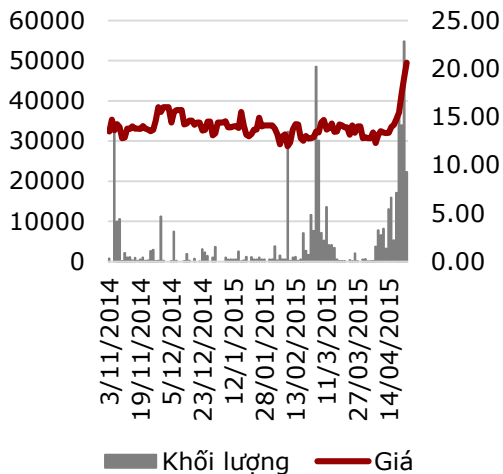


**Khuyến nghị**

Giá mục tiêu (1 năm) (VND)	41,560
Giá hiện tại (VND)	20,600
Lợi nhuận kỳ vọng (1 năm)	102%

**ĐỒ THỊ GIÁ**



**THÔNG TIN GIAO DỊCH**

Giá hiện tại (VND):	20,600
EPS (VND):	1,165
P/E:	17.68
Giá trị sổ sách (VND):	11,497
Hệ số Beta:	1.25
KLGD trung bình:	21,001
KLCP đang niêm yết:	9,000,000
KLCP đang lưu hành:	9,000,000
Vốn hóa (Tỷ VND):	185.40

**CƠ CẤU CỔ ĐÔNG**

Đào Ngọc Thanh	16.36%
ASCF	11.35%
Nguyễn Thị Hồng Cúc	11.31%
CTCP Chứng khoán Ocean	9.34%
Trần Văn Nam	8.17%

**THÔNG TIN LIÊN LẠC**

Lô CC5A, Bán Đảo Linh Đàm, Hoàng Liệt, Quận Hoàng Mai, Hà Nội

Tel: 84-(8) 3945 10 27  
Fax: 84-(8) 3945 10 28  
Website: <http://www.cotanagroup.vn/>

**Khuyến nghị:**

Chúng tôi định giá mỗi cổ phiếu CSC ở mức **41,560** đồng. Giá hiện tại của CSC là 20,600 đồng. Do đó chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua cổ phiếu CSC này với tầm nhìn đầu tư 1 năm, lợi nhuận kỳ vọng 102%.

**Điểm nổi bật:**

- ❖ Hoạt động chính của CSC tại thời điểm này là xây dựng, chiếm tới hơn 90% doanh thu trong 5 năm vừa qua. Công ty còn cung cấp một số dịch vụ khác như thiết kế và tư vấn thông qua các công ty con và công ty liên kết. CSC cũng đầu tư vào các dự án bất động sản thông qua việc góp vốn vào các công ty bất động sản khác.
- ❖ Khoản đầu tư quan trọng nhất của CSC là CTCP Đầu tư và Phát triển đô thị Việt Hưng (Vihajico). CSC và 2 công ty con của mình là cổ đông sáng lập của Vihajico, cùng sở hữu 10% công ty này (riêng CSC sở hữu 7.55%).
- ❖ Vihajico là nhà phát triển duy nhất của Ecopark, một dự án bất động sản cách trung tâm Hà Nội 10km, tiếp giáp với sông Hồng và sông Bắc Hưng Hải. Ecopark được thiên nhiên ưu đãi với khung cảnh tuyệt đẹp của vùng nông thôn xung quanh và những ngôi làng lịch sử cổ kính gần đó. Dự án này trải rộng trên diện tích 500 ha; trong đó, 104 ha dành cho không gian cây xanh và nước, cung cấp một không gian thanh bình và tự nhiên.
- ❖ Dựa trên sự thành công của giai đoạn 1, và triển vọng tốt trong tương lai, đánh giá thận trọng của chúng tôi là Ecopark có trị giá ít nhất 500 triệu USD. Tương đương 50 triệu USD hoặc hơn 10,500 tỷ đồng cho CSC và các công ty con trong tương lai. Giá vốn đầu tư này trên sổ sách của CSC chỉ là 14 tỷ đồng. Do đó, lợi nhuận trong tương lai từ Ecopark cho CSC sẽ cao hơn so với chi phí ban đầu khoảng 900 lần. Đây thực sự là một cơ hội hiếm thấy.
- ❖ Chúng tôi hy vọng CSC sẽ tạo ra kết quả kinh doanh tốt hơn so với thời kỳ 2012 - 2013; và khoản đầu tư vào Vihajico sẽ tạo ra giá trị lớn cho các cổ đông.

**Điểm hạn chế:**

- ❖ CSC đầu tư vào nhiều công ty con và công ty liên kết. Ban quản lý của công ty có ý định mở rộng nhanh chóng thông qua việc tạo ra nhiều công ty con và công ty liên kết trong các lĩnh vực khác nhau của ngành xây dựng và bất động sản. Tuy nhiên, chiến lược này đã không thành công. Hầu hết các khoản đầu tư được thực hiện bởi CSC đã không tạo ra bất kỳ lợi nhuận nào cho các cổ đông. Một phần lý do là cuộc khủng hoảng kinh tế trong vài năm qua.

**Tóm tắt các chỉ tiêu tài chính**

<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>
DTT (tỷ đồng)	321.21	282.18	316.87	353.06	396.75
+/- yoy	8.06%	-12.15%	12.29%	11.42%	12.37%
LNST (tỷ đồng)	2.05	10.49	25.34	15.68	17.79
+/- yoy	-	5.12%	141.56%	-38.13%	13.46%
TTS (tỷ đồng)	653.14	489.02	505.38	574.30	600.72
+/- yoy	-2.41%	-25.13%	3.35%	13.64%	4.60%
VCSH (tỷ đồng)	93.34	103.47	109.34	161.22	173.49
+/- yoy	2.21%	10.85%	5.67%	47.45%	7.61%
Nợ/TTS	0.84	0.77	0.78	0.72	0.71
TS LN gộp	6.41%	6.26%	6.52%	6.97%	7.34%
TS LN ròng	0.64%	3.72%	7.99%	4.44%	4.48%
EPS (đồng)	413	1,165	2,534	1,307	1,482
ROA	0.31%	2.15%	5.01%	2.73%	2.96%
ROE	2.20%	10.14%	23.17%	9.73%	10.25%

## TỔNG QUAN

### MỤC LỤC

Tổng quan	P03
Hoạt động SXKD	P04
Phân tích ngành	P05
Phân tích tài chính	P06
Triển vọng	P08
Định giá	P08

### Lịch sử thành lập

Công ty Cổ phần Đầu tư Xây dựng Thành Nam (CSC) được thành lập vào năm 1993. Sau hơn 20 năm hoạt động, công ty đã trở thành một công ty xây dựng đáng tin cậy trong thị trường nội địa của Việt Nam.

Cổ phiếu phổ thông của công ty, CSC, được niêm yết trên HNX vào 2002/04/11. Kể từ khi thành lập đến nay, CSC đã tăng vốn điều lệ lên 6 lần. Vốn điều lệ cuối năm 2014 là 90 tỷ đồng. Thông tin chi tiết được trình bày trong bảng dưới đây:

Ngày	Vốn điều lệ (Triệu VND)
04/2005	12,000
05/2006	15,000
07/2007	20,000
07/2008	25,000
07/2010	50,000
08/2014	90,000

### Cơ cấu cổ đông

Tính đến ngày 11/03/2015, các cổ đông lớn nhất của CSC bao gồm ông Đào Ngọc Thanh, Asean Quỹ Cap nhỏ và bà Nguyễn Thị Hồng Cúc. Thông tin chi tiết được trình bày trong bảng dưới đây:

Cổ đông	Tỷ lệ %	Tính đến ngày
Đào Ngọc Thanh	16.36%	31/12/2014
ASCF	11.35%	11/03/2015
Nguyễn Thị Hồng Cúc	11.31%	25/06/2014
Ocean Securities JSC	9.34%	25/06/2014
Trần Văn Nam	8.17%	25/06/2014

83.05% số cổ phiếu đang lưu hành của CSC đang được nắm giữ bởi các nhà đầu tư trong nước. Còn lại 16.95% đang được nắm giữ bởi các nhà đầu tư nước ngoài. Trong những năm gần đây, một quỹ đầu tư nước ngoài, ASCF, đã liên tục mua cổ phần của CSC cho lợi nhuận tiềm năng lớn từ đầu tư bất động sản của công ty.

### Ban lãnh đạo

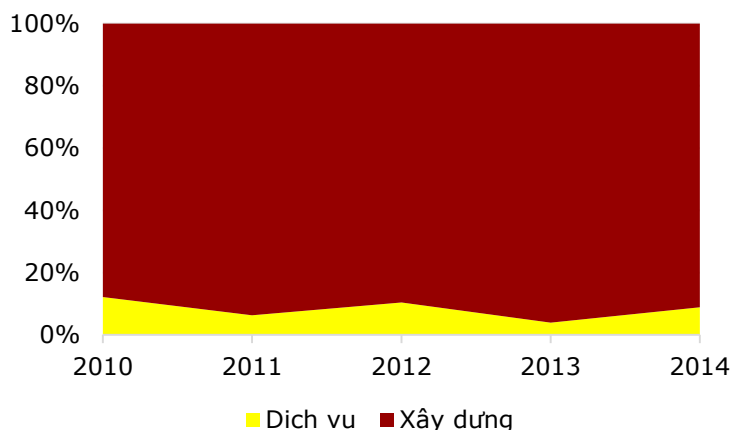
Chủ tịch CSC là ông Đào Ngọc Thanh. Ông Thanh là một cổ đông sáng lập của CSC và giữ vị trí Giám đốc điều hành cho đến 30/08/2014. Giám đốc điều hành hiện tại của công ty là ông Đoàn Văn Tuấn.

Hội đồng Quản trị	Họ tên	Chức vụ khác
Chủ tịch	Đào Ngọc Thanh	Tổng giám đốc của Vihajico
Thành viên	Đào Thu Thủy	
Thành viên	Nguyễn Đỗ Lăng	Chủ tịch của API
Thành viên	Hán Công Khanh	
Thành viên	Đoàn Văn Tuấn	Tổng giám đốc

Ông Đào Ngọc Thanh, nguyên là một giáo sư tại trường Đại học Xây dựng Hà Nội, là một nhà phát triển bất động sản nổi tiếng ở Việt Nam. Ngoài ra, ông Nguyễn Đỗ Lăng, Chủ tịch của API, là một doanh nhân sáng giá trong ngành công nghiệp bất động sản. Chúng tôi tin rằng với nhau họ sẽ hướng CSC đến thành công lớn trong tương lai.

## HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

### Cơ cấu doanh thu



Hoạt động chính của CSC tại thời điểm này là xây dựng, chiếm tới hơn 90% doanh thu trong 5 năm vừa qua. Công ty còn cung cấp một số dịch vụ khác như thiết kế và tư vấn thông qua các công ty con và công ty liên kết.

CSC cũng đầu tư vào các dự án bất động sản thông qua việc góp vốn vào các công ty bất động sản khác. Chúng tôi tin rằng các khoản đầu tư của công ty sẽ tạo ra lợi nhuận lớn trong tương lai. Phân tích chi tiết về các khoản đầu tư bất động sản của CSC được trình bày dưới đây.

### Đầu tư bất động sản

Khoản đầu tư quan trọng nhất của CSC là CTCP Đầu tư và Phát triển đô thị Việt Hưng (Vihajico). CSC và 2 công ty con của mình là cổ đông sáng lập của Vihajico, cùng sở hữu 10% công ty này (riêng CSC sở hữu 7.55%).

Vihajico là nhà phát triển duy nhất của Ecopark, một dự án bất động sản cách trung tâm Hà Nội 10km, tiếp giáp với sông Hồng và sông Bắc Hưng Hải. Ecopark được thiên nhiên ưu đãi với khung cảnh tuyệt đẹp của vùng nông thôn xung quanh và những ngôi làng lịch sử cổ kính gần đó. Dự án này trải rộng trên diện tích 500 ha; trong đó, 104 ha dành cho không gian cây xanh và nước, cung cấp một không gian thanh bình và tự nhiên.

West Birdview - Phối cảnh tổng thể hướng Tây



Tóm lại, Ecopark cung cấp các sản phẩm độc đáo tại vị trí tốt với giá cả phải chăng, khoảng 25 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Điều này giải thích tại sao giai đoạn 1 của dự án là một thành công lớn. Bất chấp điều kiện không thuận lợi của nền kinh tế và thị trường bất động sản của Việt Nam, Ecopark vẫn bán được tất cả các sản phẩm của mình, khoảng 1,500 căn hộ và 450 biệt thự, trong năm 2012 và năm 2013. Giai đoạn 2 của dự án đã được tiến hành và đang bán tốt giống như giai đoạn 1. 7 giai đoạn còn lại sẽ bắt đầu thi công vào năm 2016 và năm 2017.

Dựa trên sự thành công của giai đoạn 1, và triển vọng tốt trong tương lai, đánh giá thận trọng của chúng tôi là Ecopark có trị giá ít nhất 500 triệu USD. Tương đương 50 triệu USD hoặc hơn 10,500 tỷ đồng cho CSC và các công ty con trong tương lai. Giá vốn đầu tư này trên sổ sách của CSC chỉ là 14 tỷ đồng. Do đó, lợi nhuận trong tương lai từ Ecopark cho CSC sẽ cao hơn so với chi phí ban đầu khoảng 900 lần. Đây thực sự là một cơ hội hiếm thấy.

## **PHÂN TÍCH NGÀNH**

Sự phục hồi của nền kinh tế và lãi suất thấp là 2 chất xúc tác chính cho sự phục hồi của bất động sản và ngành công nghiệp xây dựng. Trong năm 2014, tăng trưởng GDP đạt 5.98%, vượt xa mọi kỳ vọng trước đó. Tỷ lệ tăng trưởng này cũng cao hơn so với năm 2013 và năm 2012, 5.42% và 5.25%. Sự phục hồi kinh tế không chỉ củng cố sức mua mà còn củng cố thêm niềm tin của người tiêu dùng.

Việc hạ lãi suất và tăng tín dụng từ các ngân hàng đang thúc đẩy nhu cầu về bất động sản. Ngoài đồng gói 30,000 tỷ tín dụng từ các chính phủ, các ngân hàng cũng sẵn sàng để thực hiện các khoản vay thế chấp lên tới 70% giá trị nhà với lãi suất hợp lý, khoảng 8% mỗi năm.

Theo số liệu thống kê của Bộ Xây dựng, hàng tồn kho bất động sản giảm mạnh trong năm 2014 so với năm 2013. Cụ thể, đến ngày 20/11/2014, hàng tồn kho toàn quốc là 77,800 tỷ đồng, giảm 17% so với cuối năm 2013. Hàng tồn kho bao gồm 15,775 căn hộ, 13,000 nhà thấp tầng và 8,6 triệu m<sup>2</sup> đất nền.

Ngoài các yếu tố tích cực từ nền kinh tế vĩ mô kể trên, chúng tôi cho rằng Luật nhà ở và Luật Kinh doanh bất động sản sửa đổi, bắt đầu có hiệu lực từ 01/07/2015, cũng sẽ có tác dụng tốt đến thị trường bất động sản.

Thứ nhất, Luật Nhà ở sửa đổi đã nới lỏng các điều kiện sở hữu nhà ở của cá nhân và tổ chức nước ngoài tại Việt Nam. Cụ thể, các cá nhân nước ngoài chỉ cần được cấp thị thực nhập cảnh Việt Nam là có thể sở hữu nhà ở trong 50 năm; các tổ chức nước ngoài với hầu hết các loại hình đầu tư cũng được phép sở hữu nhà ở. Với hơn 80,000 người nước ngoài đang sinh sống và làm việc tại Việt Nam cùng rất nhiều kiều bào trên thế giới, Luật nhà ở sửa đổi sẽ tạo ra một nguồn cầu mới cho thị trường.

Thứ hai, Luật Kinh doanh bất động sản thực sự tạo ra một sân chơi lành mạnh và năng động hơn cho các chủ đầu tư và người tiêu dùng. Luật quy định các chủ đầu tư phải được ngân hàng thương mại bảo lãnh trước khi bán nhà ở hình thành trong tương lai. Điều kiện này cùng với khung giá đất mới giúp sàng lọc, chỉ giữ lại những nhà đầu tư đủ năng lực và uy tín trên thị trường. Điều kiện này còn là sự bảo hộ cho người tiêu dùng, tránh tình trạng chiếm dụng vốn và không hoàn thành dự án theo cam kết của chủ đầu tư. Ngoài ra, Luật còn cho phép chuyển nhượng một phần hoặc toàn bộ dự án bất động sản. Quy định thông thoáng này sẽ tạo ra một thị trường sôi động hơn nhiều so với trước đây.

***Sự phục hồi và phát triển của nền kinh tế cùng với các khung pháp lý được cải thiện sẽ giúp cho thị trường bất động sản Việt Nam bước vào thời kỳ phát triển chất lượng và bền vững hơn trước đây. Tốc độ***



đô thị hóa sẽ diễn ra nhanh chóng, các chung cư và các khu đô thị sẽ liên tục được xây dựng. Nền kinh tế Việt Nam nói chung và thị trường bất động sản nói riêng sẽ bước vào giai đoạn phát triển mà chưa ai trong chúng ta từng trải qua.

## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

### Kết quả hoạt động kinh doanh

Đơn vị: Tỷ đồng	2010	2011	2012	2013	2014
Doanh thu thuần	372.02	393.04	297.26	321.21	282.18
+/- yoy	28.43%	5.65%	-24.37%	8.06%	-12.15%
Lợi nhuận gộp	3.37	8.74	9.99	11.32	4.03
Lợi nhuận từ HĐKD	183.19%	159.35%	14.30%	13.31%	-64.40%
Lợi nhuận sau thuế	32.00	44.71	(0.74)	2.05	10.49
+/- yoy	262.81%	39.72%	-101.66%	-377.03%	411.71%
EPS	6,453	9,017	(-149)	413	1,165

Giống như các công ty khác trong ngành xây dựng, CSC đã bị ảnh hưởng nặng nề bởi điều kiện không thuận lợi của nền kinh tế và ngành bất động sản trong những năm gần đây. Doanh thu và lợi nhuận gộp của CSC giảm trong năm 2012 và năm 2014, mặc dù đã tăng nhẹ trong năm 2013. Mặt khác, chi phí lãi vay tăng mạnh trong giai đoạn 2011-2013 do lãi suất cao và nợ ngắn hạn lớn. Tuy nhiên, các chi phí này đã được giảm về mức chấp nhận được trong năm 2014.

Trong năm 2010 và 2011, CSC đạt được lợi nhuận ròng cao nhất kể từ khi thành lập nhờ vào lợi nhuận lớn từ HLD, một công ty liên kết mà CSC sở hữu 31%. Tuy nhiên, những con số này không phản ánh đúng bản chất của công ty vì CSC thực sự chỉ sở hữu 8% của HLD. 23% còn lại được giữ bởi CSC thực chất là thay mặt cho một số nhà đầu tư cá nhân. Sau khi chuyển quyền sở hữu HLD của mình cho các nhà đầu tư khác trong năm 2012, lợi nhuận ròng của công ty đã giảm đáng kể.

### Đầu tư dài hạn

Đơn vị: Tỷ đồng	2014
<b>Công ty con</b>	<b>13.32</b>
CTCP Xây dựng và Kỹ thuật Hạ tầng Thành Nam	3.92
CTCP Xây dựng và Phát triển Công nghệ Thành Nam	1.97
CTCP Tư vấn xây dựng Nam Thành Đô	3.37
CTCP Truyền thông BRIQ	1.02
CTCP Tư vấn đầu tư và Thương mại Nam Thanh	3.04
<b>Công ty liên kết</b>	<b>50.39</b>
Công ty TNHH Kính Thành Nam	1.67
CTCP Kiến trúc và Nội thất Thành Nam	0.55
CTCP ĐT PT Công nghệ Thành Nam	4.83
Công ty TNHH BMS Thành Nam	3.39
CTCP Kiến trúc cảnh quan COTANA GREEN	0.69
CTCP Đầu tư và Thương mại COTALAND	9.47
CTCP ComaLand Đầu tư và Phát triển bất động sản	29.79
<b>Các khoản đầu tư tài chính khác</b>	<b>26.20</b>
CTCP Đầu tư và Phát triển đô thị Việt Hưng	14.00
CTCP Thương mại và Xây dựng Kinh Đô	0.06
CTCP Đầu tư và XNK Thành Nam	0.55
CTCP Kinh doanh bất động sản Viglacera	3.86
CTCP ĐT & PT Bất động sản HUDLAND	5.06
CTCP ĐT & PT Bất động sản Thành Nam	1.64
CTCP Xây dựng dân dụng và Công nghiệp Thành Nam	0.53
CTCP HUDLAND Thương mại và Dịch vụ	0.50
<b>Đầu tư dài hạn</b>	<b>89.91</b>

CSC đầu tư vào nhiều công ty con và công ty liên kết. Ban quản lý của công ty có ý định mở rộng nhanh chóng thông qua việc tạo ra nhiều công ty con và công ty liên kết trong các lĩnh vực khác nhau của ngành xây dựng và bất

động sản. Tuy nhiên, chiến lược này đã không thành công. Hầu hết các khoản đầu tư được thực hiện bởi CSC đã không tạo ra bất kỳ lợi nhuận nào cho các cổ đông. Một phần lý do là cuộc khủng hoảng kinh tế trong vài năm qua.

Tuy nhiên, khoản đầu tư của CSC tại CTCP Đầu tư & Phát triển Đô thị Việt Hưng sẽ tạo ra lợi nhuận tốt trong tương lai như chúng tôi đã chỉ ra ở trên.

#### Chỉ số tài chính

Chỉ số tài chính	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Khả năng thanh toán</b>					
Chỉ số thanh toán hiện hành	0.91	1.09	1.04	1.04	1.52
Chỉ số thanh toán nhanh	0.54	0.66	0.60	0.50	0.88
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.12	0.11	0.07	0.14	0.15
<b>Cấu trúc tài chính</b>					
Vay dài hạn/Tài sản	0.01	0.02	0.01	0.01	0.09
Vốn vay/Tài sản	0.10	0.11	0.14	0.14	0.15
Công nợ/Tài sản	0.77	0.78	0.85	0.84	0.77
<b>Tỷ suất sinh lời</b>					
Lãi gộp/Doanh thu	6.49%	8.03%	6.54%	6.41%	6.26%
Lãi hoạt động/Doanh thu	4.76%	2.82%	-0.18%	1.03%	5.69%
Lãi trước thuế/Doanh thu	9.98%	12.28%	-0.20%	0.66%	5.06%
Lãi ròng/Doanh thu	8.93%	11.59%	-0.35%	0.38%	3.72%
ROA	8.03%	6.95%	-0.11%	0.31%	2.15%
ROE	41.26%	33.38%	-0.61%	2.22%	10.14%

**Khả năng thanh toán:** So với năm 2012 và năm 2013, khả năng thanh toán của CSC đã được cải thiện nhờ giảm các khoản nợ ngắn hạn. Chúng tôi tin rằng công ty có ít rủi ro trong việc trả các khoản nợ ngắn hạn của mình.

**Cấu trúc tài chính:** CSC có ít nợ hơn trong năm 2014 so với năm 2013 và 2012. Chỉ số vốn vay/tổng tài sản thì giữ nguyên. Công ty đã giảm các khoản nợ ngắn hạn của mình tuy nhiên cũng tăng các khoản nợ dài hạn 1 khoản tương đương.

**Tỷ suất sinh lời:** Như đã chỉ ra ở trên, tỷ suất lợi nhuận trong năm 2011 và 2012 đã không phản ánh bản chất thực sự của CSC. Trong năm 2014, ROE cao hơn so với năm trước nhờ vào thu nhập tài chính, bán một phần khoản đầu tư của công ty tại HLD.

#### So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Chỉ số	CSC	PHH	HLD	RCL	HDG	API
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	185.40	110.41	334.00	131.02	1,759.15	385.44
EPS cơ bản (VND)	1,165	576	6,413	4,540	1,510	1,740
Book Value (VND)	11,497	14,350	19,246	34,717	13,151	10,399
P/E cơ bản	17.68	10.76	2.60	5.73	17.88	8.39
P/B	1.79	0.43	0.87	0.75	2.05	1.40
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.15	0.15	0.23	0.91	0.30	0.20
TSLĐ/Nợ ngắn hạn	1.52	1.16	2.71	3.31	1.28	0.76
Vay dài hạn/Tài sản	0.09	0.05	0.03	-	-	-
Vốn vay/Tài sản	0.15	0.15	0.15	-	0.01	0.04
Công nợ/Tài sản	0.77	0.62	0.39	0.44	0.61	0.50
Lãi gộp/Doanh thu	6.26%	9.88%	28.38%	20.64%	12.92%	0.00%
Lãi ròng/Doanh thu	3.72%	1.81%	18.59%	9.68%	7.21%	0.00%
ROA	2.15%	1.22%	10.23%	6.71%	4.44%	9.89%
ROE	10.14%	4.01%	16.55%	12.15%	13.49%	18.01%

So với các doanh nghiệp khác trong nhóm được so sánh, CSC có giá trị vốn hóa thị trường nhỏ thứ hai. Vốn hóa thị trường của công ty chỉ đạt 185.40 tỷ đồng, bằng 1/10 của HDG.

Chỉ số tài chính của CSC không có nhiều khác biệt so với các công ty khác với chỉ số nợ phải trả/tổng tài sản cao. Tỷ suất lợi nhuận của CSC thấp hơn

đáng kể so với các công ty khác. Điều đó có nghĩa CSC hiện đang hoạt động khá thiếu hiệu quả và cần phải được cải thiện trong tương lai.

## **TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP**

Dựa trên phân tích của chúng tôi về các hoạt động, các khoản đầu tư và các điều kiện chung của nền kinh tế, **chúng tôi hy vọng CSC sẽ tạo ra kết quả kinh doanh tốt hơn so với thời kỳ 2012 - 2013; và khoản đầu tư vào Vihajico sẽ tạo ra giá trị lớn cho các cổ đông.**

Hoạt động chính của CSC là xây dựng sẽ phát triển nhờ những sự phục hồi của nền kinh tế và ngành bất động sản. Điều đó sẽ giúp các công ty con và công ty liên kết của CSC hoạt động tốt hơn và đạt được mục tiêu ban đầu là tạo ra một tập đoàn cung cấp mọi dịch vụ bất động sản và xây dựng.

### **Dự phóng doanh thu**

<b>Đơn vị: Tỷ đồng</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Dịch vụ	26.21	27.52	28.89	30.34	31.86	33.45
Xây dựng	290.66	325.54	367.86	415.68	457.25	502.97
<b>Doanh thu</b>	<b>316.87</b>	<b>353.06</b>	<b>396.75</b>	<b>446.02</b>	<b>489.10</b>	<b>536.42</b>

## **ĐỊNH GIÁ, KHUYẾN NGHỊ**

Đối với CSC, chúng tôi sử dụng phương pháp NAV để định giá công ty. Để đảm bảo tính thận trọng, chúng tôi đã bỏ qua một số tài sản trong quá trình tính toán; và tỷ lệ chiết khấu 25% sẽ được sử dụng với giả định rằng sẽ có 30% pha loãng trong tương lai.

Đối với tài sản ngắn hạn, chúng tôi sẽ sử dụng giá trị sổ sách làm giá trị đánh giá lại. Đối với tài sản cố định, chúng tôi chỉ bao gồm các tòa nhà văn phòng CSC tại Linh Đàm và đất BT Hà Nội - Hưng Yên, giá đất lần lượt là 18 triệu đồng/m<sup>2</sup> và 360,000 đồng/m<sup>2</sup>. Cổ phiếu HLD có giá trị theo giá thị trường. Và với Ecopark, chúng tôi đánh giá toàn bộ dự án là 500 triệu USD hay 2 triệu đồng/m<sup>2</sup>.

<b>Đơn vị: Tỷ đồng</b>	<b>Giá trị sổ sách</b>	<b>Đánh giá lại</b>
<b>Tiền</b>	<b>33.61</b>	<b>33.61</b>
<b>Các khoản phải thu</b>	<b>150.42</b>	<b>150.42</b>
<b>Hàng tồn kho</b>	<b>140.25</b>	<b>140.25</b>
<b>Tài sản cố định</b>	<b>24.31</b>	<b>66.15</b>
Tòa nhà văn phòng tại Linh Đàm	14.31	41.15
Đất BT Hà Nội - Hưng Yên	10.00	25.00
<b>Các khoản đầu tư dài hạn</b>	<b>19.06</b>	<b>916.68</b>
HLD	5.06	24.18
Ecopark	14.00	792.75
<b>Tổng tài sản</b>	<b>367.65</b>	<b>1,207.36</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>376.10</b>	<b>376.10</b>
<b>Giá trị tài sản ròng</b>	<b>(8.45)</b>	<b>831.26</b>
Số cổ phần	9,000,000	9,000,000
<b>NAV trên mỗi cổ phiếu</b>	<b>(939)</b>	<b>92,362</b>

Bởi vì tỷ lệ pha loãng là 30% và tỷ lệ chiết khấu là 25%, chúng tôi đánh giá một cổ phiếu của CSC ở mức 41,560 đồng. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư mua cổ phiếu CSC với lợi nhuận kỳ vọng 102%.



Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.



Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương

Chuyên viên Phân tích: Nguyễn Khánh

Hội Sở Chính: Tòa nhà Machinco, tầng 3, số 444 Hoàng Hoa Thám, Q. Tây Hồ, TP. Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200

Fax: (84- 4) 35771966

Website: <http://www.apec.com.vn>

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của APECS:

**VŨ THỊ THU TRANG**

Trưởng phòng Phân tích

[trangvtt@apec.com.vn](mailto:trangvtt@apec.com.vn)

Tel: (84- 4) 3573 0200 – 692

**NGUYỄN KHÁNH**

Chuyên viên Phân tích

[khanhnguyen@apec.com.vn](mailto:khanhnguyen@apec.com.vn)

Tel: (84- 4) 3573 0200 – 649