

# Nhà Khang Điền (KDH)

## NĂM GIỮ



**Tôn Minh Phương**

CV phụ trách

[phuong.ton@vcsc.com.vn](mailto:phuong.ton@vcsc.com.vn)

+84 8 3 914 3588 ext. 146

### Cập nhật

Hạ KN từ MUA xuống NĂM GIỮ

Giá mục tiêu giảm còn 15.000 đồng

**Giá hiện tại** 8.800 đồng

**GTTS ròng** 15.000 đồng

**TL tăng** 70%

**Lợi suất cổ tức** 0%

### Bất động sản

Giá trị vốn hóa	19 triệu USD
SL cổ phiếu lưu hành	46 triệu
Mức cao nhất 12 tháng	17.727 đồng
Mức thấp nhất 12 tháng	7.500 đồng

GTGD bình quân ngày trong 30 ngày qua	65 ngàn USD
Sở hữu NN còn lại	3,6 triệu USD
TL sở hữu của NN/room tối đa	30% / 49,0%

### Cơ cấu cổ đông

Chủ tịch HĐQT kiêm TGD	53,0%
VOF	10,3%
Longwoods Worldwide	4,2%
Mutual Fund Elite	5,0%

## Vẫn còn chờ thời điểm thu hoạch giá trị

Chúng tôi điều chỉnh giảm định giá cổ phiếu theo phương pháp giá trị tài sản ròng (RNAV) từ 20.500 đồng (sau khi trả cổ tức năm 2010 tại mức 10%) xuống còn 15.000 đồng do vay nợ tăng và việc sử dụng vốn tăng thêm này chưa phản ánh rõ vào tiến độ dự án. Dù tỷ lệ tăng giá so với RNAV còn 70%, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống NĂM GIỮ khi còn chờ việc Công ty quản lý nợ đi vào hoạt động, bắt đầu xử lý vấn đề nợ xấu và giúp thị trường BĐS tan băng. Bên cạnh đó, KN của chúng tôi dựa trên quan điểm tác động tích cực nếu có nào KDH được hưởng từ chương trình hỗ trợ nhà ở cho người thu nhập thấp đều kém trực tiếp so với các chủ đầu tư căn hộ.

**Kết quả năm 2012 xấu, dự báo năm 2013 còn khó khăn.**

Năm 2012, KDH lỗ 55,5 tỷ đồng do việc hàng bán trả lại ở dự án Hoja Villa trong khi các dự án khác vẫn bị tạm hoãn. Do việc tập trung vào phân khúc đất nền, vốn không phải là đối tượng được Chính phủ hỗ trợ trực tiếp, chúng tôi cho rằng năm 2013 KDH sẽ không gặp thuận lợi bằng các chủ đầu tư căn hộ. Chúng tôi ước tính doanh thu của Công ty đạt 199 tỷ đồng trong năm 2013 trong khi mục tiêu của công ty là 317 tỷ đồng. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng của KDH đạt 31,2 tỷ đồng, cao hơn so với mục tiêu 15,2 tỷ đồng của Công ty.

**Tăng tốc các dự án cơ sở hạ tầng xung quanh sẽ hỗ trợ Công ty sau năm 2013**

Một số dự án đã nhận được cam kết tăng tốc từ Chính phủ, trong đó có đường Vành Đai Trong sẽ được hoàn tất trong năm 2013, đường cao tốc Long Thành – Dầu Giây thông xe năm 2014, Khu đô thị mới Thủ Thiêm và đường cao tốc Bến Lức – Long Thành, v.v. Do các dự án trọng điểm này có vị trí bao quanh các dự án của KDH, KDH sẽ được hưởng lợi từ việc hoàn thành hạ tầng này. Việc tập trung vào đất nền cũng đòi hỏi thời gian bán hàng ngắn hơn, nhờ vậy các nhà đầu tư phân khúc này như KDH có thể nhanh chóng tận dụng cơ hội khi thị trường hồi phục.

**Thay đổi ban lãnh đạo: Người sáng lập trở lại vị trí Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng giám đốc, sẽ có động lực cao hơn?**

ĐHCĐ 2013 đã thông qua việc từ nhiệm của ông Andy Ho từ Vinacapital, do đó ông Lý Điền Sơn trở lại vị trí Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng giám đốc. Việc Vinacapital tham gia tích cực vào HĐQT kể từ năm 2012 dường như vẫn chưa mang lại nhiều kết quả nhìn thấy, một phần do yếu tố thị trường. Tuy nhiên, việc Vinacapital vẫn giữ lại một vị trí trong HĐQT có thể làm dịu bớt lo ngại của nhà đầu tư là Vinacapital có thể sẽ lạng lະ thoái vốn không cần thông báo trước.

Các chỉ số chính	Thực tế		Ước tính
	2011	2012	2013
Doanh thu (tỷ đồng)	227	4	199
Biên LN gộp	28%	-35%	22%
Biên LN ròng	5%	-1480%	15,6%
LN ròng của cổ đông cty mẹ (tỷ đồng)	10	(56)	31,2
EPS (đồng)	235	(1.264)	682
Tăng trưởng EPS (%)	-94%	NA	NA
Cổ tức/CP (đồng)	0	0	0
TS lưu động/ Nợ ngắn hạn	111%	144%	NA
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	1,0	-1,2	0,8
Dòng tiền ròng từ HĐ/CP	(2.790)	(2.941)	NA
Giá trị sổ sách/CP (đồng)	27.431	25.388	26.070
PER (x)	46,0	-8,5	12,9
PBR (x)	0,39	0,43	0,34
ROE (%)	0,2%	-4,3%	2,7%
Nợ/CSH (%)	38,2%	46,0%	30%

## Sơ lược về Công ty

Lĩnh vực kinh doanh	Phát triển BĐS
Doanh thu	- 2,6 triệu USD (2012)
Lợi nhuận ròng	- 2,7 triệu USD (2012)
Yếu tố doanh thu chính	Đất nền và biệt thự thô
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	<a href="http://www.khangdien.com.vn">http://www.khangdien.com.vn</a>
		Email	<a href="mailto:info@khangdien.com.vn">info@khangdien.com.vn</a>
		Điện thoại	+84. 8 38 208 858

Thành phần doanh thu		Thành phần chi phí																											
<div><div>Thành phần doanh thu</div><div>2012</div><div>(tỷ đồng)</div><table><tr><td>BĐS</td><td>-55,1</td></tr><tr><td>Tư vấn</td><td>28</td></tr><tr><td>Khác</td><td>30,8</td></tr><tr><td>Tổng cộng</td><td>3,7</td></tr></table></div>		BĐS	-55,1	Tư vấn	28	Khác	30,8	Tổng cộng	3,7	<div><div>Thành phần doanh thu 2012 (tỷ đồng)</div><table><tr><td>Doanh thu</td><td>3,7</td></tr><tr><td>Giá vốn hàng bán</td><td>5,1</td></tr><tr><td>Chi phí quản lý và bán hàng</td><td>26,2</td></tr><tr><td>Khác</td><td>-11,4</td></tr><tr><td>Lãi suất</td><td>33,7</td></tr><tr><td>Thuế</td><td>7,1</td></tr><tr><td>LN ròng trước khi trả lợi ích CĐTS</td><td>-57,0</td></tr></table></div>		Doanh thu	3,7	Giá vốn hàng bán	5,1	Chi phí quản lý và bán hàng	26,2	Khác	-11,4	Lãi suất	33,7	Thuế	7,1	LN ròng trước khi trả lợi ích CĐTS	-57,0				
BĐS	-55,1																												
Tư vấn	28																												
Khác	30,8																												
Tổng cộng	3,7																												
Doanh thu	3,7																												
Giá vốn hàng bán	5,1																												
Chi phí quản lý và bán hàng	26,2																												
Khác	-11,4																												
Lãi suất	33,7																												
Thuế	7,1																												
LN ròng trước khi trả lợi ích CĐTS	-57,0																												
Thành phần tài sản		Thành phần vốn																											
<div><table><tr><th>Tài sản</th><th>Phần trăm</th></tr><tr><td>Hàng tồn kho</td><td>53%</td></tr><tr><td>DT dài hạn</td><td>19%</td></tr><tr><td>Khác</td><td>13%</td></tr><tr><td>Tiền mặt</td><td>5%</td></tr><tr><td>Trả trước</td><td>8%</td></tr><tr><td>AR</td><td>1%</td></tr><tr><td>TS cố định</td><td>0%</td></tr></table></div>		Tài sản	Phần trăm	Hàng tồn kho	53%	DT dài hạn	19%	Khác	13%	Tiền mặt	5%	Trả trước	8%	AR	1%	TS cố định	0%	<div><table><tr><th>Vốn</th><th>Phần trăm</th></tr><tr><td>Vốn CSH</td><td>65%</td></tr><tr><td>Nợ dài hạn</td><td>26%</td></tr><tr><td>Lợi ích CĐTS</td><td>4%</td></tr><tr><td>Nợ ngắn hạn</td><td>6%</td></tr></table></div>		Vốn	Phần trăm	Vốn CSH	65%	Nợ dài hạn	26%	Lợi ích CĐTS	4%	Nợ ngắn hạn	6%
Tài sản	Phần trăm																												
Hàng tồn kho	53%																												
DT dài hạn	19%																												
Khác	13%																												
Tiền mặt	5%																												
Trả trước	8%																												
AR	1%																												
TS cố định	0%																												
Vốn	Phần trăm																												
Vốn CSH	65%																												
Nợ dài hạn	26%																												
Lợi ích CĐTS	4%																												
Nợ ngắn hạn	6%																												

Nguồn: KDH và ước tính của VCSC



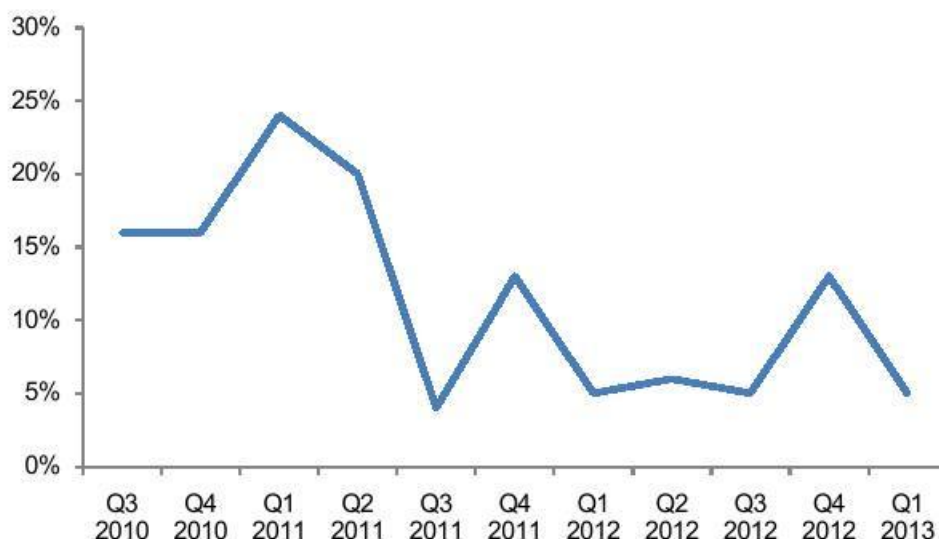
## Nội dung cập nhật

- Phân khúc đất nền của TP. HCM và cập nhật dự án của KDH
- Mục tiêu 2013 và triển vọng lợi nhuận
- Thay đổi thành phần HĐQT
- Điều chỉnh định giá

### Phân khúc biệt thự và đất nền tại TP. HCM

Phân khúc biệt thự và đất nền tại TP. HCM vẫn chưa phục hồi ổn định. Tỷ lệ hấp thụ thấp trong khi nguồn cung không tăng trong các quý gần đây cho thấy thực tế này. Thị trường trầm lắng còn được phản ánh thông qua việc giá chào bán theo thống kê của Savills giảm 12% trong Quý 1/2013.

Hình 1: Tỷ lệ hấp thụ của thị trường đất nền TP. HCM



Nguồn: Nghiên cứu của Savills research

So với phân khúc căn hộ, các phân khúc biệt thự và đất nền có giá trị giao dịch lớn hơn và đòi hỏi thanh toán ngay. Các đặc điểm này có thể ngăn cản các khách hàng cần vay vốn trong giai đoạn tín dụng khó khăn. Mặt khác, do khách hàng mua biệt thự và đất nền thường là những người đã có sự nghiệp vững chắc, thu nhập ổn định ở mức cao, vì vậy nhu cầu phân khúc này thường có một mức độ đàn hồi nhất định. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng khi lãi suất đang giảm dần và các ngân hàng thương mại mở room lại cho bất động sản, hiệu ứng lan tỏa sẽ vẫn có lợi cho toàn ngành BĐS trong đó có chủ đầu tư đất nền như KDH.

### Cập nhật dự án KDH

Năm 2012, do tình hình thị trường BĐS và việc thi công đường Vành Đai Trong và đường cao tốc Long Thành – Dầu Giây bị tạm ngưng, KDH đã quyết định treo các dự án mới (Mega, Trí Minh và Đoàn Nguyên), do đó không có doanh thu dù mục tiêu đặt ra là 597 tỷ đồng. Cùng với việc dự án Hoja Villa bị trả lại, Công ty đã kết thúc một năm đầy khó khăn với doanh thu ròng âm 55,1 tỷ đồng từ các hoạt động cốt lõi là BĐS.

Năm 2013, dự án Đoàn Nguyên – được thiết kế theo loại hình biệt thự cao cấp với giá trị mỗi căn khoảng 8 tỷ đồng, sẽ tiếp tục được hoãn. Năm 2013, Công ty sẽ chuyển sang tập trung vào các dự án có giá trong khoảng từ 1,7 tỷ đồng đến 2,2 tỷ đồng với kỳ vọng giá trị giao dịch

thấp hơn thì cầu sẽ ít bị ảnh hưởng bởi thị trường hơn. Các dự án này là Hoja Villa, Mega, Villa Park và Trí Minh.

Hình 2: Cập nhật các dự án của KDH

#	Dự án	Sản phẩm	TL sở hữu	Diện tích đất m2	Tình trạng	Cập nhật tiến độ
1	Khang Điền Phước Long B	Biệt thự	100%	104.000	Gần như đã bán xong	Không
2	Trí Kiệt (River Town)	Biệt thự	40%	71.382	Đã bán	Không
3	Topia Garden	Biệt thự	100%	60.194	Gần như đã bán xong	Không
4	Spring Life	Căn hộ	5%	29.593	Xác nhận đã bán 25% cổ phần cho Capitaland	Có
5	Villa Park	Biệt thự	54,9%	12.425	Tất cả các nền đã có chứng nhận sở hữu, 100 nền đã được chuyển nhượng	Có
6	Goldora	Biệt thự	100%	82.182	Đã bán cho Indochina Capital Group	NA
7	Trí Kiệt Long Trường	Biệt thự	40%	71.000	Đã đền bù 50%, hiện đang chờ giấy phép cho bản thiết kế tỷ lệ 1/500.	Không
8	Mega Villa	Biệt thự	99,9%	32.048	Đang thực hiện cơ sở hạ tầng	Có
9	Trí Minh	Biệt thự	99,8%	60.000	Đã đền bù 100%, chuẩn bị cơ sở hạ tầng	Không
10	Đoàn Nguyên	Biệt thự và căn hộ	99,9%	60.732	Bị ngưng do điều kiện thị trường khó khăn	Không
11	Hoja Villa	Biệt thự		8.079	Đã hoàn tất phần cơ sở hạ tầng, đang trong quá trình bán	Có
12	Gia Phước	Biệt thự	51%	32.000	Đã đền bù 100%, hiện đang xin giấy phép cho bản thiết kế tỷ lệ 1/500.	Không
13	Minh Á	Cao ốc văn phòng	33,4%	11.300	Đang thực hiện thiết kế tỷ lệ 1/500	Không
14	Long Trường Khang Điền	Biệt thự và Căn hộ	100%	201.000	GD 1: đã đền bù 95%, GD 2: đã đền bù 61%	Có
15	Long Trường Long Phước Điền	Biệt thự sinh thái	95%	54.000	Đã đền bù 100%, hiện đang xin giấy phép cho bản thiết kế tỷ lệ 1/500.	Không
16	Villa Long Trường	Biệt thự sinh thái	100%	34.000	Đã đền bù 72%	Không
17	Villa Đoàn Nguyên	Biệt thự cao cấp	99%	53.000	Đã đền bù 40%	Không

Nguồn: Công ty, VCSC



## Mục tiêu 2013 và triển vọng lợi nhuận của KDH

Tại ĐHCĐ 2013, KDH đã đặt mục tiêu doanh thu đạt 317 tỷ đồng (+305% so với cùng kỳ năm ngoái) và lợi nhuận ròng sau thuế 15,2 tỷ đồng (trong khi năm 2012 lỗ 55,5 tỷ đồng sau khi trả lợi ích cổ đông thiểu số), trên cơ sở các dự án sau:

- Quý 1: bán 25% cổ phần tại dự án Spring Life/ Parc Spring cho Capitaland
- Quận 2: Hoja Villa
- Quý 3: Mega và Villa Park
- Quý 4: Trí Minh

Chúng tôi cho rằng mục tiêu doanh thu này có vẻ khá tham vọng. Thực tế, chúng tôi đã điều chỉnh đáng kể tiến độ bán hàng so với thời điểm đưa ra báo cáo cập nhật gần đây nhất vào tháng 09/2012 do điều kiện thị trường khó khăn. Trong khi đó, mục tiêu lợi nhuận của Công ty chỉ là 15,2 tỷ đồng dường như quá thấp.

Hình 3: Dự báo của chúng tôi đối với tiến độ bán hàng của các dự án trong năm 2013

#	Dự án	2013	2014	2015	2016	2017	2018
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	ĐÃ BÁN					
6	Villa Park	7%	20%	30%			
7	Trí Kiệt Long Trường	0%	30%	40%	30%		
8	Mega Villa	10%	30%	30%	30%		
9	Trí Minh	7%	15%	25%	25%	28%	
10	Đoàn Nguyên	0%	20%	20%	30%	30%	
11	Hoja Villa	30%	30%	30%			
12	Gia Phước	0%	0%	40%	30%	30%	
13	Minh A Tower						
14	Long Trường						
14	Khang Điền			20%	30%	30%	20%
15	Long Trường Phước Long Điền		10%	20%	30%	30%	10%
16	Villa Long Trường		0%	30%	30%	40%	
17	Villa Đoàn Nguyên		20%	40%	40%		

Nguồn: VCSC

Dựa trên kế hoạch bán hàng này, chúng tôi ước tính doanh thu năm 2013 đạt 199 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 31,2 tỷ đồng, theo đó EPS đạt 682 tỷ đồng.

## Thay đổi thành phần HĐQT

ĐHCĐ 2013 được tổ chức vào tháng tư đã thông qua việc từ nhiệm của hai thành viên HĐQT, trong đó có Chủ tịch Andy Ho từ Vinacapital. Không có thêm thành viên nào mới được đưa vào. Với thay đổi này, người sáng lập Công ty là ông Lý Điền Sơn đã trở lại vai trò Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng giám đốc. Việc Vinacapital tăng cường tham gia vào hoạt động quản lý công ty năm 2012 được kỳ vọng sẽ cải thiện lĩnh vực cốt lõi của KDH. Tuy vậy dường như tình hình vẫn chưa khởi sắc theo chiều hướng này, mà chúng tôi cho là một phần là do điều kiện thị trường khó khăn. Tuy nhiên, việc Vinacapital vẫn giữ lại một vị trí trong HĐQT cũng giúp xoa dịu lo ngại quỹ này lặng lẽ thoái vốn mà không cần thông báo trước.

## Định giá

Chúng tôi giảm mạnh định giá cổ phiếu theo phương pháp tài sản ròng đối với KDH từ 20.500 đồng xuống 15.000 đồng vì các lý do sau:

- kéo dài tiến độ bán các dự án mà chúng tôi sử dụng phương pháp định giá DCF,
- điều chỉnh giá bán giảm trung bình 10%,
- vị thế nợ ròng tăng mạnh, trong khi chúng tôi không thể định lượng tất cả các chuyển biến tiến độ của các dự án còn đang ở giai đoạn đầu.

Định giá này cho thấy KDH hiện đang giao dịch thấp hơn 70% so với giá trị tài sản ròng. Theo phương pháp so sánh, KDH cũng đang giao dịch thấp hơn nhiều so với giá trị sổ sách là 24.300 đồng, theo đó PBR là 0,36 lần trong khi PBR bình quân có trọng số của toàn ngành là 0,9 lần (không tính VIC) và 3,7 lần (tính cả VIC) vào ngày 13/05/2013. Bên cạnh đó, KDH chuyên về đất nền và biệt thự nên Công ty không phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn từ bên ngoài như các công ty khác. Vì vậy, dù đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ**, chúng tôi cho rằng KDH xứng đáng được theo dõi nâng khuyến nghị khi thị trường phục hồi.

Hình 4: Tổng kết định giá KDC

#	Dự án	Giá sau chiết khấu (triệu đồng)	% sở hữu	Diện tích đất (m2)	Diện tích đất thương phẩm	PP định giá	Định giá lại (triệu đồng)
1	Khang Điền Phước Long E	NA	100%	104.000		NA	
2	Trí Kiệt (River Town)	NA	40%	71.382	28.553	NA	
3	Topia Garden	NA	100%	60.194	19.280	NA	
4	Spring Life	NA	5%	29.593	5.623	Lịch sử	18.000
5	Villa Park	16	54,9%	112.425	56.550	DCF	172.817
6	Trí Kiệt Long Trường	8	40%	71.000	27.000	DCF	23.239
7	Mega Villa	18	99,90 %	32.048	15.024	DCF	142.817
8	Trí Minh	17	99,80 %	60.000	28.200	DCF	253.006
9	Đoàn Nguyên	17	99,9%	60.732	30.002	DCF	241.998
10	Hoja Villa	17		8.079	3.010	DCF	36.088
11	Gia Phước	16	51%	32.000	11.923	DCF	40.082
12	Minh A Tower	8	33,40 %	11.300		Thị trường	30.194
13	Long Trường Khang Điền	9	100%	201.000	80.400	DCF	190.301
14	Long Trường Phước Long Điền	8	95%	54.000	21.600	DCF	38.108
15	Villa Long Trường	10	100%	34.000	13.600	DCF	30.349
16	Villa Đoàn Nguyên	20	99%	53.000	20.670	DCF	104.601
<b>Tổng GTTS ròng</b>							<b>1.321.599</b>
Cộng tài sản thanh khoản thuộc cổ đông công ty mẹ							134.665
Cộng tiền mặt từ việc bán 25% Spring Life							60.000
Trừ nợ							835.942
<b>Giá trị tài sản ròng</b>							<b>680.322</b>
Số cổ phiếu lưu hành							45.870.000
GTTS ròng/CP							<b>14.832</b>



## Báo cáo tài chính

Tỷ đồng	Thực tế		
	2010	2011	2012
<b>KQLN</b>			
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 lý 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	(29)
Số CP lưu hành (triệu)	44	44	44
EPS	3.980	235	(1.264)

<b>Tăng trưởng</b>			
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%

<b>Chỉ số khả năng sinh lợi</b>			
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 %	8,5%	0,1%	-2,5%

<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>			
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

<b>Chỉ số TK/đơn bầy TC</b>			
CS thanh toán hiện hành	5,5	3,4	4,0
CS thanh toán nhanh	1,7	0,6	0,3
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
<b>Bảng cân đối kế toán</b>			
+ 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
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>2.647</b>	<b>2.417</b>	<b>2.104</b>
+ 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
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.026</b>	<b>971</b>	<b>925</b>
+ 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
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.621</b>	<b>1.446</b>	<b>1.178</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>2.647</b>	<b>2.417</b>	<b>2.104</b>

<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>			
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)
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>(174)</b>	<b>(122)</b>	<b>(129)</b>
+ Chi mua sắm TSCĐ	(8)	(1)	1
+ Đầu tư khác	(334)	28	(5)
<b>Tiền từ đầu tư</b>	<b>(342)</b>	<b>27</b>	<b>(4)</b>
+ Cổ tức đã trả	0	0	0
+ Tăng (giảm) vốn	246	0	(34)
+ Tăng (giảm) nợ ngắn /dài hạn	651	(194)	(10)
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>747</b>	<b>(66)</b>	<b>118</b>
Tổng lưu chuyển tiền tệ	232	(162)	(15)
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>283</b>	<b>122</b>	<b>107</b>



## 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
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>THÊM VÀO</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>NĂM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>GIẢM</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do 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.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN</b>	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

Bیتexco, 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

### Phó Giám đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105  
[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto: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 cao cấp,** Nguyễn Thế Anh, ext 194

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588

[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**Chuyên viên,** Vũ Thị Trà Lý, ext 147

**Chuyên viên,** Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

**CV vĩ mô,** Nguyễn Duy Phong, ext 120

**CV PTKT,** Nguyễn Thế Minh, ext 142

## 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](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 8 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto: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](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

### Hà nội

Nguyễn Quang Huy  
+84 4 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto: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
13/05/2013	NẮM GIỮ	8.800	15.000
25/09/2012	MUA	11.900	20.500
07/06/2012	MUA	16.800	21.200