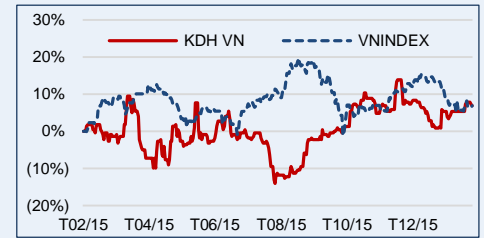


Ngày:	04/03/2016		<u>2015</u>	<u>2016F</u>	<u>2017F</u>
Giá hiện tại:	21.000VND	Tăng	72,2%	150,4%	50,6%
Giá mục tiêu:	24.500VND	Tăng trưởng DT			
Giá mục tiêu trước đây:	25.700VND	Tăng	49,7%	71,6%	31,1%
		trưởng EPS			
		Biên LN gộp	32,0%	38,5%	37,0%
		Biên LN ròng	24,4%	21,1%	18,3%
TL tăng:	+16,7%	(VND)	<u>2015</u>	<u>2016F</u>	<u>2017F</u>
Lợi suất cổ tức:	0,0%	EPS	1.827	3.134	4.108
Tổng mức sinh lời:	+16,7%	Cổ tức / CP	800	0	0
		GTSS/CP	23.249	28.932	33.673
		P/B	0,9x	0,7x	0,6x
Ngành:	Bất động sản		<u>KDH</u>	<u>Peers*</u>	<u>VNI</u>
GT vốn hóa:	170 triệu USD	P/E (trượt)	11,5x	11,1x	11,9x
Room NN:	0USD	P/B (hiện tại)	0,9x	0,9x	1,7x
GTGD trung bình/ngày (30 ngày):	0,13 triệu USD	Nợ ròng/CSH	0,5x	0,3x	N/A
Cổ phần Nhà nước:	0%	ROE	9,1%	10,0%	14,2%
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	180,0	ROA	4,5%	4,6%	2,5%
Pha loãng (triệu)	180,0				



Xu hướng kỹ thuật trung hạn: Tăng
Ngưỡng kháng cự: 22.700VND

Mô tả công ty: KDH là một chủ đầu tư BĐS với 15 năm kinh nghiệm và quỹ đất tại Quận 9, TP. HCM. Công ty hiện là chủ đầu tư nhà phố có uy tín nhất tại thành phố này.

* Một số công ty BĐS đã được niêm yết (Hình 9)

Hoàng Văn Thọ
Chuyên viên

Nhiều lợi thế để tận dụng nhu cầu gia tăng trong bối cảnh tranh ngày càng gay gắt

Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu của KDH xuống còn 24.500 đồng, tương ứng với khuyến nghị KHẢ QUAN.

Nhu cầu cho nhà phố và villas tại TPHCM đã tăng mạnh trong thời gian qua với khối lượng giao dịch tăng 64% trong quý 4 2015 so với cùng kỳ, chủ yếu dẫn dắt bởi các dự án tại Quận 9, nơi tập trung quỹ đất của KDH. Hạ tầng cải thiện và cộng đồng dân cư liên tục mở rộng đảm bảo cho nhu cầu sẽ tiếp tục mạnh mẽ trong thời gian ngắn sắp tới tại khu vực này.

KDH có vị thế tốt để tận dụng nhu cầu gia tăng. KDH là công ty tiên phong với vị thế đầu ngành, cũng như khả năng triển khai tốt tạo ra niềm tin cho người mua nhà. Quỹ đất của KDH nằm ở vị trí đắc địa tại quận 9 sẽ được hưởng lợi từ cơ sở hạ tầng mới, thu hút nhu cầu lớn từ phía người mua nhà.

Áp lực cạnh tranh sẽ ngày càng căng thẳng khi cung trên thị trường vượt nhẹ so với nhu cầu với tỷ lệ hấp thụ giảm 6 điểm phần trăm trong quý 4/2015. Các chủ đầu tư cũng đang chuyển đổi sang phân khúc cao hơn với khả năng sinh lời cao nhưng thanh khoản thấp hơn

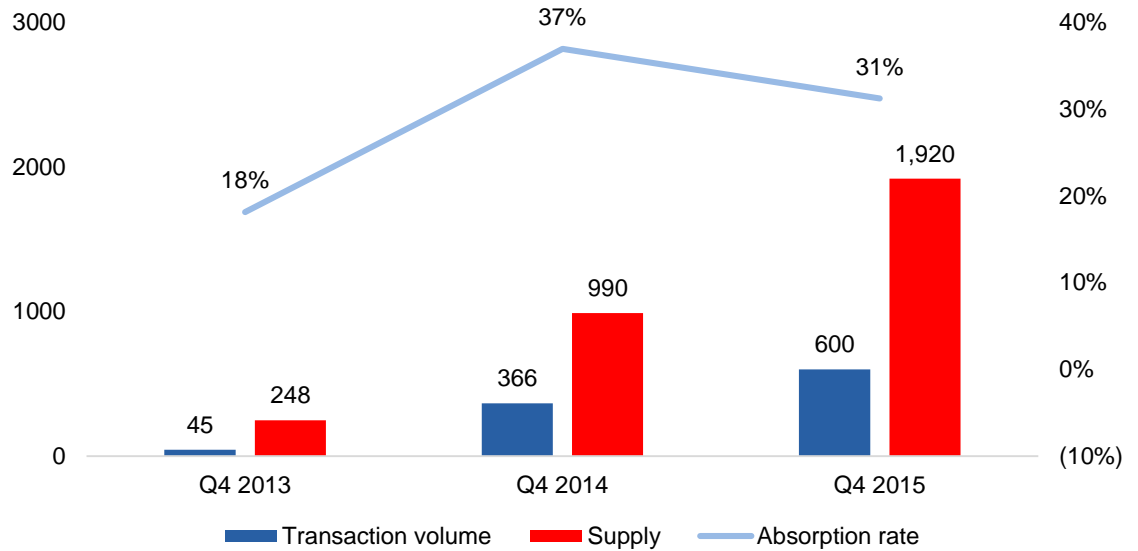
Sự chuyển đổi tạm thời sang phân khúc cao cấp sẽ gia tăng giá bị hàng bán trong ngắn hạn nhưng cũng gia tăng rủi ro thanh khoản. Giá trị nhà bán năm 2016 của KDH dự báo tăng mạnh 70% trong khi số lượng nhà bán không thay đổi nhiều khi chuyển sang phân khúc cao cấp với thanh khoản thấp hơn, cùng với áp lực cạnh tranh gia tăng. Dựa theo các dự án hiện đang triển khai, chúng tôi cho rằng việc chuyển sang phân khúc cao cấp chỉ là tạm thời, không phải là chiến lược dài hạn khi KDH sẽ tập trung trở lại vào các dự án phân khúc trung bình từ năm 2017 trở đi. Chúng tôi đánh giá cao động thái này khi nhu cầu của phân khúc này cao hơn nhiều so với phân khúc cao cấp.

Việc thu tóm BCI sẽ thúc đẩy triển vọng dài hạn, nhưng tác động ngắn hạn vẫn chưa rõ ràng. KDH hiện đang có quỹ đất lớn nhất TPHCM (khoảng 800ha) sau khi thu tóm BCI (57,3% cổ phần). Bước đi này là rất quan trọng đối với tăng trưởng tương lai của KDH khi giúp Công ty đa dạng hóa quỹ đất và các dòng sản phẩm. Tuy nhiên, chúng tôi dự kiến sẽ cần đến một hoặc hai năm để KDH cơ cấu lại BCI và phát huy lợi thế của hai công ty.

Tiềm năng cải thiện ngắn hạn chưa rõ ràng từ BCI ảnh hưởng đến giá mục tiêu của chúng tôi. KDH thực hiện phát hành quyền mua tỷ lệ 10:4 trong quý 4/2015 để tài trợ cho thương vụ thu tóm BCI, làm gia tăng lượng cổ phiếu lưu hành và ảnh hưởng đến giá mục tiêu. Chúng tôi hiện đang định giá BCI theo giá thu tóm, vốn xấp xỉ bằng giá trị sổ sách và giá trị vốn hóa. Đây là một biện pháp tiếp cận khá thận trọng so với tiềm năng lớn của quỹ đất thuộc BCI.

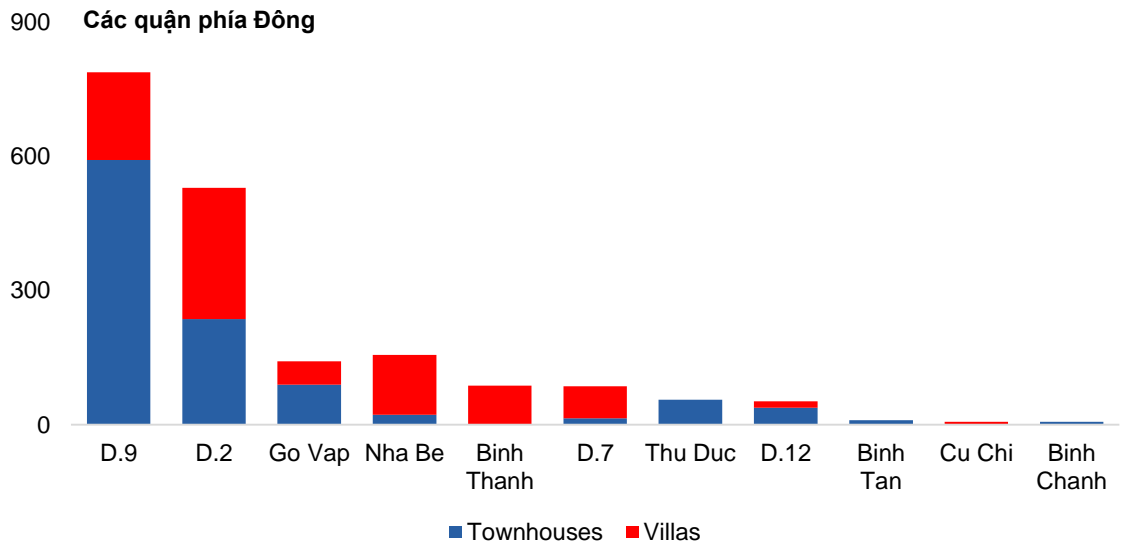
Phân khúc nhà phố tại khu vực phía Đông TP. HCM chuyển mình

Hình 1: Cung cầu hiện đang tăng mạnh nhờ phát triển cơ sở hạ tầng (cần)



Nguồn: Savills

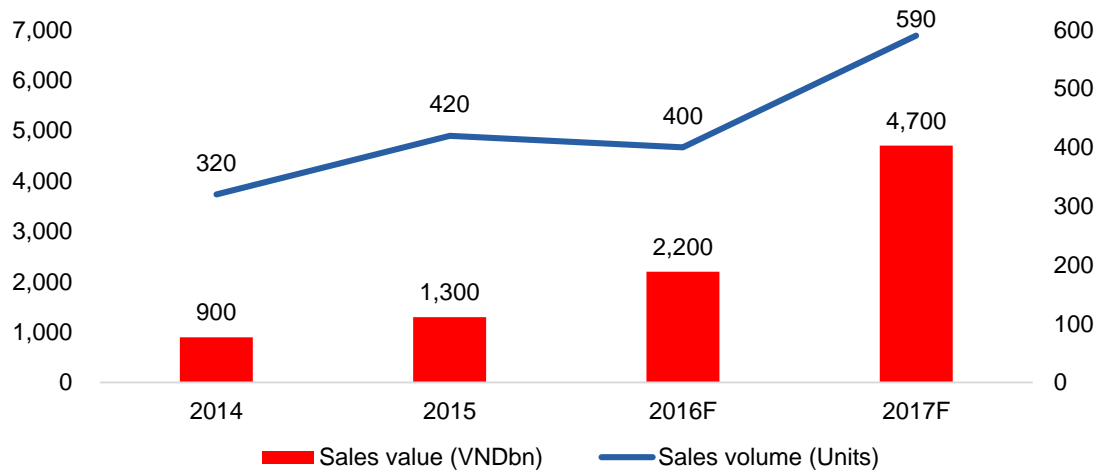
Hình 2: Khu vực phía Đông TP. HCM là khu vực đặc địa, với 70% tổng nguồn cung nhà phố và biệt thự (trên thị trường vào cuối năm 2015)



Nguồn: Savills

Chúng tôi cho rằng KDH sẽ đạt tiến độ bán hàng tốt nhờ cầu cao và lợi thế cạnh tranh

Hình 3: Tiến độ bán hàng của KDH



Nguồn: KDH và VCSC

Nhu cầu nhà phố tại Quận 9 dự báo sẽ liên tục tăng mạnh nhờ cơ sở hạ tầng hoàn tất, giá cả hợp lý, và khách hàng mua nhà thường ưa chuộng nhà phố và biệt thự tại các khu vực có mật độ dân cư thấp. Ngoài cao tốc Long Thành – Dầu Giây, khu vực này còn hưởng lợi nhờ các dự án trong tương lai, bao gồm Bệnh viện Ung Bướu 2, Bến xe Miền Đông mới, Công viên Lịch sử Văn hóa Dân tộc, và nhà máy Samsung. Phân khúc nhà phố tại khu vực này có thể giành được thị phần từ phân khúc căn hộ do giá cả tầm trung và người Việt thường ưa chuộng nhà phố và biệt thự hơn.

Chúng tôi cho rằng doanh thu của KDH sẽ tăng ba lần trong hai năm tới nhờ cầu tăng mạnh và lợi thế cạnh tranh. Trong hai năm qua, KDH liên tục giữ vị thế dẫn đầu tại phân khúc nhà phố, và chúng tôi tin tưởng vào tiến độ bán hàng của công ty nhờ thương hiệu uy tín, được các ngân hàng hỗ trợ mạnh với các gói thanh toán linh động, vị trí đắc địa với việc phát triển các dự án cơ sở hạ tầng xung quanh.

Tuy nhiên, số lượng sản phẩm bán ra năm 2016 dự kiến sẽ xấp xỉ năm 2015 do phân khúc biệt thự có tiến độ bán hàng thấp hơn, cạnh tranh ngày càng gay gắt, cũng như nguồn cung đã tăng 94% năm ngoái, khiến tỷ lệ hấp thu giảm 6 điểm phần trăm. Số lượng sản phẩm bán ra sẽ tăng vào năm 2017 khi KDH mở bán thêm một số dự án trung cấp (Hình 6).

KQLN 2015 và dự báo

Hình 4: KQLN 2015: Doanh thu và biên lợi nhuận tăng mạnh

tỷ VND	KQ2014	KQ2015	KQ2014 so với KQ2015	KQ2015/ dự báo	Nhận định
Doanh thu	621	1.070	72%	87%	Tiếp tục thành công với chuỗi dự án Mega nhưng giá bán không tăng mạnh như chúng tôi dự báo
Lợi nhuận gộp	91	343	278%	81%	Biên lợi nhuận tăng mạnh nhờ tiến độ bán hàng được đẩy mạnh
Chi phí quản lý và bán hàng	-63	-139	121%	116%	
EBIT	28	204	628%	67%	Chi phí quản lý và bán hàng cao hơn trong khi doanh thu thấp hơn so với ước tính
LNST và sau lợi ích CĐTS	102	261	156%	122%	Lợi nhuận bất thường lớn nhờ chuyển nhượng dự án và định giá lại đầu tư
Biên LN gộp %	14,6%	32,0%			
Chi phí quản lý và bán hàng %	10,1%	13,0%			
LNST và sau lợi ích CĐTS %	16,4%	24,4%			

Nguồn: KDH và VCSC

Hình 5: Triển vọng 2016: Doanh thu tăng đột biến nhờ hợp nhất BCI và chuyển dịch sang phân khúc cao cấp

tỷ VND	2016	2015	Tăng trưởng (%)	Nhận định
Doanh thu	2.679	1.070	150%	Melosa Garden, BCI, và Lucasta đóng góp lần lượt 34%, 26%, và 19% tổng doanh thu
Lợi nhuận gộp	1.031	343	201%	Biên lợi nhuận tăng nhờ các dự án cao cấp của KDH và chuyển nhượng đất của BCI
Chi phí quản lý và bán hàng	-323	-139	133%	
EBIT	708	204	248%	
LNST và sau lợi ích CĐTS	564	261	116%	Lợi ích CĐTS liên quan đến BCI
Biên LN gộp %	38,5%	32,0%		
Chi phí quản lý và bán hàng %	12,1%	13,0%		
LNST và sau lợi ích CĐTS %	21,1%	24,4%		

Nguồn: KDH và VCSC

Doanh thu năm ngoái tăng 72% nhờ tiến độ bán hàng và bàn giao tại các dự án Mega nhanh chóng. Chúng tôi ước tính năm 2015 KDH đã bàn giao được 360 sản phẩm (tăng 42% so với năm 2014), chủ yếu tại các dự án Mega Ruby và Mega Village. Sang năm 2016, chúng tôi cho rằng KDH sẽ bàn giao 400 sản phẩm (tăng 11% so với năm 2015), chủ yếu tại các dự án Mega Village và Melosa Garden. Tuy nhiên, doanh thu dự báo sẽ tăng mạnh 150% so với năm 2015 nhờ hợp nhất BCI và KDH tung ra thị trường nhiều sản phẩm mới, có giá đơn vị cao hơn.

Biên lợi nhuận gộp tăng đáng kể (32% trong năm 2015 từ mức 15% năm 2014) do chi phí lãi vay thấp, giá sản phẩm tăng đều đặn, và tiến độ bán hàng nhanh chóng. Năm 2015, KDH đã tăng được giá bán và đẩy mạnh được tiến độ bán hàng nhờ nhu cầu tại Quận 9 ngày càng cao. Điều này cũng cho phép công ty cắt giảm chi phí lãi vay so với giai đoạn cầu yếu từ 2012 đến đầu 2014. Sang năm 2016, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của KDH tăng 6,5 điểm phần trăm do các khoản đóng góp có biên lợi nhuận cao của BCI và KDH chuyển dịch sang phân khúc biệt thự, có biên lợi nhuận cao hơn.

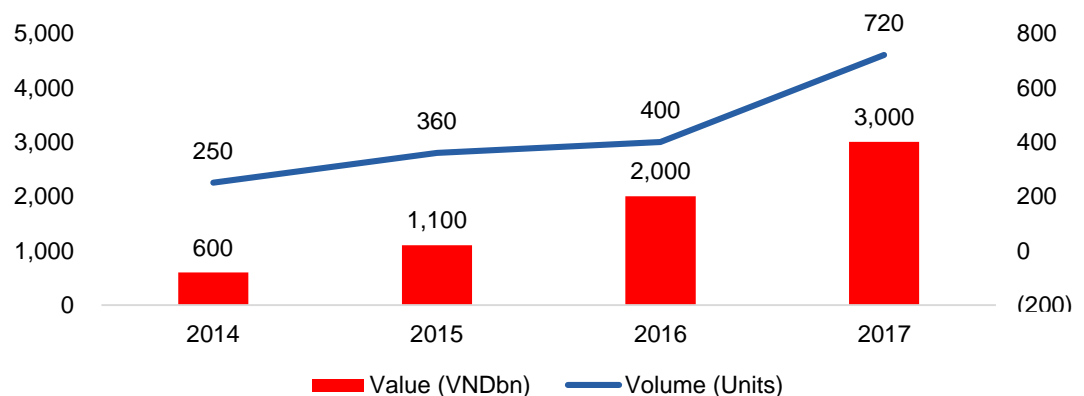
LNST và sau lợi ích CĐTS tăng mạnh 156% năm 2015 nhờ doanh thu tăng trưởng, biên lợi nhuận gộp tăng, và khoản lợi nhuận bất thường lớn từ việc thanh lý tài sản và định giá lại đầu tư. Năm 2016, chúng tôi dự báo LNST và sau lợi ích CĐTS sẽ duy trì mức tăng trưởng đột biến 116%. Tuy nhiên, con số này vẫn thấp hơn mức tăng trưởng doanh thu do việc trừ đi lợi ích CĐTS liên quan đến BCI.

Hình 6: Danh mục dự án của KDH

	Sản phẩm	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Mega Residence	Nhà phố							
Mega Ruby	Nhà phố							
Mega Village	Nhà phố							
Melosa Garden	Nhà phố							
Lucasta	Biệt thự							
Quốc Tế	Biệt thự							
Nhà Phố 1	Nhà phố							
Gia Phước	Nhà phố							
Tháp Mười	Nhà phố							
Mega Sapphire	Căn hộ							
Melosa Garden	Căn hộ							
Quốc Tế Mới	Căn hộ							

Nguồn: KDH và VCSC

Hình 7: Tiến độ bàn giao nhà phố và biệt thự của KDH



Nguồn: KDH và VCSC

Định giá

Chúng tôi định giá KDH theo phương pháp định giá lại tài sản, áp dụng mô hình chiết khấu dòng tiền dành cho các dự án thuộc danh mục ba năm tới và định giá lại theo giá thị trường cho các dự án khác thuộc tồn kho bất động sản. Với ước tính KDH cần vài năm để tái cấu trúc BCI, chúng tôi định giá BCI theo chi phí mua lại. Đây là một cách tính thận trọng do BCI có quỹ đất rất lớn tại TP. HCM. Vì vậy, chúng tôi bỏ mức chiết khấu dành cho tổng giá trị tài sản ròng và được kết quả giá mục tiêu 24.500VND/cổ phiếu.

Hình 8: Tóm tắt mô hình định giá

	Phương pháp	Giá trị hiện tại ròng dự án (tỷ VND)		Giá trị hiện tại ròng (tỷ VND)
			Tỷ lệ sở hữu	
Mega Village	CKDT	65	100%	65
Melosa Garden - Townhouse	CKDT	1.082	100%	1.082
Lucasta	CKDT	687	100%	687
Quốc Tế	CKDT	332	100%	332
Nhà Phố 1	CKDT	270	100%	270
Gia Phước	CKDT	153	100%	153
Tháp Mười	CKDT	212	100%	212
Bình Trung	CKDT	332	100%	332
Mega Sapphire	CKDT	283	100%	283
Melosa Garden - Apartment	CKDT	154	100%	154
Quốc Tế Mới	CKDT	128	100%	128
Nhà Phố Mới	Giá trị thị trường	215	100%	215
Khang Điền – Long Trường	Giá trị thị trường	749	100%	749
Long Phước Điền – Long Trường	Giá trị thị trường	405	100%	405
Villa – Long Trường	Giá trị thị trường	130	100%	130
Tổng giá trị hiện tại ròng của dự án		5.194		5.194
Đầu tư vào BCI	Chi phí mua lại			1.146
cộng Tiền và tương đương tiền				983
trừ Tổng nợ				2.918
Giá trị tài sản ròng				4.405
Số lượng cổ phiếu (triệu)				180
Giá mục tiêu (VND)				24.500
P/B theo giá mục tiêu				1,1x
Giá thị trường ngày 04/03/2016				21.000
TL tăng				16,7%

Nguồn: VCSC

Chúng tôi cũng so sánh KDH với các công ty BĐS có quy mô tương tự. Cổ phiếu KDH hiện đang giao dịch với P/E 2015 là 11,5 lần, P/B 2015 là 0,9 lần, xấp xỉ các công ty BĐS đã niêm yết khác. Tuy nhiên, chúng tôi xin lưu ý rằng KDH có đòn bẩy cao, với tỷ lệ nợ/vốn CSH là 70% so với trung vị 29%. Do các khác biệt về sản phẩm và đà tăng trưởng, chúng tôi không áp dụng phương pháp trọng số để định giá KDH.

Hình 9: Một số công ty BĐS đã được niêm yết

Mã	GT vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu trượt 12 tháng (triệu USD)	y-o-y %	LNST trượt 12 tháng (triệu USD)	y-o-y %	Nợ/ Vốn CSH	ROE	ROA	P/E trượt 12 tháng	P/B quý vừa qua
KBC	276	65	36%	28	93%	36%	10%	5%	9,8	0,9
ITA	190	32	106%	8	26%	17%	2%	1%	24,8	0,5
FLC	158	235	155%	40	154%	23%	14%	11%	3,8	0,6
NLG	149	56	45%	9	116%	29%	10%	5%	15,2	1,4
PDR	124	18	(3%)	7	279%	120%	8%	2%	16,2	1,2
HQC	102	62	326%	29	2,073%	20%	23%	13%	3,0	0,6
SCR	95	7	(77%)	8	565%	93%	6%	3%	11,1	0,7
BCI	91	21	92%	13	201%	25%	12%	7%	7,3	1,0
SJS	90	38	(30%)	10	42%	79%	14%	4%	8,9	1,1
DXG	88	62	175%	15	101%	12%	30%	14%	5,4	1,3
IJC	85	31	(33%)	6	(45%)	63%	4%	2%	15,4	0,6
HDG	74	70	1%	6	(8%)	6%	20%	7%	12,2	1,8
DIG	76	30	(4%)	1	(65%)	62%	2%	1%	91,2	0,7
Trung bình	123	56	61%	14	272%	45%	12%	6%	17,3	1,0
Trung vị	95	38	36%	9	101%	29%	10%	5%	11,1	0,9
KDH	170	48	72%	12	156%	70%	9%	5%	11,5	0,9

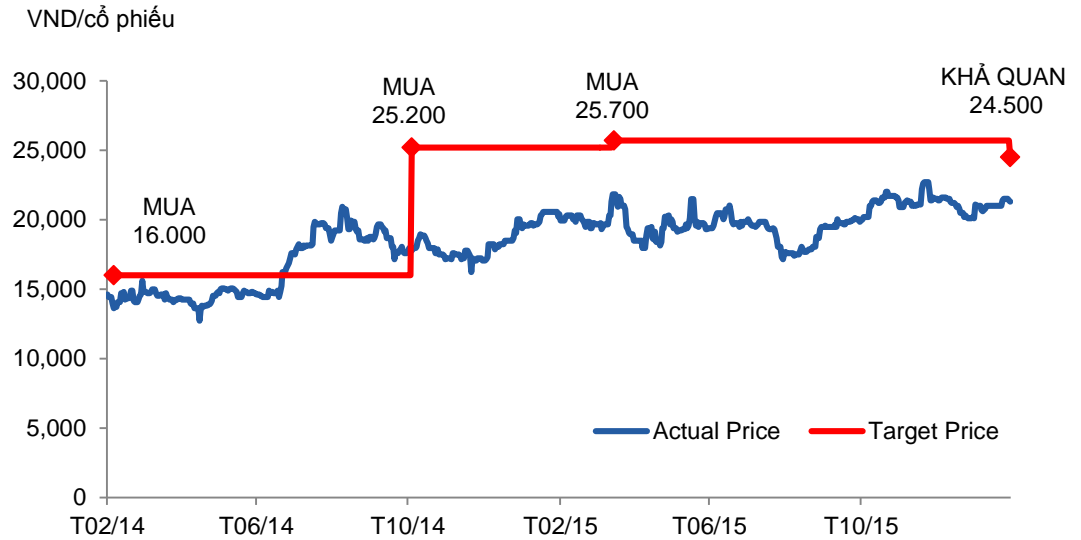
Nguồn: Bloomberg

Lịch sử khuyến nghị

Chúng tôi điều chỉnh giảm 5% giá mục tiêu từ 25.700VND xuống 24.500VND. Các thay đổi chính so với báo cáo trước của chúng tôi là:

- Số lượng cổ phiếu đã tăng lên 180 triệu do đợt phát hành quyền mua cổ phiếu tỷ lệ 10:4, với tỷ lệ tăng ngắn hạn từ việc mua lại BCI vẫn chưa rõ ràng.
- Số lượng sản phẩm bán ra dự kiến sẽ tăng chậm lại trong năm 2016 do cạnh tranh ngày càng gay gắt và tiến độ bán hàng phân khúc cao cấp chậm.
- Phần bù rủi ro thị trường tăng 1 điểm phần trăm so với trước đây.

Hình 10: Diễn biến giá mục tiêu VCSC đưa ra và giá cổ phiếu (có tính các đợt tách cổ phiếu và trả cổ tức bằng cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg và VCSC

Phân tích kỹ thuật

Đồ thị giá cổ phiếu KDH hiện đang giao dịch gần mức cao nhất của mẫu hình giá và có biến động nhẹ, lại gần mức trung bình 20 tuần. Trong khi đó, trên cơ sở hệ thống chỉ báo kỹ thuật, chúng tôi cho rằng xu hướng xung lực trung hạn có tín hiệu yếu dần và dòng tiền đang giảm.

Hệ thống chỉ báo xu hướng của chúng tôi vẫn duy trì xu hướng TĂNG trong trung hạn, nhưng rủi ro trung hạn đang gia tăng và chúng tôi sẽ điều chỉnh xu hướng trung hạn từ TĂNG thành GIẢM nếu đồ thị giá mất mốc hỗ trợ 20.000VND.

Ngày 03/03/2016	(VND/ cổ phiếu)
Thời gian phân tích trung hạn	3 đến 6 tháng
Ngưỡng kháng cự trung hạn	22.700
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	20.000
Xu hướng trung hạn	TĂNG



Nguồn: VCSC

Báo cáo Tài chính các năm

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F
Doanh thu	1.070	2.679	4.035	Tiền và tương đương	983	551	1.723
Giá vốn hàng bán	-727	-1.648	-2.541	Đầu tư TC ngắn hạn	44	44	44
Lợi nhuận gộp	343	1.031	1.494	Các khoản phải thu	675	1.188	1.748
Chi phí bán hàng	-62	-118	-173	Hàng tồn kho	5.857	5.189	4.735
Chi phí quản lí DN	-77	-205	-282	TS ngắn hạn khác	94	152	224
LN thuần HĐKD	204	708	1.038	Tổng TS ngắn hạn	7.652	7.124	8.474
Thu nhập tài chính	74	45	65	TS dài hạn (gộp)	88	107	125
Chi phí tài chính	-56	-22	-74	- Khấu hao lũy kế	-56	-72	-87
Trong đó, chi phí lãi vay	-5	-22	-74	TS dài hạn (ròng)	32	35	38
Lợi nhuận từ công ty LDLC	17	32	37	Đầu tư TC dài hạn	312	505	505
Lỗ/lãi thuần khác	80	100	0	TS dài hạn khác	568	570	570
LNTT	320	863	1.067	Tổng TS dài hạn	911	1.110	1.113
Thuế TNDN	-43	-173	-213	Tổng Tài sản	8.563	8.234	9.588
LNST trước CĐTS	277	690	854	Phải trả ngắn hạn	72	45	60
Lợi ích CĐ thiếu số	-15	-126	-114	Nợ ngắn hạn	219	221	221
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	261	564	739	Nợ ngắn hạn khác	758	496	1.207
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	199	464	739	Tổng nợ ngắn hạn	1.049	762	1.488
EBITDA	254	724	1.053	Nợ dài hạn	2.699	1.661	1.435
EPS cơ bản, báo cáo, VND	1.827	3.134	4.108	Nợ dài hạn khác	630	603	603
EPS cơ bản, điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	1.392	2.579	4.108	Tổng nợ	4.378	3.026	3.527
EPS pha loãng ⁽²⁾ , VND	1.827	3.134	4.108				

TỶ LỆ	2015A	2016F	2017F		2015A	2016F	2017F
Tăng trưởng				Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Tăng trưởng doanh thu	72,2%	150,4%	50,6%	Vốn cổ phần	1.160	1.160	1.160
Tăng trưởng LN HĐKD	628,2%	247,7%	46,7%	Thặng dư vốn CP	1.800	1.800	1.800
Tăng trưởng LNTT	204,8%	169,7%	23,7%	Lợi nhuận giữ lại	231	795	1.534
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	NA	85,2%	59,3%	Vốn khác	35	35	35
				Lợi ích CĐTS	959	1.418	1.532
Khả năng sinh lời				Vốn chủ sở hữu	4.185	5.208	6.061
Biên LN gộp %	32,0%	38,5%	37,0%	Tổng cộng nguồn vốn	8.563	8.234	9.588
Biên LN từ HĐ %	19,0%	26,4%	25,7%				
Biên EBITDA	23,7%	27,0%	26,1%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	24,4%	21,1%	18,3%	Tiền đầu năm	435	983	551
ROE %	9,1%	12,0%	13,1%	Lợi nhuận sau thuế	261	564	739
ROA %	4,5%	6,7%	8,3%	Khấu hao	50	16	14
				Thay đổi vốn lưu động	-1.999	-193	548
Chỉ số hiệu quả vận hành				Điều chỉnh khác	-165	96	114
Số ngày tồn kho	1.991	1.223	713	Tiền từ hoạt động KD	-1.852	484	1.416
Số ngày phải thu	207	127	133	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-29	-20	-18
Số ngày phải trả	22	13	8	Đầu tư	-107	-194	0
TG luân chuyển tiền	2.175	1.337	838	Tiền từ HĐ đầu tư	-136	-213	-18
Thanh khoản				Cổ tức đã trả	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	129,7	120,7	143,6	Tăng (giảm) vốn cổ phần	1.814	0	0
CS thanh toán nhanh	1,6	2,3	2,4	Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	2	0
CS thanh toán tiền mặt	1,0	0,8	1,2	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	722	-1.038	-226
Nợ/Tài sản	50,0%	22,4%	18,6%	Tiền từ các hoạt động TC khác	0	333	0
Nợ/Vốn sử dụng	41,1%	26,5%	21,5%	Tiền từ hoạt động TC	2.536	-703	-226
Nợ/Vốn CSH	67,7%	28,4%	(1,2%)				
Khả năng thanh toán lãi vay	37,7	31,5	14,1	Tổng lưu chuyển tiền tệ	548	-432	1.172
				Tiền cuối năm	983	551	1.723

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 khấu trừ khoản trích vào quỹ khen thưởng và phúc lợi (5% LNST) 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
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 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

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

BDS, Xây dựng và Vật liệu

Hoàng Văn Thọ, Chuyên viên ext 174
Vương Khắc Huy, Chuyên viên ext 139
Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149

Hàng tiêu dùng, Ôtô và Săm lốp

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng ext 143
Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185
Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147

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

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

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

Vĩ mô và Thị trường

Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142
Lê Ngọc Trâm, CV cao cấp ext 194
Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181
Dương Mỹ Thanh, CV vĩ mô ext 173

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+848 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@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.