

25/09/2012



Tôn Minh Phương
Chuyên viên cao cấp
Phuong.ton@vcsc.com.vn
+84 8 3 914 3588 ext. 146

Cập nhật

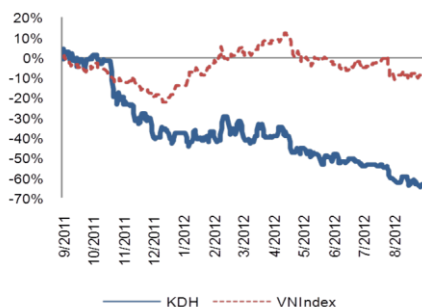
Giá mục tiêu **22.500**
TL tăng % **89**

Bất động sản

| Các chỉ số chính | VND | USD \$ |
|--------------------------------|--------|--------|
| Giá ngày ra báo cáo | 11.900 | 0,57 |
| Mức thấp nhất 52 tuần | 11.400 | 0,55 |
| Mức cao nhất 52 tuần | 33.500 | 1,61 |
| GTGDDB 20 ngày [tỷ triệu] | 3,6 | 0,17 |
| GT vốn hóa [tỷ triệu] | 511 | 24 |
| Cổ phiếu lưu hành (triệu) | 42,9 | |
| TL sở hữu NN % [tối đa thực] | 49 | 34 |
| EPSg ['09-'12] | -30,3 | |
| PEGr ['09-'12] | -0,84 | |

| Định giá | 2010 | 2011 | 2012F |
|-----------------------|-------|-------|-------|
| EPS (cơ bản) | 4.532 | 235 | 466 |
| Tăng trưởng EPS % | 228,6 | -94,8 | 98 |
| P/E (thị giá) | 3,6 | 69,8 | 25,5 |
| P/B (thị giá) | 0,5 | 0,6 | 0,4 |
| ROE % | 17,2 | 0,2 | 1,7 |
| Hệ số chi trả lãi vay | 27,2 | 1,0 | NA |
| Biên LN gộp | 39,3 | 27,9 | NA |
| Biên LN ròng | 29,3 | 1,0 | 21 |
| Nợ/CSH | 46 | 38 | NA |
| Lợi suất cổ tức | 0 | 0 | 4,2 |

| Diễn biến giá | 3M | 6M | 12M |
|-------------------|------|-------|-------|
| Giá trị tuyệt đối | -7,0 | -45,9 | -63,0 |
| Giá trị tương đối | -5,0 | -31,9 | -53,2 |



Cơ cấu cổ đông

| | |
|--------------------------|-----|
| Ông Lý Điền Sơn | |
| (trực tiếp và gián tiếp) | 55% |
| Vinacapital | 25% |
| Prudential | 8% |
| Foreign | 34% |

See important disclosure at the end of this document

Giá trị bị che mờ bởi khó khăn thị trường

Kết quả 6 tháng đầu năm của KDH tương đối gây thất vọng so với cùng kỳ năm ngoái cũng như so với mục tiêu năm 2012. Doanh thu giảm 73% so với cùng kỳ 2011, chỉ đạt 13% ước tính của chúng tôi, trong khi lợi nhuận sau thuế giảm 97%, chỉ bằng 0,5% dự báo của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi xin lưu ý là ước tính của chúng tôi bao gồm toàn bộ dự án Villa Park, chiếm 22,2% ước tính doanh thu và 20% ước tính biên lợi nhuận gộp cho 2012. Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị MUA đối với KDH dựa trên giá trị tài sản ròng điều chỉnh là 22.500 đồng (TL tăng giá 89%) so với mức 23.300 đồng định giá vào tháng sáu nhưng thừa nhận lĩnh vực bất động sản có thể gặp khó khăn kéo dài.

Villa Park không còn là công ty con, KDH vẫn còn quyền kiểm soát nhưng kết quả hợp nhất bị ảnh hưởng. Trong năm 2012, KDH đã giảm cổ phần tại Villa Park từ 51% xuống 49%, do đó không còn hợp nhất kết quả của công ty này. Điều này phần nào lý giải việc doanh thu hợp nhất của KDH giảm do Villa Park là dự án qui mô nhất và đã ở trạng thái sẵn sàng để bán từ năm 2011.

Khả năng bán 25% Spring Life sẽ cải thiện vị thế tiền mặt và kết quả 6 tháng cuối năm. Giao dịch này là giao dịch kế tiếp 70% cổ phần công ty dự án được bán trong năm 2011 cũng cho Capitaland, mang lại 56 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế. Chúng tôi dự báo việc chuyển nhượng 25% cổ phần sẽ được hoàn tất trước khi kết thúc năm 2012, đóng góp khoảng 85 tỷ đồng doanh thu và 10 tỷ đồng LNST cho 6 tháng cuối năm.

Thanh khoản tốt. KDH hiện có trong tay khoảng 50 tỷ đồng tiền mặt và tương đương tiền. Việc bán 25% dự án Spring Life sẽ mang lại khoảng 85 tỷ đồng nữa. Công ty nợ tổng cộng 380 tỷ đồng (giảm mạnh so với mức 1.000 tỷ đồng vào đầu năm 2011), trong đó trên 75% phải 3-5 năm mới đến đáo hạn nợ gốc. Việc trả lãi tương đối thừa với chu kỳ 6 tháng 1 lần.

Các sản phẩm đất lô không đòi hỏi vay nợ nhiều, khiến ban lãnh đạo bớt gánh nặng đi vay và trả nợ. Lợi thế của việc phát triển đất lô so với việc phát triển căn hộ là dòng tiền từ khách hàng chảy rất sớm trong quá trình phát triển sản phẩm để tài trợ cho đầu tư xây dựng và nhờ vậy việc sử dụng đòn bẩy được giảm thiểu. Dù tín dụng đã được rút trở lại vào bất động sản, chúng tôi nhận thấy các chủ đầu tư vẫn gặp nhiều khó khăn trong việc đi vay vốn mới ngân hàng.

Thay đổi cơ cấu cổ đông, số cổ phiếu tự do giảm. Sau báo cáo lần đầu của chúng tôi hồi tháng sáu, ông Sơn đã tăng tỷ lệ nắm giữ 3,5% lên 55%. Vinacapital cũng nâng tỷ lệ cổ phần lên 25% trong khi cổ phần của Prudential giảm nhẹ từ 10% xuống 8%. Tính cả cổ phiếu quỹ và cổ phiếu do các thành viên HĐQT khác nắm giữ, KDH chỉ còn dưới 5% cổ phiếu tự do, phần nào lý giải vì sao diễn biến giá cổ phiếu KDH gần đây không tốt với khối lượng giao dịch rất thấp. Chúng tôi cho rằng việc mã KDH bị một trong hai quỹ ETF (FTSE Vietnam) loại khỏi sổ chỉ số cũng có tác động tiêu cực lên giá cổ phiếu.

Kế hoạch chuyển đổi nợ không tiến triển thêm sau khi được HĐQT thông qua. Chúng tôi cho rằng kế hoạch chuyển đổi nợ phụ thuộc rất nhiều vào tiến độ và qua đó, vào yêu cầu vốn đầu tư của một dự án quy mô mới mà công ty muốn theo đuổi. Việc tăng vốn không phải là nhu cầu cấp bách nếu chỉ để đáp ứng nhu cầu vốn của các dự án đang triển khai.

Cập nhật tiến độ dự án

Nhìn chung, hoạt động của KDH trong 6 tháng đầu năm chứng lại, do tình hình khó khăn chung của thị trường cũng như không có áp lực tạo ra dòng tiền vào, điều sẽ xảy ra trong trường hợp có vấn đề về thanh khoản.

Villa Park: Sau khi công ty bán 2% cổ phần, tỷ lệ sở hữu của KDH chỉ còn 49%. Vì vậy, dự án không còn được hợp nhất vào báo cáo tài chính của KDH mà hiện chỉ được xem là một công ty liên kết. Tuy nhiên, KDH vẫn giữ được quyền kiểm soát đối với dự án, do 6% còn lại thuộc về các cá nhân quen thuộc với công ty.

Gần đây, việc bán dự án đã bị tạm hoãn do công ty không muốn hạ giá bán (các giao dịch gần đây nhất ở mức giá là 21 triệu đồng/m² trong năm 2011). Khoảng một nửa số biệt thự của dự án đã được bán cho khách hàng, với phần giá trị bán đất đã được ghi nhận hoàn toàn. Giá trị xây dựng đến hết năm 2012 có thể ghi nhận khoảng 200 tỷ đồng (từ việc chuyển nhượng 100 biệt thự). Số tiền này lẽ ra có thể được hợp nhất vào kết quả của KDH nếu Villa Park vẫn còn là một công ty con. Vì giờ đây Villa Park chỉ còn là công ty liên kết, chỉ có phần lợi nhuận ròng tương ứng được tính vào báo cáo tài chính hợp nhất của KDH.

Spring Life: KDH và Capitaland (trước đây đã mua 70% cổ phần của công ty dự án này) đã có biên bản ghi nhớ về việc bán thêm 25% cổ phần cho Capitaland. Giao dịch dự kiến sẽ mang lại 15 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế cho KDH (trước giao dịch này, 70% cổ phần của dự án cũng đã được bán cho chủ đầu tư Singapore này, mang lại 56 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế). KDH sẽ giữ 5% cổ phần còn lại tại dự án.

Đoàn Nguyên: Công ty vừa nhận được quyết định giao đất, do đó KDH có thể tiến hành xây dựng cơ sở hạ tầng và chào bán bất cứ lúc nào.

Trí Minh: KDH dự kiến nhận được quyết định giao đất trong khoảng 2 tháng tới, sau đó có thể bắt đầu xây dựng cơ sở hạ tầng và chào bán tới khách hàng.

Mega: Tiến độ thi công dự án bị chậm 1,5 đến 2 tháng so với mục tiêu công ty đặt ra vào đầu năm, khiến việc chào bán chậm theo.

Nhìn chung, các dự án của KDH đều chậm tiến độ khoảng 2 tháng do việc tạm hoãn xây dựng các cơ sở hạ tầng trọng điểm xung quanh. Tuy nhiên, sau khi đầu tư công được nối lại, các dự án cơ sở hạ tầng quan trọng đối với các dự án của KDH đã được tái khởi động vào đầu Quý 2 và đến giờ đều tiến triển khả quan.

Không có cập nhật nào đáng kể đối với các dự án khác.

Triển vọng lợi nhuận 2012

Trong báo cáo lần đầu vào tháng sáu, chúng tôi đã ước tính lợi nhuận sau thuế 2012 sẽ đạt 97,6 tỷ đồng nhờ ba dự án mới được tung ra thị trường và dự án Villa Park. Do tiến độ các dự án mới chậm trễ và việc bán Villa Park bị hoãn, chúng tôi cho rằng cần phải điều chỉnh lại dự báo. Chúng tôi ước tính năm 2012 công ty sẽ đạt lợi nhuận sau thuế trong khoảng 15-20 tỷ đồng, trong đó có 10 tỷ đồng từ việc bán 25% dự án Spring Life và phần còn lại từ lợi nhuận ròng tương ứng từ các công ty liên kết (cụ thể là việc Villa Park ghi nhận giá trị xây dựng biệt thự thô được chuyển giao).

Định giá

Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu từ 23.300 đồng/cổ phiếu xuống còn 22.500 đồng/cổ phiếu cũng dựa trên phương pháp giá trị tài sản ròng. Việc điều chỉnh giá mục tiêu của chúng tôi là kết quả trực tiếp của việc tạm hoãn tiến độ ba dự án trọng điểm mà theo kế hoạch trước đó được chào bán vào đầu năm 2012 (Trí Minh, Mega, và Đoàn Nguyên) nhưng thực tế vẫn chưa sẵn sàng trong vòng 2 tháng tới. Ảnh hưởng gián tiếp độ trên giá được giảm bớt do chúng tôi cũng điều chỉnh tỷ lệ chiết khấu.

Chúng tôi thực hiện ba điều chỉnh lớn đối với định giá như sau:

1/ Điều chỉnh chi phí nợ và chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu, mỗi khoản giảm 2% để phản ánh tình hình lãi suất tại Việt Nam nhìn chung đã bớt căng thẳng. Chi phí nợ giờ đây còn 16% và chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu còn 23%.

2/ Chúng tôi đưa vào trước việc bán 25% cổ phần công ty phát triển dự án Spring Life – đưa ra phần giá trị sổ sách tương ứng và thêm vào lượng tiền mặt sẽ thu được.

3/ Chúng tôi kéo dài thời gian chào bán ba dự án Trí Minh, Mega, và Đoàn Nguyên do kết quả của việc trì hoãn tiến độ dự án.

Hình 1: Giả định tiến độ bán hàng đối với các dự án

| # | Dự án | | Trước 2012 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----|-------------------------------|--------|------------|------|------|------|------|
| 1 | Khang Điền Phước Long B | Đã bán | | | | | |
| 2 | Trí Kiệt River Town | Đã bán | | | | | |
| 3 | Topia Garden | Đã bán | | | | | |
| 4 | Goldora | Đã bán | | | | | |
| 5 | Spring Life | | 75% | 25% | | | |
| 6 | Villa Park | | 66% | 0% | 15% | 19% | |
| 7 | Trí Kiệt Long Trường | | | 0% | 40% | 40% | 20% |
| 8 | Mega Villa | | | 0% | 65% | 35% | |
| 9 | Trí Minh | | | 0% | 30% | 30% | 40% |
| 10 | Đoàn Nguyên | | | 0% | 30% | 40% | 30% |
| 11 | Hoja Villa | | | 20% | 30% | 50% | |
| 12 | Gia Phước | | | | 30% | 30% | 40% |
| 13 | Minh A Tower | NA | | | | | |
| 14 | Khang Điền Long Trường | | | | 30% | 30% | 40% |
| 15 | Long Phước Điền - Long Trường | | | | 30% | 30% | 40% |
| 16 | Villa Long Trường | | | | 30% | 30% | 40% |
| 17 | Villa Đoàn Nguyên | | | 0% | 20% | 40% | 40% |

Nguồn: VCSC ước tính

Hình 2: Tổng kết giá trị tài sản ròng

| | Dự án | Giá bán sau chiết khấu thanh khoản (triệu đồng) | TL Cổ phần % | Diện tích đất (m2) | Diện tích đất thương phẩm | Phương pháp định giá | Giá trị còn lại (triệu đồng) |
|----|--|---|--------------|--------------------|---------------------------|----------------------|------------------------------|
| 1 | Khang Điền Phước Long B | | 100% | 104.000 | | NA | |
| 2 | Trí Kiệt River Town | | 40% | 71.382 | 28.553 | NA | |
| 3 | Topia Garden | | 100% | 60.194 | 19.280 | NA | |
| 4 | Spring Life | | 30% | 29.593 | 5.623 | GD quá khứ | 18.000 |
| 5 | Villa Park | 16,8 | 49% | 112.425 | 56.550 | DCF | 125.115 |
| 6 | Goldora | | 100% | 82.182 | 35.683 | NA | - |
| 7 | Trí Kiệt Long Trường | 10,4 | 40% | 71.000 | 27.000 | DCF | 9.502 |
| 8 | Mega Villa | 20 | 99,90% | 32.048 | 15.024 | DCF | 143.185 |
| 9 | Trí Minh | 20 | 99,80% | 60.000 | 28.200 | DCF | 286.854 |
| 10 | Đoàn Nguyên | 20 | 99% | 60.732 | 30.002 | DCF | 255.407 |
| 11 | Hoja Villa | 20 | | 8.079 | 3.010 | DCF | 34.260 |
| 12 | Gia Phước | 20 | 51% | 32.000 | 11.923 | DCF | 50.934 |
| 13 | Minh A Tower | 8 | 33,40% | 11.300 | | Thị giá | 30.194 |
| 14 | Khang Điền Long Trường | 10,4 | 100% | 201.000 | 80.400 | DCF | 217.546 |
| 15 | Long Phước Điền - Long Trường | 10,4 | 95% | 54.000 | 21.600 | DCF | 72.358 |
| 16 | Villa Long Trường | 12 | 100% | 34.000 | 13.600 | DCF | 15.955 |
| 17 | Villa Đoàn Nguyên | 20 | 99% | 53.000 | 20.670 | DCF | 21.262 |
| | Tổng GTTS ròng dự án | | | | | | 1.280.572 |
| | Cộng: Tài sản thanh khoản thuộc cổ đông công ty mẹ | | | | | | 148.645 |
| | Cộng: Tiền mặt sẽ nhận từ việc bán 25% Spring Life | | | | | | 85.000 |
| | Trừ: nợ cổ đông công ty mẹ | | | | | | 554.735 |
| | Giá trị tài sản ròng | | | | | | 959.482 |
| | Số cổ phiếu lưu hành | | | | | | 42.900.000 |
| | Giá trị TS ròng/cổ phiếu | | | | | | 22.366 |

Báo cáo tài chính

Đơn vị: tỷ đồng

| KQLN | 2009 | 2010 | 2011 | CĐKT | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần | 123 | 772 | 227 | Tài sản | | | |
| - Giá vốn hàng bán | -45 | -468 | -164 | + Tiền & tương đương | 52 | 283 | 122 |
| Lợi nhuận gộp | 78 | 303 | 63 | + Đầu tư ngắn hạn | 0 | 0 | 0 |
| - Chi phí bán hàng | -1 | -19 | -6 | + Các khoản phải thu | 105 | 492 | 238 |
| - Chi phí quản lí doanh nghiệp | -16 | -20 | -49 | + Hàng tồn kho | 761 | 1,424 | 1,429 |
| Lợi nhuận thuần HĐKD | 61 | 264 | 9 | + Tài sản ngắn hạn khác | 56 | 252 | 327 |
| - (Lỗ) / lợi tỷ giá | 0 | 0 | 0 | Tổng tài sản ngắn hạn | 973 | 2,451 | 2,116 |
| - Lợi nhuận khác | 4 | 56 | 43 | + Tài sản dài hạn | 7 | 13 | 13 |
| EBIT | 65 | 320 | 52 | - Khấu hao lũy kế | -4 | -4 | -5 |
| - Chi phí lãi vay | -4 | -12 | -53 | + Tài sản dài hạn | 4 | 9 | 8 |
| EBT | 61 | 308 | -1 | + Đầu tư tài chính dài hạn | 0 | 0 | 0 |
| - Thuế TNDN | -16 | -82 | 4 | + Tài sản dài hạn khác | 190 | 187 | 293 |
| LNST | 45 | 226 | 2 | Tổng tài sản dài hạn | 194 | 196 | 301 |
| - Lợi ích cổ đông thiểu số | 1 | -51 | 8 | Tổng Tài sản | 1,167 | 2,647 | 2,417 |
| LNST của cổ đông CT Mẹ | 46 | 175 | 10 | | | | |
| EPS | 1,379 | 4,532 | 235 | Nợ & Vốn chủ sở hữu | | | |
| EBITDA | 65 | 321 | 54 | + Phải trả ngắn hạn | 1 | 9 | 41 |
| Khấu hao | 0 | -2 | -2 | + Vay và nợ ngắn hạn | 0 | 270 | 325 |
| Tăng trưởng doanh thu | 249.7% | 529.2% | -70.6% | + Phải trả ngắn hạn khác | 23 | 167 | 265 |
| Tăng trưởng LN HĐKD | -613.2% | 333.8% | -96.7% | Nợ ngắn hạn | 24 | 445 | 631 |
| Tăng trưởng EBIT | 111.8% | 391.7% | -83.8% | + Vay và nợ dài hạn | 95 | 476 | 228 |
| Tăng trưởng EPS | 109.5% | 228.6% | -94.8% | + Phải trả dài hạn | 34 | 105 | 112 |
| Chỉ số khả năng sinh lợi | 2009 | 2010 | 2011 | Nợ dài hạn | 129 | 581 | 340 |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp | 63.3% | 39.3% | 27.9% | Tổng nợ | 153 | 1,026 | 971 |
| Tỷ suất LNST | 36.6% | 29.3% | 1.0% | + Cổ phiếu ưu đãi | 0 | 0 | 0 |
| ROE DuPont | 4.4% | 17.2% | 0.2% | + Thặng dư | 338 | 498 | 498 |
| ROA DuPont | 4.0% | 11.9% | 0.1% | + Vốn điều lệ | 332 | 439 | 439 |
| Tỷ suất EBIT | 53.0% | 41.4% | 22.8% | + Lợi nhuận chưa phân phối | 95 | 267 | 267 |
| LNTT / LNST | 73.3% | 73.4% | -192.0% | + Lợi ích cổ đông thiểu số | 249 | 417 | 242 |
| LNTT / EBIT | 94.2% | 96.3% | -2.4% | Vốn chủ sở hữu | 1,014 | 1,621 | 1,446 |
| Vòng quay tổng tài sản | 0.1 | 0.4 | 0.1 | Tổng nợ & vốn chủ sở hữu | 1,167 | 2,647 | 2,417 |
| Đòn bẩy tài chính | 1.1 | 1.4 | 1.7 | | | | |
| ROIC | 4.2% | 13.0% | 0.1% | | | | |
| Chỉ số hiệu quả vận hành | 2009 | 2010 | 2011 | Lưu chuyển tiền tệ | 2009 | 2010 | 2011 |
| Số ngày phải thu | 5,997.3 | 851.1 | 3,182.4 | Tiền đầu năm | 107 | 52 | 283 |
| Số ngày tồn kho | 218.3 | 141.0 | 586.7 | Lợi nhuận sau thuế | 46 | 175 | 10 |
| Số ngày phải trả | 11.3 | 3.8 | 55.9 | + Khấu hao lũy kế | 0 | 2 | 2 |
| Thời gian luân chuyển tiền | 6,204.3 | 988.4 | 3,713.1 | + Điều chỉnh | 14 | 19 | -115 |
| COGS / Hàng tồn kho | 0.1 | 0.4 | 0.1 | + Thay đổi vốn lưu động | -75 | -370 | -20 |
| Chỉ số thanh khoản/đòn bẩy tài chính | 2009 | 2010 | 2011 | Tiền từ hoạt động kinh doanh | -15 | -174 | -122 |
| CS thanh toán hiện hành | 40.44 | 5.51 | 3.35 | + Thanh lý tài sản cố định | 0 | 0 | 2 |
| CS thanh toán nhanh | 8.82 | 2.31 | 1.09 | + Chi mua sắm TSCĐ | -2 | -8 | -3 |
| CS thanh toán tiền mặt | 2.16 | 0.64 | 0.19 | + Tăng (giảm) đầu tư | 0 | 0 | 0 |
| Nợ / Tài sản | 0.08 | 0.28 | 0.23 | + Đầu tư khác | -38 | -334 | 28 |
| Nợ / Vốn sử dụng | 0.09 | 0.32 | 0.28 | Tiền từ hoạt động đầu tư | -40 | -342 | 27 |
| Nợ / Vốn CSH | 0.09 | 0.46 | 0.38 | + Cổ tức đã trả | 0 | 0 | 0 |
| Nợ ngắn hạn / Vốn CSH | 0.00 | 0.10 | 0.13 | + Tăng/giảm vốn | 0 | 268 | 0 |
| Nợ dài hạn / Vốn CSH | 0.08 | 0.18 | 0.09 | + Thay đổi nợ ngắn hạn | 0 | 270 | 55 |
| Khả năng thanh toán lãi vay | 17.38 | 27.24 | 0.98 | + Thay đổi nợ dài hạn | 95 | 382 | -249 |
| | | | | + Các hoạt động tài chính khác | 29 | 55 | 1 |
| Định giá | 2009 | 2010 | 2011 | Tiền từ hoạt động tài chính | 0 | 747 | -66 |
| P/E | 11.9 | 3.6 | 69.8 | Tổng lưu chuyển tiền tệ | -55 | 232 | -162 |
| P/B | 0.7 | 0.5 | 0.6 | Tiền cuối năm | 52 | 283 | 122 |
| EV / EBITDA | 0.0 | 8.8 | 30.5 | | | | |
| Giá trị sổ sách/cổ phiếu | 23.026 | 31.242 | 27.431 | | | | |

See important disclosure at the end of this document

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Tôn Minh Phương, 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 1/11/2010.

| Các khuyến nghị | Định nghĩa |
|-----------------------------|--|
| MUA | Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20% |
| THÊM VÀO | Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20% |
| NẮM GIỮ | Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10% |
| GIẢM | 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 HOÃN | 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. 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

Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, 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

Quyền Giám Đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105
tu.vu@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

CV vĩ mô, Nguyễn Duy Phong, ext 120

CV kỹ thuật, Nguyễn Thế Minh, ext 142

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

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

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Ly, ext 147

Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

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 |
|------------|-------------|--------------|--------------|
| 08/06/2012 | MUA | 16.900 | 23.300 |