công ty đã ngưng đẩy mạnh tiến độ bán hàng vì tiền sử dụng đất cho dự án này được điều chỉnh và khoản tiền HDG cần phải trả vẫn chưa được quyết định.

Dự án này bao gồm nhiều biệt thự với diện tích sàn xây dựng từ 290m² đến 365m² và giá dao động trong khoảng 12 tỷ đồng đến 26 tỷ đồng/căn, tương đương 41 triệu đồng đến 71 triệu đồng/m². Mức giá trên được xem là khá cao so với các biệt thự tương tự trong khu vực, do đó có thể ảnh hưởng đến tiến độ bán hàng.

Hình 2: Một số biệt thự tương tự trong khu vực

	Diện tích đất (m ²)	Giá (tỷ VND)	Diện tích mặt sàn (m ²)	Giá diện tích mặt sàn (triệu VND)
Hà Đô Villa	108-288	12-26	290-365	41-71
Một số biệt thự trong cùng khu vực				
1. Đường Sư Vạn Hạnh	152	15	456	33
2. Đường Sư Vạn Hạnh	120	15	360	43
3. Đường Sư Vạn Hạnh	72	15	288	53
4. Đường Điện Biên Phủ	160	14	320	42
5. Đường Trần Minh Quyền	91	10	273	36
6. Đường Tô Hiến Thành	162	14	324	42
7. Đường 3/2	213	26	640	41
8. Đường Ngô Quyền	196	13	588	22
9. Đường Sư Vạn Hạnh	137	16	410	38



Nguồn: batdongsan.com

Vi vậy, chúng tôi điều chỉnh tiến độ bán hàng tại dự án Hà Đô Villa thành 30% cho năm 2016 và 63% cho năm 2017, giá định tiền sử dụng đất được quyết định trong năm 2015 và HDG thanh toán xong trong 6 tháng đầu năm 2016. Biệt thự dự kiến được bàn giao một năm sau khi bán và thời hạn thanh toán là 2 năm (60%-40%) đối với khách hàng. Chúng tôi dự báo tỷ lệ ghi nhận doanh thu năm 2016 là 7%, năm 2017 là 30% và năm 2018 là 63%.

Dự án Z756

Đến nay, Công ty vẫn chưa xác định được chính xác số tiền sử dụng đất cho dự án Z756 với Bộ Tài Chính. Ban lãnh đạo không cho biết con số ước tính, nhưng chúng tôi cho rằng có thể trên 2.000 tỷ đồng vì công ty hiện đang chuẩn bị phát hành 600 tỷ đồng trái phiếu trong năm 2015 và 2.000 tỷ đồng trái phiếu trong năm 2016. 600 tỷ đồng trái phiếu nói trên không phải là trái phiếu chuyển đổi, có tài sản đảm bảo, kỳ hạn tối đa 5 năm và dự kiến sẽ được phát hành trong tháng chín và cuối năm 2015. 2.000 tỷ đồng trái phiếu còn lại sẽ do công ty quản lý dự án Z756 phát hành nhưng hiện vẫn chưa có thông tin chi tiết về điều khoản.

Khi tiền sử dụng đất được xác định, dự kiến vào cuối năm nay, HDG sẽ phải thanh toán cho Bộ Quốc phòng trong vòng 90 ngày. Công ty hiện đang thương lượng với Bộ Quốc phòng để thanh toán theo nhiều đợt. Tuy nhiên, trên cơ sở kế hoạch phát hành trái phiếu, nhiều khả năng công ty sẽ phải thanh toán một lần.

Chúng tôi cho rằng HDG sẽ khởi công dự án vào giữa năm 2016 và mở bán phần nhà phố vào cuối năm 2016. Dự báo tiến độ bán hàng năm 2015 là 30% và 2016 là 70%. Phần căn hộ dự kiến sẽ được mở bán trong năm 2017 và bán hết trong 6 năm. Doanh thu dự kiến sẽ được ghi nhận trong vòng một năm sau khi bán đối với nhà phố (thời hạn thanh toán 2 năm) và 2 năm đối với căn hộ (thời hạn thanh toán 3 năm).

Điều chỉnh giả định

Trước đây:

Tiến độ bán hàng:

#	Dự án	Trước đây	2015	2016	2017	2018	2019
1	Hà Đô Park View	100,0%					
2	Hà Đô Villas	6,3%	40,0%	53,8%			
3	Z756 – Thấp tầng		50,0%	50,0%			
	Z756 – Cao tầng			6,3%	12,5%	25,0%	25,0%

Ghi nhận doanh thu:

#	Dự án	Trước đây	2015	2016	2017	2018	2019
1	Hà Đô Park View	50,0%	50,0%				
2	Hà Đô Villas		50,0%	50,0%			
3	Z756 – Thấp tầng			60,0%	40,0%		
	Z756 – Cao tầng				6,3%	12,5%	25,0%

Hiện nay:

Tiến độ bán hàng:

#	Dự án	Trước đây	2015	2016	2017	2018	2019
1	Hà Đô Park View	100,0%					
2	Hà Đô Villas	6,3%		30,0%	63,8%		
3	Z756 – Thấp tầng			30,0%	70,0%		
	Z756 – Cao tầng				6,3%	12,5%	25,0%

Ghi nhận doanh thu:

#	Dự án	Trước đây	2015	2016	2017	2018	2019
1	Hà Đô Park View	50,0%	40,0%	10,0%			
2	Hà Đô Villas			6,3%	30,0%	63,8%	
3	Z756 – Thấp tầng					65,0%	35,0%
	Z756 – Cao tầng						10,0%

Dự báo doanh thu thuần cả năm 2015:

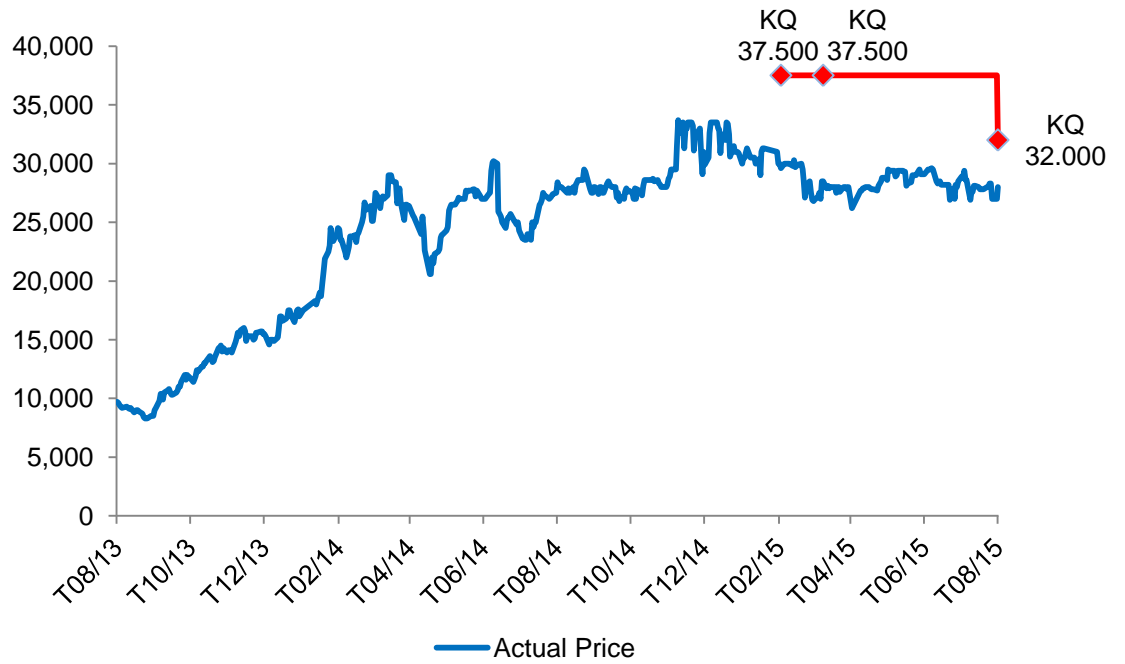
Tỷ đồng	Trước đây	Hiện nay	Tăng/giảm
Hà Đô Park View	470	376	-94
Hà Đô Villas	192	0	-192
Xây dựng	777	777	0
BĐS cho thuê	35	46	11
	1.474	1.199	275

Tổng kết mô hình định giá

Mô hình định giá của chúng tôi hiện không bao gồm dự án Noongtha do thủ tục pháp lý về việc cấp sổ đỏ cho khách hàng mua nhà vẫn chưa rõ ràng.

#	Dự án	% Tỷ lệ sở hữu	Diện tích đất (m2)	Phương pháp định giá	GTTS ròng (triệu VND)
Dự án nhà ở					
1	Z756	63%	68.725	Chiết khấu dòng tiền	552,9
2	An Khánh – An Thượng	100%	300.000	Giá trị thị trường	280,9
3	Noongtha – Lào	100%	745.000	Giá trị sổ sách	147,0
4	Hà Đô Villas	100%	7.174	Chiết khấu dòng tiền	107,2
5	Khu dân cư Thới An	100%	57.000	Giá trị sổ sách	84,1
6	Chung cư CC1	100%	2.206	Chiết khấu dòng tiền	76,9
7	Hà Đô Park View	100%	5.265	Chiết khấu dòng tiền	6,1
8	Khu ĐTM Dịch Vọng	50%	9.865	Giá trị sổ sách	6,3
BDS cho thuê					
9	Hà Đô South Building	100%	1.300	Chiết khấu dòng tiền	153,6
10	IBIS Hồng Hà	100%	3.496	Chiết khấu dòng tiền	88,8
11	CC3 – Sân tennis	100%	4.506	Chiết khấu dòng tiền	33,9
12	Khu nghỉ dưỡng Bảo Đại – Nha Trang	60%	89.200	Giá trị sổ sách	10,5
Tổng giá trị tài sản ròng dự án					1.548,1
cộng Tiền và tương đương tiền					321,6
cộng Giá trị các nhà máy thủy điện					195,6
cộng Giá trị mảng xây dựng					126,7
trừ Nợ					(109,3)
Giá trị tài sản ròng					2.082,7
Số lượng cổ phiếu lưu hành					65.154.205
Giá trị tài sản ròng/CP					31.966
TL tăng					14,3%

Lịch sử Khuyến nghị



Vui lòng xem Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC tại trang kế tiếp

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
Doanh thu thuần	1.554	1.199	1.093
Giá vốn hàng bán	-1.300	-1.007	-911
Lợi nhuận gộp	254	191	181
Chi phí bán hàng	-4	-9	-9
Chi phí quản lí DN	-71	-63	-67
LN thuần HĐKD	179	120	105
Doanh thu tài chính	20	13	13
Chi phí tài chính	-4	-17	-44
trong đó, chi phí lãi vay	-4	-17	-44
Lợi nhuận từ công ty LDLK	21	26	26
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-3	1	1
LNTT	212	143	102
Thuế TNDN	-50	-26	-17
LNST trước CĐTS	163	117	85
Lợi ích CĐ thiếu số	-15	-15	-15
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	148	103	71
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh	148	103	71
EBITDA	237	149	138
EPS cơ bản báo cáo, VND	1.575	1.089	-628
EPS cơ bản điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	2.213	1.514	2.885
EPS pha loãng hoàn toàn ⁽²⁾ , VND	2.110	1.443	2.749

TỶ LỆ	2014A	2015F	2016F
Tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu	57,2%	-22,9%	-8,8%
Tăng trưởng LN HĐKD	63,4%	-33,1%	-12,2%
Tăng trưởng LNTT	16,7%	-32,7%	-28,6%
Tăng trưởng EPS	70,5%	-31,6%	90,5%
Khả năng sinh lời			
Biên LN gộp %	16,3%	16,0%	16,6%
Biên LN từ HĐ %	11,5%	10,0%	9,6%
Biên EBITDA	15,2%	12,4%	12,6%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	9,5%	8,6%	6,5%
ROE	15,6%	9,3%	6,0%
ROA	6,4%	4,0%	1,9%
Chỉ số hiệu quả vận hành			
Số ngày tồn kho	282	350	531
Số ngày phải thu	50	82	97
Số ngày phải trả	81	96	92
TG luân chuyển tiền	252	335	536
Thanh khoản			
CS thanh toán hiện hành	1,4	2,0	4,0
CS thanh toán nhanh	0,7	1,0	2,3
CS thanh toán tiền mặt	0,5	0,6	2,0
Nợ/Tài sản	0,0	0,3	0,5
Nợ/Vốn sử dụng	0,0	0,4	0,7
Nợ/Vốn CSH	-0,4	0,3	0,8
Khả năng thanh toán lãi vay	42,0	7,2	2,4

BẢNG CĐKT	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
Tiền và tương đương	348	323	1.479
Đầu tư TC ngắn hạn	107	107	107
Các khoản phải thu	232	304	277
Hàng tồn kho	889	1.041	1.612
TS ngắn hạn	139	187	171
Tổng TS ngắn hạn	1.716	1.961	3.646
TS dài hạn (gộp)	419	765	939
- Khấu hao lũy kế	-101	-159	-192
TS dài hạn (ròng)	318	606	747
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0
TS dài hạn khác	260	299	353
Tổng TS dài hạn	578	905	1.100
Tổng Tài sản	2.294	2.866	4.747
Phải trả ngắn hạn	289	241	218
Vay nợ ngắn hạn	50	126	113
Nợ ngắn hạn khác	897	591	570
Tổng nợ ngắn hạn	1.237	958	901
Nợ dài hạn	1	601	2.481
Nợ dài hạn khác	4	153	140
Tổng nợ	1.242	1.712	3.522
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Vốn cổ phần	652	684	684
Thặng dư vốn CP	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	206	276	347
Vốn khác	0	0	0
Lợi ích CĐTS	194	194	194
Vốn chủ sở hữu	1.051	1.154	1.225
Tổng cộng nguồn vốn	2.294	2.866	4.747

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
Tiền đầu năm	294	348	323
Lợi nhuận sau thuế	148	103	71
Khấu hao	32	29	33
Thay đổi vốn lưu động	6	-625	-573
Điều chỉnh khác	8	0	0
Tiền từ hoạt động KD	194	-493	-469
Chi mua sắm TSCĐ	-38	-173	-174
Đầu tư	8	-68	-68
Tiền từ HĐ đầu tư	-30	-240	-242
Cổ tức đã trả	-34	0	0
Tăng (giảm) vốn	8	33	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-85	76	-13
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	0	600	1.880
Tiền từ các hoạt động TC khác	1	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-110	708	1.867
Tổng lưu chuyển tiền tệ	54	-25	1.156
Tiền cuối năm	348	323	1.479

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

(1) EPS cơ bản điều chỉnh là EPS được điều chỉnh có khấu trừ khoản trích vào quỹ khen thưởng và phúc lợi theo thông tư 200.

KQLN hàng quý

2015	KQ Q1	KQ Q2			KQ tính từ đầu năm	Mục tiêu của công ty	Dự báo của VCSC
Doanh thu, tỷ đồng	113	131			244	1.700	1.199
LNST kế hoạch, chưa điều chỉnh	NA	NA	NA	NA			
LNST kế hoạch, đã điều chỉnh	NA	NA	NA	NA			
Biên lợi nhuận gộp	15,9%	1,2%			15,6%		16,0%
Biên lợi nhuận từ hoạt động	-0,4%	-65,7%			0,5%		10,0%
Biên LNST trừ CĐTTS (điều chỉnh)	3,9%	-86,9%			7,3%	10,5%	8,6%
Tăng trưởng doanh thu	-39,8%	131			-57,2%		-22,9%
Tăng trưởng LN từ hoạt động	-106,5%	NA			-93,2%		-33,1%
2014	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu, tỷ đồng	188	381	288	729	1.554	1.746	1.469
LNST kế hoạch, chưa điều chỉnh	NA	NA	NA	NA	NA		
LNST kế hoạch, đã điều chỉnh	NA	NA	NA	NA	NA		
Biên lợi nhuận gộp	10,4%	7,8%	20,6%	19,9%	16,3%		15,0%
Biên lợi nhuận từ hoạt động	3,3%	3,2%	13,8%	15,5%	11,5%		
Biên LNST trừ CĐTTS (điều chỉnh)	6,2%	3,2%	12,0%	10,4%	9,5%	10,0%	9,0%
Tăng trưởng doanh thu	29,8%	248,8%	-8,2%	9,7%	57,2%		
Tăng trưởng LN từ hoạt động	-14,3%	772,2%	-21,4%	102,6%	63,4%		
2013	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu, tỷ đồng	145	109	313	665	989		
LNST kế hoạch, chưa điều chỉnh	NA	NA	NA	NA	NA		
LNST kế hoạch, đã điều chỉnh	NA	NA	NA	NA	NA		
Biên lợi nhuận gộp	11,3%	15,3%	20,3%	13,1%	18,6%		
Biên lợi nhuận từ hoạt động	5,0%	1,3%	16,1%	8,4%	11,1%		
Biên LNST trừ CĐTTS (điều chỉnh)	3,5%	21,1%	10,1%	6,1%	12,4%		
Tăng trưởng doanh thu	73,2%	-48,1%	-6,7%	103,5%	6,3%		
Tăng trưởng LN từ hoạt động	167,4%	-202,0%	186,3%	263,3%	254,2%		

Ghi chú: LNST điều chỉnh = LNST trừ lợi ích cổ đông thiểu số

Dự báo KQLN

	KQ 2014	Dự báo 2015 (trước đây)	Dự báo 2015 (hiện nay)	Dự báo 2015 hiện nay so với KQ 2014	Ghi chú
Doanh thu	1.554	1.474	1.199	-22,9%	
BĐS	798	662	376	-52,9%	Chúng tôi dự báo tiến độ bàn giao dự án Hà Đô Park View chậm lại và không có sản phẩm nào tại dự án Hà Đô Villa được bàn giao trong năm 2015.
Xây dựng	756	812	823	8,8%	
Lợi nhuận gộp	254	254	191	-24,7%	
BĐS	126	168	100	-20,6%	
Xây dựng	128	86	91	-28,8%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị	-4	-10	-9	94,6%	Chi phí quản lý và bán hàng giảm tương ứng với doanh thu giảm.
Chi phí quản lý	-71	-71	-63	-10,8%	
Lợi nhuận từ hoạt động	179	173	120	-33,1%	
Lợi nhuận ngoài HĐKD	38	40	40	6,1%	
Lợi nhuận trước thuế	217	213	160	-26,3%	
Chi phí lãi vay	-4	-17	-17	292,7%	
LN trước thuế	212	197	143	-32,7%	
LN sau thuế	163	159	117	-28,0%	
LNST (sau lợi ích CĐTS)	148	145	103	-30,8%	
EBITDA	237	203	149	-37,1%	
Biên LN gộp %	16,3%	17,2%	16,0%		
Biên LN gộp từ BĐS%	15,8%	25,3%	26,7%		
Biên LN gộp từ xây dựng %	16,9%	10,6%	11,1%		
Chi phí bán hàng và tiếp thị / doanh thu	-0,3%	-0,6%	-0,6%		
Chi phí quản lý / doanh thu	-4,5%	-4,6%	-4,1%		
Biên lợi nhuận từ hoạt động	11,5%	11,2%	7,7%		
Biên EBIT %	13,9%	13,7%	10,3%		
Biên EBITDA %	15,2%	13,0%	9,6%		
Biên LNST %	9,5%	9,3%	6,6%		
Thuế suất %	23,4%	19,1%	18,1%		

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, 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
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 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 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.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	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

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

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588
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

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.