

## Môi giới BĐS: KQKD Q2/2024 sát với dự báo, nhưng vẫn lo ngại về rủi ro

**Bùi Thị Thùy Trang**  
Chuyên Viên, Ngành Bất Động Sản  
trang.btt@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 172

**Hồ Thị Kiều Trang, CFA**  
Giám đốc, Ngành Bất Động Sản  
trang.htk@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 129

- Trong khi doanh thu HĐKD cốt lõi của DXS sát với dự báo, doanh thu của CRE thấp hơn so với dự báo của HSC một chút do giá trị giao dịch thực tế thấp hơn kỳ vọng. Trong khi đó, doanh thu mảng mua đi bán lại của hai công ty cao hơn dự báo của chúng tôi nhờ số lượng bàn giao căn hộ cao hơn dự báo.
- Sự cạnh tranh trong ngành còn khá gay gắt và nhiều mảng kinh doanh trong ngành chưa có dấu hiệu phục hồi. Những yếu tố này có khả năng làm giảm phí hoa hồng, giảm khối lượng giao dịch và tạo áp lực lên chi phí. Từ đó, triển vọng lợi nhuận của các công ty trở nên kém hấp dẫn.
- HSC duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng đối với CRE và DXS, với giá mục tiêu lần lượt là 6.000đ và 5.000đ (rủi ro giảm giá 13-15%). Theo quan điểm của chúng tôi, mức định giá thấp này vẫn chưa bắt kịp mức độ gia tăng rủi ro của Công ty.

### Q2/2024: Lợi nhuận của DXS cao hơn dự báo, CRE sát với dự báo

Lợi nhuận thuần Q2/2024 của DXS đạt 38 tỷ đồng, cao hơn một chút so với dự báo của HSC, nhờ doanh thu bán nhà cao hơn dự báo trong khi doanh thu HĐKD cốt lõi sát với dự báo. Ngược lại, KQKD của CRE sát với dự báo, với doanh thu 334 tỷ đồng (giảm 16,8%) và lợi nhuận thuần 8 tỷ đồng. KQKD mảng môi thấp hơn so với dự báo của chúng tôi một chút, nhưng được bù trừ bởi KQKD tích cực của mảng đầu tư thứ cấp.

Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2024. Đối với DXS, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần đạt 78 tỷ đồng, chuyển biến tích cực từ lỗ 168 tỷ đồng trong năm 2023, trong khi đó, đối với CRE, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần đạt 15 tỷ đồng, cao hơn mức lợi nhuận chỉ 2,5 tỷ đồng trong năm 2023.

### Những thách thức trong cuộc cạnh tranh khốc liệt

Theo DXS và CRE, các giao dịch được thực hiện trong nửa đầu năm 2024 đa phần đến từ phân khúc môi giới truyền thống. Chúng tôi hiểu rằng HĐKD của phân khúc môi giới trọn gói và dịch vụ môi giới có đảm bảo gặp khó khăn vì những phân khúc này có tốc độ phục hồi chậm hơn bình quân thị trường. Với phân khúc môi giới truyền thống, DXS và CRE đang phải đương đầu với sự cạnh tranh gay gắt, có khả năng dẫn đến việc giảm chi phí môi giới (hiện ở mức 3-5%).

Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng các luật mới sẽ tạo ra sự hợp nhất ngành rõ nét hơn nữa, đặc biệt khi nhu cầu mua BĐS vẫn chưa tăng trở lại. Trong bối cảnh thị trường hiện tại, sự cạnh tranh có thể vẫn còn gay gắt vì các công ty mới tham gia thị trường không ngừng mở rộng HĐKD tại các thành phố có nhu cầu giao dịch BĐS cao. Các công ty môi giới chiếm lĩnh thị trường như DXS, CRE vẫn đang gặp khó khăn với HĐKD mua và bán lại của mình.

### Vẫn lo ngại về tình hình quản trị doanh nghiệp & yếu tố nền tảng kém

HSC duy trì quan điểm lợi thế cạnh tranh ở mảng kinh doanh cốt lõi của DXS và CRE đang yếu đi trong thị trường có sức ép cạnh tranh gay gắt. Ngoài ra, việc thay đổi lãnh đạo ở DXS làm gia tăng rủi ro quản trị doanh nghiệp và CRE đẩy mạnh đầu tư vào các HĐKD không cốt lõi làm cho chúng tôi lo ngại.

### Duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng đối với DXS và CRE

Sau khi giá cổ phiếu giảm 15,3% trong 1 tháng qua, CRE đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,55 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 1,05 lần, và cổ phiếu cũng đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2024 ở mức 213 lần. Trong khi đó, DXS – giá cổ phiếu giảm 20,9% trong 1 tháng qua (sau vụ kiện thanh toán trái phiếu) – đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,53 lần, thấp hơn so với bình quân từ tháng 7/2021 ở mức 1,13 lần, và cổ phiếu đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2024 ở mức 43 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng đối với CRE và DXS, với giá mục tiêu lần lượt là 6.000đ và 5.000đ (rủi ro giảm giá lần lượt là 13-15%). Chúng tôi khuyến nghị NĐT nên chốt lợi nhuận khi giá cổ phiếu DXS và CRE tăng.

*Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 1/8.*

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
CRE	6,890	Giảm tỷ trọng	-	6,000	-	(12.9)	213	23.1	0.57	0.56	-	-
DXS	5,850	Giảm tỷ trọng	-	5,000	-	(14.5)	43.0	22.9	0.57	0.55	8.55	8.55

Giá cổ phiếu tại ngày 31/7/2024.  
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

## KQKD nửa đầu năm 2024 sát với dự báo, tiếp tục giảm

Các công ty BĐS trong danh sách khuyến nghị báo cáo KQKD sát với dự báo của chúng tôi. Trong khi doanh thu phục hồi, lợi nhuận thuần vẫn còn khiêm tốn, với tổng lợi nhuận thuần đạt 46 tỷ đồng, chuyển biến tích cực từ lỗ 9 tỷ đồng trong Q2/2023. Mặc dù khối lượng giao dịch phục hồi mạnh tại thị trường Hà Nội và TP.HCM, DXS và CRE vẫn chưa thu được nhiều lợi ích do thị trường môi giới truyền thống có tính cạnh tranh tăng cao. Hơn nữa, phân khúc môi giới trọn gói và môi giới có điều kiện vẫn chưa phục hồi hoàn toàn. Chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng về triển vọng của ngành.

### KQKD Q2/2024 và nửa đầu năm 2024

Nhìn chung, các công ty BĐS vẫn ghi nhận KQKD khiêm tốn bất chấp khối lượng giao dịch phục hồi mạnh tại thị trường Hà Nội. Tính chung KQKD của các công ty BĐS trong danh sách khuyến nghị, lợi nhuận thuần đạt 46 tỷ đồng, chuyển biến tích cực từ lỗ thuần 9 tỷ đồng trong Q2/2023, trên doanh thu 1.036 tỷ đồng (giảm 2,6% so với cùng kỳ).

CRE báo cáo lợi nhuận sát với dự báo của chúng tôi trong khi lợi nhuận của DXS cao hơn một chút so với dự báo nhờ kết quả từ hoạt động bán hàng mảng BĐS tốt hơn.

**Bảng 1: KQKD Q2/2024, DXS & CRE**

	Q2/2023	Q2/2024	% so với cùng kỳ	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ
<b>Doanh thu</b>						
DXS	662	702	6.1%	991	1,237	24.8%
CRE	401	334	-16.8%	455	827	81.6%
<b>Tổng</b>	<b>1,063</b>	<b>1,036</b>	<b>-2.6%</b>	<b>1,447</b>	<b>2,064</b>	<b>42.7%</b>
<b>Lợi nhuận thuần</b>						
DXS	-19	38	N/m	-58	69	N/m
CRE	10	8	-11.6%	1	16	1041.6%
<b>Tổng</b>	<b>-9</b>	<b>46</b>	<b>N/m</b>	<b>-56</b>	<b>85</b>	<b>N/m</b>

*Nguồn: Dữ liệu các công ty, HSC*

### CRE: Thị phần thấp hơn dự báo, được bù trừ bởi mảng đầu tư thứ cấp

Công ty ghi nhận lợi nhuận Q2/2024 khiêm tốn với 8 tỷ đồng (giảm 11,6% so với cùng kỳ nhưng tăng 8,8% so với quý trước) trên doanh thu 334 tỷ đồng (giảm 19,7% so với cùng kỳ và 32,4% so với quý trước). Không có khoản mục không thường xuyên đáng kể nào được ghi nhận trong quý. KQKD của CRE sát với dự báo của chúng tôi, nhưng kết quả của mảng môi giới cốt lõi thấp hơn một chút so với dự báo (được bù trừ bằng việc bàn giao căn hộ ở mảng đầu tư thứ cấp).

Nhìn chung, KQKD nửa đầu năm 2024 hoàn thành lần lượt 47,8% và 107,9% dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần của HSC. Loại trừ khoản trích lập dự phòng cho các khoản phải thu tại dự án Hoa Tiên Paradise chúng tôi dự báo, lợi nhuận trong 6 tháng đầu năm 2024 đạt 22,2% dự báo theo kịch bản tăng của chúng tôi ở mức 73 tỷ đồng. Trong khi đó, LNTT và doanh thu nửa đầu năm 2024 hoàn thành lần lượt 10,4% và 25,5% KDKD BLE đề ra.

- **Mảng môi giới** ghi nhận khoảng 800 giao dịch trong quý, chiếm 15% tổng số giao dịch trên thị trường – thấp hơn dự báo của chúng tôi ở mức 19%. Tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 15,6%, cải thiện nhẹ từ mức 13,7% trong Q1/2024, vẫn thấp hơn nhiều so với mức 52,9% ghi nhận trong Q2/2023. Kết quả trên cho thấy tỷ suất lợi nhuận gộp giảm 44,6% so với cùng kỳ mặc dù doanh thu tăng đáng kể.
- **Mảng đầu tư thứ cấp** ghi nhận doanh thu ở mức 132 tỷ đồng (giảm 49,8% so với quý trước và giảm 53,9% so với cùng kỳ) hoạt động bàn giao liên tiếp tại dự án Bình Minh Garden, C-Skyview, HUD Mê Linh, Eco Park Vinh. Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này tăng 21,8%, cao hơn mức 17,2% trong Q1/2024 và 5,3% trong Q2/2023.
- **Giáo dục và doanh thu khác:** Mảng giáo dục ghi nhận doanh thu 14 tỷ đồng (đóng góp 4,2% trên tổng doanh thu), giảm 8,1% so với quý trước. Mục tiêu kinh doanh của BLE đối với mảng này là 100 tỷ đồng cho năm 2024 và 500 tỷ đồng cho năm

2025 mặc dù chúng tôi lưu ý rằng mảng kinh doanh này không liên quan đến HĐKD cốt lõi của Công ty.

- **Tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH** tăng nhẹ lên 0,1 lần từ mức 0,09 lần trong Q1/2024, nhưng giảm từ mức 0,12 lần trong Q2/2023 nhờ số dư nợ giảm nhẹ.

**Bảng 2: KQKD Q2/2024, CRE**

Tỷ đồng	Q2/23	Q2/24	% sv cùng kỳ	6T2023	6T2024	% sv cùng kỳ	% đạt dự báo HSC
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>401</b>	<b>334</b>	<b>-16.8%</b>	<b>455</b>	<b>827</b>	<b>81.6%</b>	<b>47.8%</b>
Lợi nhuận gộp	60	62	3.3%	84	142	68.1%	
Chi phí lãi vay thuần	13	(5)	-136.6%	(11)	(8)	-28.0%	
Chi phí BH&QL	45	39	-13.2%	76	86	13.0%	
Lợi nhuận HĐ	14	18	32.3%	(3)	48	-1901%	
LNST	10	9	-9.3%	1	17	2169%	
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>-11.6%</b>	<b>1</b>	<b>16</b>	<b>1041%</b>	<b>107.9%</b>

Nguồn: CRE, HSC

Chúng tôi không nhận thấy có tiến triển trong việc giải quyết các vấn đề khó khăn tại dự án Louis City và Hoa Tiên Paradise của CRE, khiến CRE vẫn không đủ điều kiện cho vay ký quỹ. HSC đang chờ BCTC nửa đầu năm 2024 sau kiểm toán để có thông tin chính xác hơn.

### **DXS: KQKD vượt nhẹ dự báo nhờ mảng kinh doanh BĐS cải thiện**

DXS công bố KQKD Q2/2024 với lợi nhuận thuần đạt 38 tỷ đồng, chuyển biến tích cực từ lỗ thuần 19 tỷ đồng trong Q2/2023 và tăng 21,9% so với quý trước. Kết quả đạt được cao hơn dự báo của chúng tôi nhờ việc ghi nhận doanh thu từ dự án Regal Legend ở miền Trung.

Trong nửa đầu năm 2024, lợi nhuận thuần và doanh thu thuần đạt lần lượt 88,6% và 61,3% dự báo cho cả năm 2024 của HSC, trong khi hoàn thành 41,2% và 52,1% mục tiêu BLĐ đặt ra.

- **Dịch vụ môi giới** ghi nhận doanh thu 290 tỷ đồng (41,2% tổng doanh thu) – tăng 50,9% so với cùng kỳ và 52,3% so với quý trước – sát với dự báo của chúng tôi về sự phục hồi của thị trường BĐS để thúc đẩy tăng trưởng so với cùng kỳ. DXS ghi nhận khoảng 7.000 giao dịch, chủ yếu là giao dịch môi giới truyền thống và chiếm khoảng 33% thị phần, đúng như kỳ vọng của chúng tôi. Theo BLĐ, trong nửa cuối năm 2024, Công ty sẽ tập trung vào các giao dịch môi giới truyền thống.

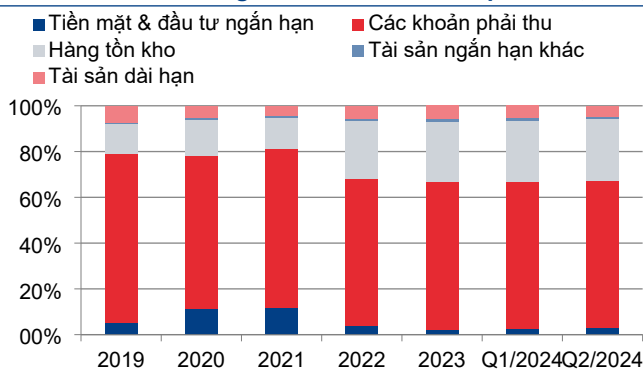
Tỷ suất lợi nhuận gộp của phân khúc này giảm xuống 63,3% trong quý, thấp hơn một chút so với mức 65,7% trong Q1/2024. HSC cho rằng DXS tiếp tục tung ra các chương trình khuyến mãi để thúc đẩy doanh thu trong bối cảnh tâm lý NĐT còn yếu, dẫn đến tỷ suất lợi nhuận gộp của phân khúc này ở mức thấp.

**Bảng 3: KQKD Q2/2024, DXS**

Tỷ đồng	Q2/23	Q2/24	% sv cùng kỳ	6T2023	6T2024	% sv cùng kỳ	% đạt dự báo HSC
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>662</b>	<b>702</b>	<b>6.1%</b>	<b>991</b>	<b>1,237</b>	<b>24.8%</b>	<b>61.3%</b>
Lợi nhuận gộp	151	291	93.1%	283	520	83.7%	
Chi phí lãi vay thuần	(21)	(20)	-7.2%	(49)	(44)	-9.9%	
Chi phí BH&QL	132	164	24.5%	267	295	10.6%	
Lợi nhuận HĐ	(14)	90	N/m	(46)	163	N/m	
LNST	(17)	76	N/m	(61)	130	-312.3%	
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>(19)</b>	<b>38</b>	<b>N/m</b>	<b>(58)</b>	<b>69</b>	<b>N/m</b>	<b>88.6%</b>

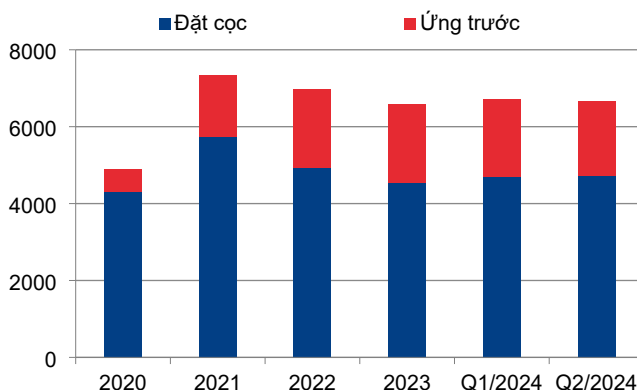
Nguồn: DXS, HSC

**Biểu đồ 4: Cơ cấu tổng tài sản & các khoản phải thu, DXS**



Nguồn: HSC ước tính

**Biểu đồ 5: Cơ cấu các khoản phải thu khác, DXS**



Nguồn: HSC ước tính

- **Doanh thu BĐS** đạt 334 tỷ đồng, tăng 18% so với quý trước nhưng giảm 20,6% so với cùng kỳ – cao hơn dự báo của chúng tôi nhờ bàn giao căn hộ tại dự án Regal Legend (Quảng Bình). Tỷ suất lợi nhuận gộp của phân khúc đạt 25,4% - thấp hơn mức 33,7% trong Q1/2024.
- **Tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH** giảm xuống 19,4 lần từ 20,9 lần trong Q1/2024 và 22,6 lần trong Q2/2023 do dự nợ thuần giảm.
- **Các khoản phải thu** không đổi so với quý trước ở mức 9,8 nghìn tỷ đồng. HSC cho rằng dòng tiền của DXS sẽ tiếp tục chịu áp lực do số ngày phải thu kéo dài đáng kể.

### Thách thức đến từ sự cạnh tranh gay gắt của thị trường

Mảng môi giới truyền thống là một thị trường có tính cạnh tranh cao, được thể hiện trong mô hình 5 áp lực cạnh tranh của Michael Porter (Bảng 6). Nhìn chung, những áp lực cạnh tranh được chúng tôi xem xét cho thấy phân khúc môi giới BĐS truyền thống có tính cạnh tranh cao và phân mảnh. Phân khúc này có rào cản gia nhập ngành rất yếu nên số lượng các bên tham gia đông, với gần 3.000 đại lý và hơn 100.000 nhà môi giới cá nhân đủ điều kiện hoạt động trên thị trường, chưa kể đến những cá nhân không có chứng chỉ hành nghề tham gia thị trường. Chúng tôi nhận thấy rằng các công ty trong ngành đang tạo ra áp lực đáng kể lên thị phần và phí hoa hồng nhờ có chuyên môn cao và kinh nghiệm vận hành hiệu quả.

Mặc dù là hai công ty dẫn đầu thị trường, DXS/CRE khó thu được lợi ích kinh tế dựa trên quy mô kinh doanh trong giai đoạn thị trường suy yếu hiện tại, cũng như không có sản phẩm dịch vụ có chất lượng và độc đáo. Với dịch vụ môi giới truyền thống, các công ty cùng ngành có thể dễ dàng sao chép các sản phẩm dịch vụ vốn được người mua nhà đón nhận.

Khi thị trường chờ luật Nhà ở, luật Kinh doanh BĐS sửa đổi, luật Đất đai sửa đổi giúp củng cố ngành trong tương lai, chúng tôi cho rằng nhu cầu mua BĐS vẫn chưa phục hồi mạnh. Trong bối cảnh thị trường hiện tại, sự cạnh tranh có thể vẫn gay gắt vì các công ty mới tham gia thị trường không ngừng mở rộng HĐKD tại các thành phố có nhu cầu giao dịch BĐS cao. Các công ty môi giới chiếm lĩnh thị trường như DXS CRE vẫn đang gặp khó khăn với HĐKD mua và bán lại của mình.

**Bảng 6: Phân tích 5 áp lực cạnh tranh của Porter, ngành dịch vụ môi giới BĐS của Việt Nam**

Yếu tố	Ảnh hưởng	Giải thích
Cạnh tranh từ đối thủ	Lớn	Người mua nhà có vô số lựa chọn về dịch vụ từ các nhà môi giới khác nhau. Chi phí chuyển đổi trong ngành này thấp vì người mua nhà không mất bất kỳ chi phí nào khi mua nhà từ công ty này thay vì công ty khác.
Quyền lực của người mua nhà	Lớn	Người mua nhà có thể thương lượng giá với các công ty môi giới và lựa chọn dịch vụ thay thế có giá hợp lý hơn từ các công ty khác nhau. Suy thoái kinh tế và tâm lý thị trường kém tích cực đã giúp nâng cao quyền lực thương lượng của người mua nhà. Các công ty môi giới phải cung cấp chiết khấu, ưu đãi và giảm giá để lôi kéo người mua.
Quyền lực của nhà cung cấp	Lớn	Các đợt mở bán hiện tại thuộc về các chủ đầu tư uy tín (như Vinhomes, Masterise, Gamuda Land). Dòng sản phẩm của những chủ đầu tư này, nhờ hỗ trợ bởi thương hiệu mạnh, được người mua nhà đón nhận nồng nhiệt mà không cần chuyển gia môi giới, dẫn đến việc các chủ đầu tư sở hữu quyền lực thương lượng cao. Sự thiếu hụt nguồn cung càng làm tăng thêm sức mạnh của nhà cung cấp khi các công ty môi giới khó có thể tìm được sản phẩm/nhà cung cấp thay thế nhắm đến nhu cầu thị trường hiện tại
Mối đe dọa từ các đối thủ mới tham gia vào ngành	Lớn	Cần có lượng vốn đầu tư thấp và đáp ứng được các yêu cầu pháp lý để tham gia vào phân khúc môi giới truyền thống. Không có rào cản công nghệ khi gia nhập vì sản phẩm được tiêu chuẩn hóa và không có yêu cầu cụ thể về tiến bộ công nghệ
Mối đe dọa từ sản phẩm thay thế	Vừa phải	Dịch vụ môi giới trực tuyến là một lựa chọn khác để thực hiện giao dịch, mặc dù nó vẫn chưa trở nên phổ biến

Nguồn: HSC

### Những lo ngại về quản trị và triển vọng nền tảng cơ bản kém

Mặc dù thừa nhận rằng ngành BĐS đang phục hồi đúng hướng, điều này sẽ thúc đẩy số lượng giao dịch cho DXS và CRE (được thể hiện ở sự cải thiện rõ nét trong KQKD của mảng môi giới cốt lõi Q2/2024), chúng tôi vẫn giữ quan điểm rằng sức cạnh tranh ở mảng môi giới cốt lõi của DXS và CRE đang suy yếu trong bối cảnh thị trường cạnh tranh khốc liệt.

Ngoài ra, chúng tôi cũng lo ngại về rủi ro quản trị doanh nghiệp của DXS trong giai đoạn thay đổi lãnh đạo cấp cao và việc CRE tiếp tục đẩy mạnh đầu tư vào HĐKD không cốt lõi. (Nội dung chi tiết được trình bày trong báo cáo đã phát hành của chúng tôi '[Thị trường tiếp tục đà phục hồi, nhưng lợi thế cạnh tranh giảm](#)').

HSC duy trì khuyến nghị Giảm tỷ trọng đối với CRE và DXS, với giá mục tiêu lần lượt là 6.000đ và 5.000đ (rủi ro giảm giá 13-15%). Với mức định giá hiện tại, chúng tôi có một số lưu ý sau:

- Sau khi giá cổ phiếu giảm 15,3% trong 1 tháng qua, CRE đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,55 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 1,05 lần, và cổ phiếu cũng đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2024 ở mức 213 lần.
- Trong khi đó, DXS – sau khi giá cổ phiếu giảm 20,9% trong 1 tháng qua (sau khi có thông tin về vụ kiện thanh toán trái phiếu) – đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 0,53 lần, thấp hơn so với bình quân từ tháng 7/2021 ở mức 1,13 lần, và cổ phiếu cũng đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2024 ở mức 43 lần.

Theo quan điểm của chúng tôi, mức định giá thấp này vẫn chưa bù được mức độ gia tăng rủi ro của Công ty.

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM  
T: (+84 28) 3823 3299  
F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
T: (+84 24) 3933 4693  
F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)