

**Phạm Thế Anh,  
Kinh tế trưởng**T: (844) 4456 8668 ext 6669  
E: [anhpt@thanglongsc.com.vn](mailto:anhpt@thanglongsc.com.vn)

Với bình luận thị trường của

**Quách Mạnh Hào**T: (844) 4456 8668 ext 6666  
E: [quachhao@thanglongsc.com.vn](mailto:quachhao@thanglongsc.com.vn)

Xem thông tin thêm ở trang cuối

**TÓM TẮT**

Kinh tế Việt Nam tiếp tục được cải thiện ở nhiều khía cạnh. Trong tháng 5, tăng trưởng sản lượng công nghiệp tiếp tục duy trì ở mức cao; tỉ lệ lạm phát ở mức thấp trong tháng thứ hai liên tiếp; thâm hụt thương mại thấp và giải ngân FDI đạt mức cao; thị trường ngoại hối ổn định và lãi suất có xu hướng giảm nhẹ. Chúng tôi kì vọng nền kinh tế sẽ tiếp tục vận hành tốt trong tháng 6 và do vậy là quý 2 năm 2010.

Sự cải thiện thanh khoản chung trong nền kinh tế đã diễn ra chậm hơn so với mong đợi do mặt bằng lãi suất đã rất khó để giảm. Bên cạnh đó, tác động của khủng hoảng nợ châu Âu cùng những lo ngại về bong bóng tài sản Trung quốc đã tạo ra làn sóng giảm giá trên các thị trường chứng khoán thế giới. Chúng tôi do vậy tiếp tục nhìn nhận Việt nam là cơ hội mua, nhưng với một cách nhìn thận trọng hơn về cơ hội tăng trưởng trong năm 2010.

**Kinh tế**

- CPI tháng 5 chỉ tăng 0,27% so với tháng trước. Lạm phát tính theo cùng kì năm trước giảm tháng thứ hai liên tiếp.
- Lạm phát thấp của tháng này tiếp tục chủ yếu là do sự giảm sút của giá lương thực & thực phẩm (-0,12%).
- Sản lượng công nghiệp tăng trưởng mạnh trong tháng thứ 3 liên tiếp. Trong tháng năm, tốc độ tăng trưởng ước đạt 13,8% so với cùng kì năm ngoái.
- Con số thâm hụt thương mại chính thức của tháng 4 được điều chỉnh giảm 0,09 tỉ \$ so với ước tính ban đầu.
- Ước tính thâm hụt thương mại của tháng 5 thấp một cách bất ngờ, chỉ vào khoảng 0,75 tỉ \$, nhờ xuất khẩu vàng và đá quý tăng mạnh.
- FDI giải ngân 5 tháng đầu năm đạt 4,5 tỉ \$, tăng 7,1% so với cùng kì năm ngoái.
- Thị trường ngoại hối được kì vọng tiếp tục ổn định trong tháng tới.
- Chính sách tiền tệ mở rộng đã được thực hiện, với khoảng 21.000 tỉ đồng được bơm ra thông qua hoạt động thị trường mở trong tháng 5.
- Lãi suất ngắn hạn đã có xu hướng nhưng không nhiều như kì vọng.
- Các mô hình của chúng tôi dự báo lạm phát của tháng 6 sẽ vào khoảng 0,25-0,37%

**Thị trường chứng khoán**

- Kinh tế ổn định sẽ tiếp tục là cơ sở để củng cố niềm tin rằng các chính sách tiền tệ mở rộng sẽ được sử dụng trong phần còn lại của năm.
- Bài toán giảm lãi suất vẫn chưa có lời giải.
- Thị trường chứng khoán sẽ phản ứng tích cực với mở rộng tín dụng, nhưng điều đó không phải chuyện một sớm một chiều.
- Tác động của cuộc khủng hoảng nợ châu Âu và khả năng bong bóng tài sản Trung quốc đã và đang chế ngự thị trường chứng khoán toàn cầu.
- Trong bối cảnh âm ỉ của thị trường chứng khoán toàn cầu, thị trường chứng khoán Việt nam tiếp tục là địa chỉ hấp dẫn nhà đầu tư nước ngoài.
- Chúng tôi tiếp tục nhìn nhận thị trường Việt nam là một cơ hội mua lớn.
- Các mô hình kỹ thuật cho thấy rằng thị trường hiện đang trong quá trình điều chỉnh và quá trình này nhiều khả năng sẽ kéo dài cho đến hết nửa đầu tháng Sáu.

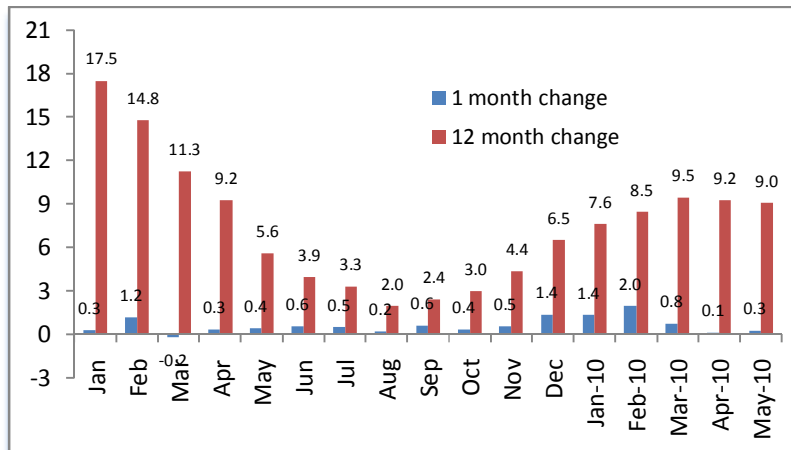
**Phân tích cổ phiếu**

- Giới thiệu một số báo cáo Phân tích cổ phiếu phát hành trong tháng Năm.

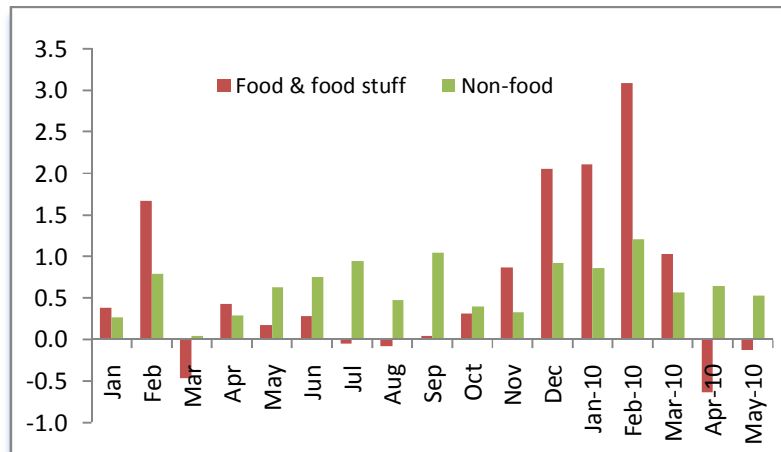
**LẠM PHÁT**

CPI tháng 5 được chính thức công bố chỉ tăng 0,27% so với tháng trước. Con số này là khá sát với dự báo từ 0,23-0,32% của chúng tôi hồi đầu tháng. Trong khi đó, tỉ lệ lạm phát tính theo cùng kì năm ngoái đã giảm tháng thứ hai liên tiếp. Trong tháng 5, con số này là 9,05%, giảm từ 9,46% của tháng 3 và 9,23% của tháng 4.

Tốc độ tăng thấp của CPI gần đây được đóng góp chủ yếu bởi sự giảm giá của nhóm hàng lương thực & thực phẩm. Trong tháng 5, giá của nhóm hàng này đã giảm 0,12% trong khi giá của nhóm hàng phi lương thực lại tăng 0,53%. Dấu hiệu này cho thấy sức ép lạm phát đã giảm trong những tháng gần đây tuy nhiên chưa hoàn toàn biến mất. Khi giá lương thực & thực phẩm, chiếm tỉ trọng tới gần 40% trong giỏ hàng tính CPI và có tính mùa vụ cao, tăng thì sức ép lạm phát sẽ quay trở lại.

**Hình 1: Chỉ số giá tiêu dùng 2009-2010 (%)**


Nguồn: GSO

**Hình 2: Chỉ số giá lương thực và phi lương thực năm 2009-2010 (% so với tháng trước)**


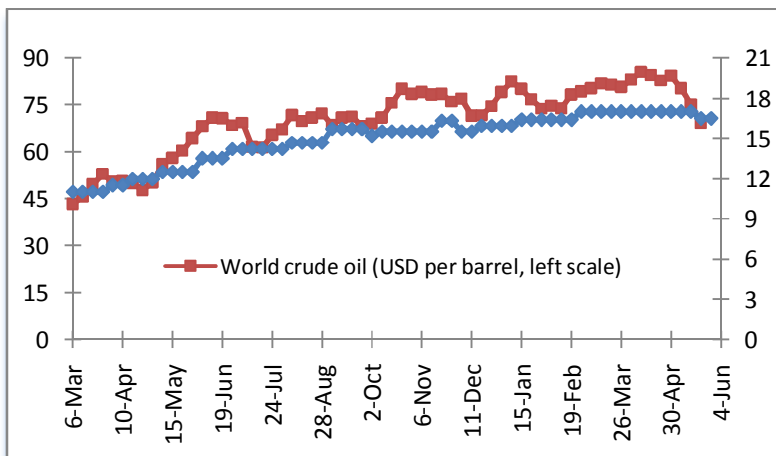
Nguồn: GSO

Các nhóm hàng có đóng góp lớn vào sự gia tăng của giá cả hàng phi lương thực & thực phẩm tiếp tục là vật liệu xây dựng và nhóm hàng "khác". Giá nhà ở và vật liệu xây dựng tăng hơn 1,46%, giảm so với mức 2,51% của tháng 4, do cơn sốt giá thép và các vật liệu xây dựng khác gần đây. Trong khi đó, giá của nhóm hàng "khác" cũng tăng mạnh khoảng 1,91%. Dịch vụ nhà hàng và đồ dùng gia đình có mức giá tăng vừa phải. Giá cả của dịch vụ nhà hàng tăng 0,53% còn giá cả đồ dùng gia đình tăng 0,39%. Hầu hết các nhóm hàng còn lại đều có mức tăng dưới 0,35%.

Sản lượng khai thác dầu tăng và lo ngại về khủng hoảng nợ ở châu Âu sẽ ảnh hưởng đến tiến trình phục hồi của kinh tế thế giới đã làm cho giá dầu thế giới giảm mạnh trong tháng qua. Giá dầu thô giao ngay đã

giảm xuống mức xấp xỉ 70 \$/thùng. Giá xăng trong nước cũng đã được giảm nhẹ trong những ngày cuối tháng 5. Nếu giá dầu thế giới tiếp tục duy trì ở quanh mức hiện tại, chúng tôi kì vọng giá xăng dầu trong nước có thể được tiếp tục điều chỉnh giảm trong thời gian tới. Nếu điều này xảy ra, nó sẽ giúp cho lạm phát trong tháng tới tiếp tục ở mức thấp. Lãi suất có khả năng sẽ giảm dần và Ngân hàng Nhà nước (NHNN) có thể tiếp tục thực hiện chính sách hỗ trợ tăng trưởng.

**Hình 3: Giá dầu thô thế giới (FOB) và giá xăng dầu trong nước (A92)**



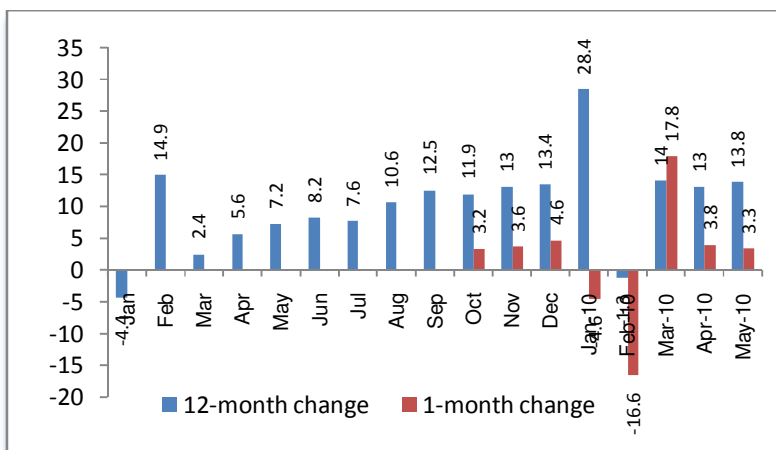
Nguồn: EIA và MoF

**Các chỉ số kinh tế khác**

**Sản lượng công nghiệp**

Sản lượng công nghiệp có tháng thứ 3 liên tiếp đạt tốc độ tăng trưởng cao. So với cùng kì năm ngoái, sản lượng công nghiệp của tháng 5 tăng 13,8%. Giá trị sản lượng công nghiệp 5 tháng đầu năm ước đạt 301,759 tỉ đồng theo giá so sánh, tăng 13,6% so với cùng kì năm ngoái. Trong đó khu vực kinh tế nước ngoài có mức tăng 16,7%, tiếp đến là khu vực kinh tế tư nhân với tốc độ tăng 12,4%, và cuối cùng là khu vực kinh tế nhà nước với tốc độ tăng đạt 9,8%. Sự gia tăng mạnh của sản lượng công nghiệp gần đây là một tín hiệu tốt cho tăng trưởng kinh tế quý 2.

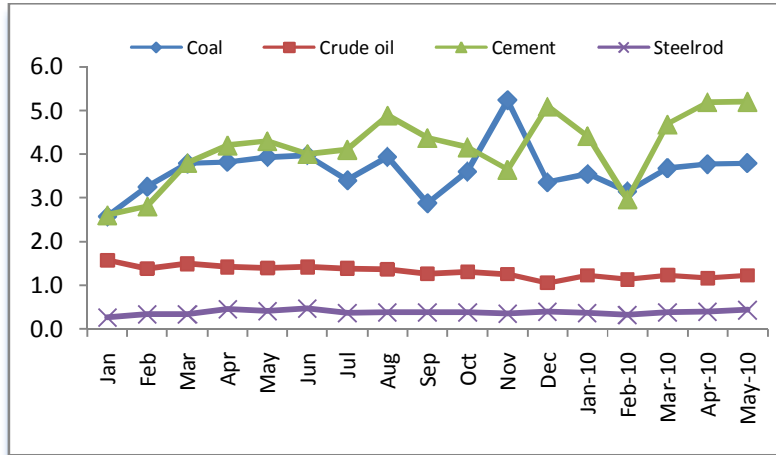
**Chart 4: Tăng trưởng sản lượng công nghiệp năm 2009-2010 (%)**



Nguồn: GSO

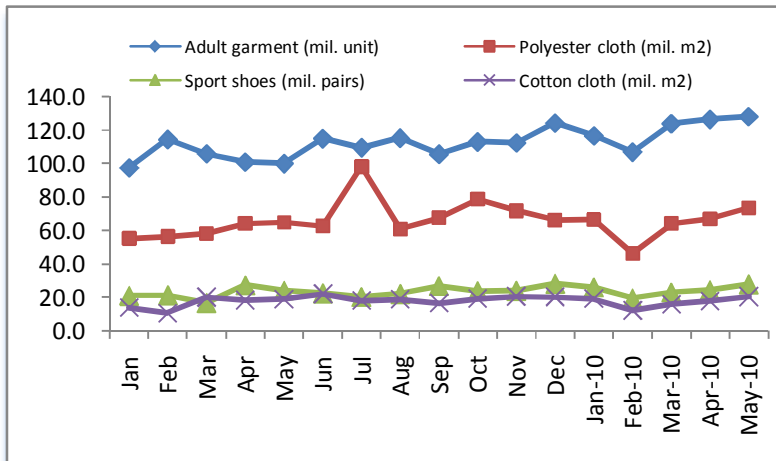
Trong tháng 5 có nhiều ngành sản xuất đạt mức tăng khá so với tháng trước. Cụ thể, sản xuất thép, vải sợi tổng hợp, giấy thể thao và vải cotton là những ngành có tốc độ tăng cao nhất từ 10-15%. Dầu thô và giày da cũng đạt mức tăng trưởng khá khoảng 5-6%. Những con số này có thể cho thấy bên cạnh khai thác dầu thô, chúng ta có thể kì vọng một tốc độ tăng trưởng cao của các ngành dệt may, giày dép, và công nghiệp xây dựng trong quý 2.

Hình 5a: Sản lượng theo tháng của một số ngành (triệu tấn)



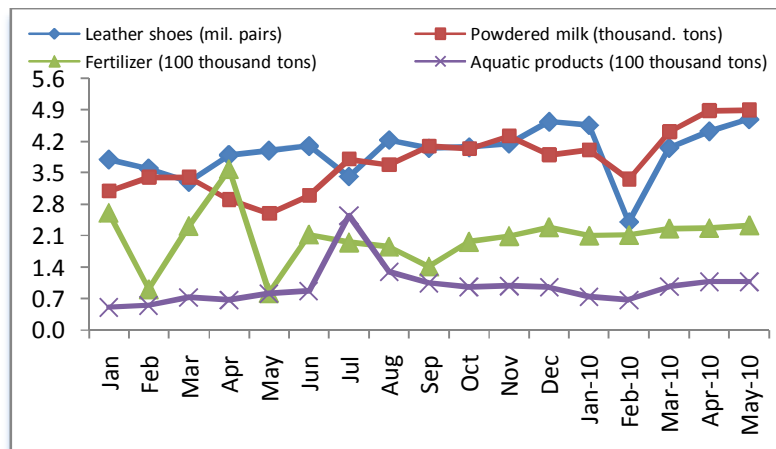
Nguồn: GSO

Hình 5b: Sản lượng theo tháng của một số ngành



Nguồn: GSO

Hình 5c: Sản lượng theo tháng của một số ngành



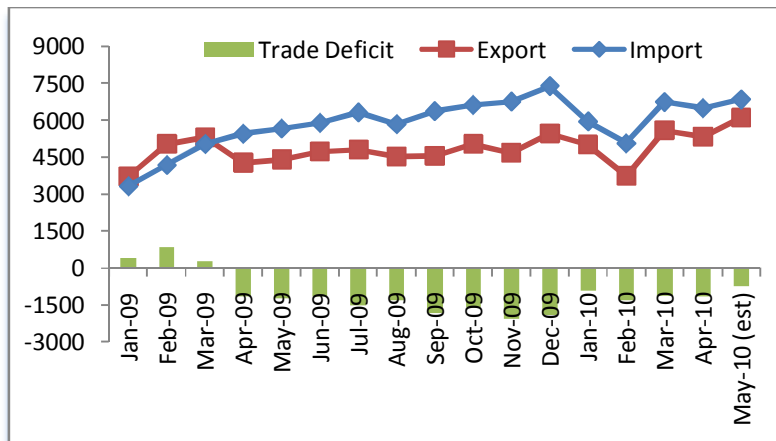
Nguồn: GSO

*Thương mại quốc tế*

Số liệu chính thức cho thấy thâm hụt thương mại của tháng 4 thấp hơn khoảng 0,09 tỉ \$ so với con số ước tính ban đầu. Trong tháng 4, tổng giá trị nhập khẩu là hơn 6,49 tỉ \$ trong khi tổng giá trị xuất khẩu là 5,33 tỉ \$.

Giá trị nhập khẩu và xuất khẩu của tháng 5 ước tính ở mức cao lần lượt là 6,85 tỉ \$ và 6,10 tỉ \$. Do vậy thâm hụt thương mại chỉ ở mức thấp khoảng 0,75 tỉ \$. Những con số này cho thấy giá trị xuất khẩu có sự gia tăng mạnh, tăng 14,4% so với tháng trước. Thâm hụt thương mại giảm sẽ là một cơ sở tốt cho thị trường ngoại hối tạm thời ổn định trong thời gian tới.

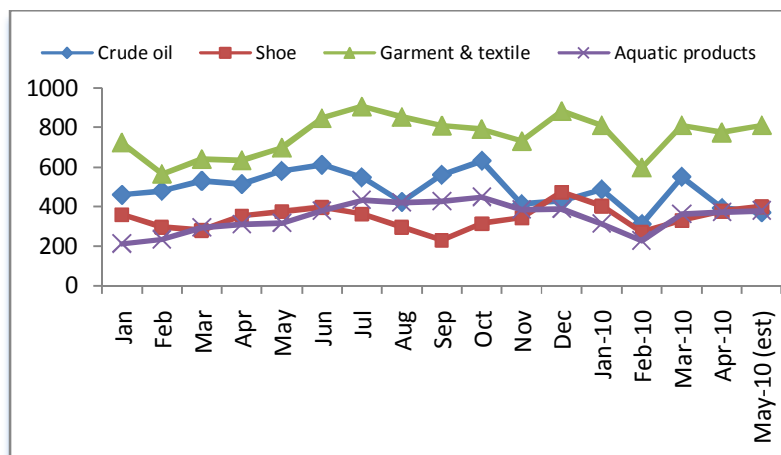
**Hình 6: Thương mại quốc tế (triệu \$)**



Nguồn: GSO

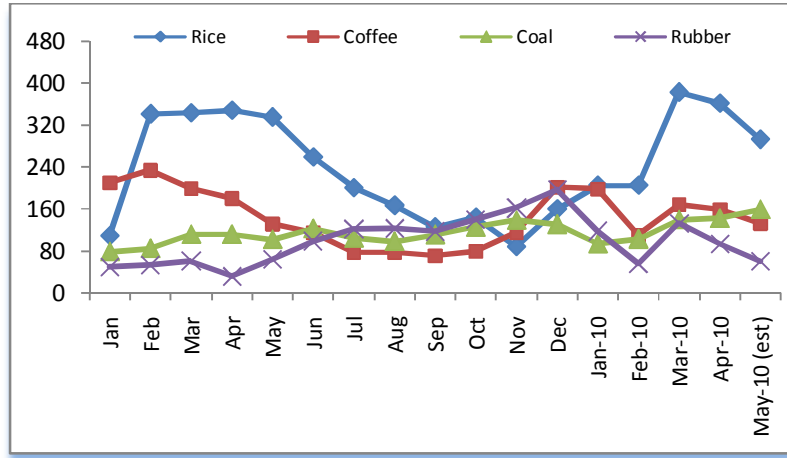
Thoạt nhìn vào con số thâm hụt thương mại của tháng này có thể khiến chúng ta có những nhận định không chính xác về tình trạng hiện tại. Mặc dù tháng 5 có sự gia tăng mạnh về giá trị xuất khẩu, tuy nhiên điều này là nhờ xuất khẩu vàng & đá quý. Giá trị xuất khẩu của nhóm hàng này đạt khoảng 0,8 tỉ \$, tăng mạnh so với mức 0,06 tỉ \$ của tháng 4. Sự gia tăng này rõ ràng chỉ là tạm thời và thâm hụt thương mại của Việt Nam vẫn ở mức khá cao. Trong số những nhóm hàng xuất khẩu có đóng góp lớn vào tổng giá trị xuất khẩu thì dầu thô, gạo, cà phê và cao su có giá trị xuất khẩu giảm mạnh trong thời gian gần đây. Trong khi đó hầu hết các nhóm hàng khác có sự tăng dần. Tính đến cuối tháng 5, xuất khẩu dệt may đã tăng 17,1%, thủy sản tăng 18,0%, sắt thép tăng 244,1%, cao su tăng 85,5%, than đá tăng 34,4%,... so với cùng kì năm ngoái.

**Hình 7a: Xuất khẩu theo tháng của một số mặt hàng (triệu \$)**



Nguồn: GSO

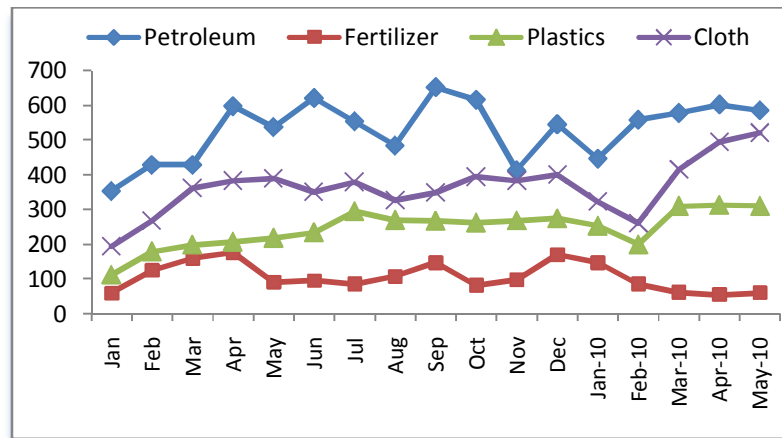
**Hình 7b: Xuất khẩu theo tháng của một số mặt hàng (triệu \$)**



Nguồn: GSO

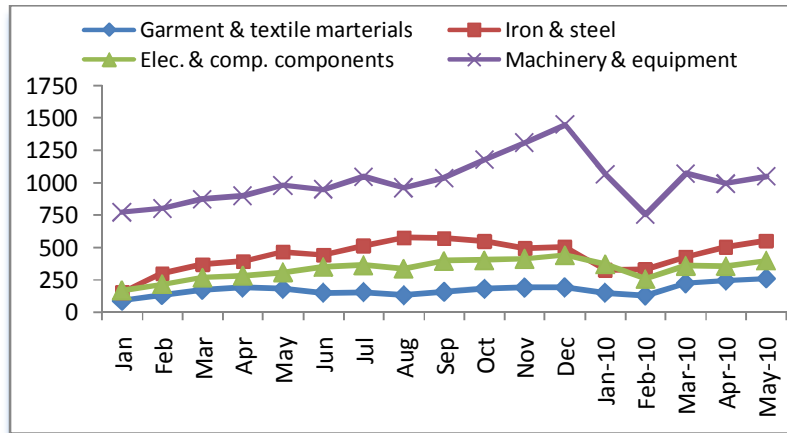
Sản xuất trong nước tiếp tục phụ thuộc nhiều vào các yếu tố đầu vào nhập khẩu. Trừ phân bón và xăng dầu, giá trị nhập khẩu các yếu tố đầu vào đã tăng dần kể từ đầu năm. So với cùng kỳ năm ngoái, 5 tháng đầu năm cho thấy nhập khẩu vải đã tăng 23,9%, nguyên phụ liệu dệt may giày da tăng 31,78%, sợi dệt tăng 54,6%, vải cotton tăng 154,2%, máy móc thiết bị & phụ tùng tăng 11,3%, và sắt thép tăng 29,0%. Do vậy, chúng ta có thể kì vọng sản xuất của những ngành sử dụng các yếu tố đầu vào này sẽ tăng khá cao trong thời gian tới.

**Hình 8a: Nhập khẩu theo tháng của một số mặt hàng (triệu \$)**



Nguồn: GSO

**Hình 8b: Nhập khẩu theo tháng của một số mặt hàng (triệu \$)**



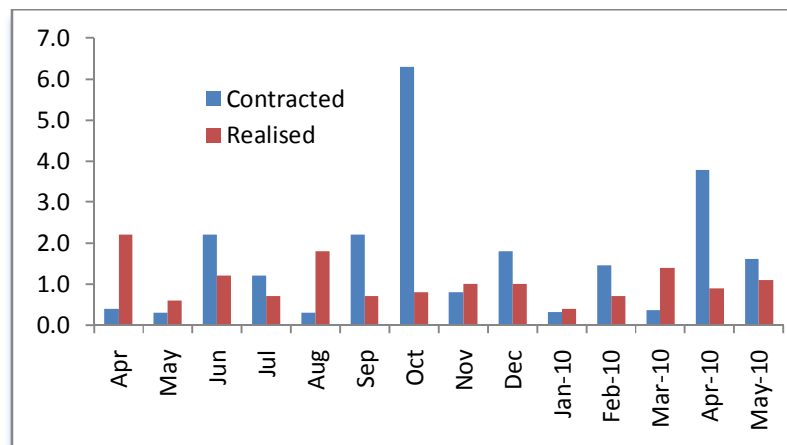
Nguồn: GSO

**Đầu tư trực tiếp nước ngoài**

Khu vực đầu tư nước ngoài đóng góp đáng kể vào giá trị xuất khẩu của Việt Nam trong thời gian qua. Trong 5 tháng đầu năm, tổng giá trị xuất khẩu, trừ dầu thô, của khu vực này ước đạt khoảng 11,7 tỉ \$, tăng 39,1% so với cùng kỳ năm ngoái. Trong tháng 5, Việt Nam thu hút được hơn 1,6 tỉ \$ vốn cam kết và 1,1 tỉ \$ vốn giải ngân thông qua các dự án FDI cũ và đăng kí mới. Con số giải ngân khá cao trong thời gian qua là một trong những nguồn tài trợ quan trọng cho thâm hụt thương mại.

Kể từ đầu năm, tổng vốn FDI cam kết đạt hơn 7,5 tỉ \$, giảm khoảng 23,0%, tuy nhiên vốn FDI giải ngân đạt 4,5 tỉ \$, tăng xấp xỉ 7,1% so với cùng kỳ năm ngoái. Quan trọng hơn, ngành sản xuất chế biến đã trở thành lĩnh vực được các nhà đầu tư quan tâm nhất với gần 2,6 tỉ \$ vốn đăng kí, chiếm 33,9%, trong tổng số 127 dự án. Ngành sản xuất điện, nước, khí đốt,... đứng thứ 2 với 2,2 tỉ \$ vốn đăng kí trong 3 dự án. Trong khi đó, lĩnh vực bất động sản đã tụt xuống hàng thứ 3. Sự chuyển dịch của dòng vốn FDI vào lĩnh vực sản xuất là một tín hiệu tốt với nền kinh tế trong việc tài trợ cho thâm hụt thương mại trong tương lai.

**Hình 9: Đầu tư trực tiếp nước ngoài theo tháng (triệu \$)**



Nguồn: GSO

**CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ**

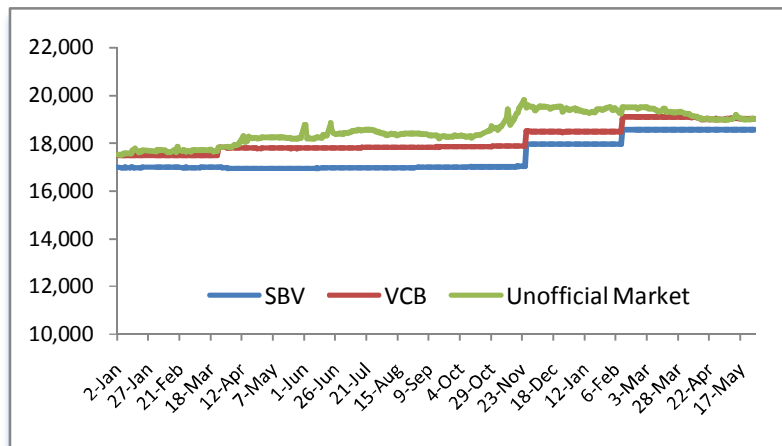
Thị trường ngoại hối tương đối ổn định trong tháng 5 ngoại trừ thời điểm gần giữa tháng khi giá USD trên thị trường tự do đột ngột tăng mạnh do những lời đồn đại không chính xác về khả năng phá giá VND. Theo chúng tôi, có hai lý do chính khiến NHNN sẽ tránh phá giá trong tương lai gần. Thứ nhất, cùng với mục tiêu tăng trưởng (6,5%) thì mục tiêu kiểm soát lạm phát (đã được điều chỉnh lên 8%) là hai mục tiêu chính sách quan trọng nhất của Việt Nam trong năm 2010. Với đặc thù của kinh tế Việt Nam phụ thuộc nhiều vào xăng dầu và các nguyên vật liệu nhập khẩu, việc phá giá tiền tệ 4% cũng sẽ khiến cho giá nguyên nhiên vật liệu

nhập khẩu tăng gần tương ứng, đẩy chi phí đầu vào của các doanh nghiệp lên cao, đồng thời vừa gây ra lạm phát vừa làm giảm tăng trưởng kinh tế. Do vậy mục tiêu kích thích tăng trưởng bằng thông qua cầu xuất khẩu (nhờ phá giá tiền tệ) sẽ là một giải pháp không hợp lý do nó gây ảnh hưởng tiêu cực đến chi phí và cung của các doanh nghiệp. Quan trọng hơn, số liệu thống kê 4 tháng đầu năm cho thấy CPI đã tăng hơn 9,05% so với cùng kỳ năm ngoái và 4,55% so với đầu năm thì việc phá giá tiền tệ còn khiến cho mục tiêu kiểm soát lạm phát dưới hai con số trở nên xa vời. Rõ ràng đây là điều mà chính phủ Việt Nam hoàn toàn không mong muốn xảy ra với bất cứ giá nào.

Thứ hai, Hầu hết các mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam đều là những sản phẩm thiết yếu (khoáng sản, nông thủy sản, may mặc, giày dép,...) và đã có lợi thế cạnh tranh về mặt giá cả với sản phẩm của các nước khác. Cầu về những sản phẩm này có dân thấp so với thu nhập và giá cả (tức là khi giá cả giảm nhờ phá giá, hay thu nhập của khách hàng tăng thì cầu về hàng xuất khẩu của Việt nam không thay đổi nhiều). Điều này đã được chứng minh trong năm 2009 khi khủng hoảng kinh tế xảy ra thì lượng xuất khẩu của những mặt hàng này không hề suy giảm (thậm chí còn tăng). Do vậy, việc cố tình phá giá để kích thích xuất khẩu không những không đạt được mục tiêu mong muốn mà còn làm giảm uy tín đồng nội tệ và gây ra bất ổn trên thị trường tiền tệ. Cái mà Việt Nam nên làm lúc này để kích thích xuất khẩu và giảm thâm hụt thương mại là tìm kiếm và khai thác thêm những thị trường xuất khẩu mới (bên cạnh những thị trường truyền thống như Mỹ, Nhật, và châu Âu) ví dụ như Trung Quốc, Asean, châu Phi, Trung Đông,... Những thị trường này rõ ràng là rộng lớn và chưa được khai thác đúng với tiềm năng, Việt Nam lại có ưu thế về chi phí vận chuyển và chất lượng đòi hỏi ở những thị trường này cũng không khắt khe như ở những thị trường truyền thống.

Tỉ giá VND/USD trong tháng 5 đã ổn định quanh mức 19000 VND/USD như dự báo. Vào những ngày cuối tháng, tỉ giá mua vào và bán ra trên thị trường tự do lần lượt vào khoảng 18,970 và 19,000 VND/VND. Tỉ giá mua vào tại Vietcombank (VCB) thấp hơn 10 VND/USD còn tỉ giá bán ra lại cao hơn 10 VND/USD so với trên thị trường tự do. Với mức thâm hụt thương mại của tháng 5 chỉ vào khoảng 0,75 tỉ \$ trong khi giải ngân FDI là gần 1,1 tỉ USD thì chúng ta có thể kì vọng một thị trường ngoại hối ổn định trong tháng tới.

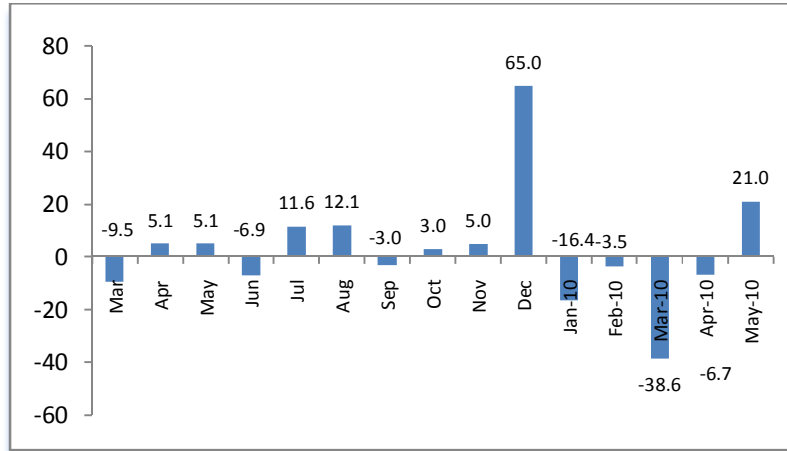
**Hình 10: Tỉ giá VND/USD bán ra, 1/1/2009 – 30/5/2010**



Nguồn: SVB, VCB và khác

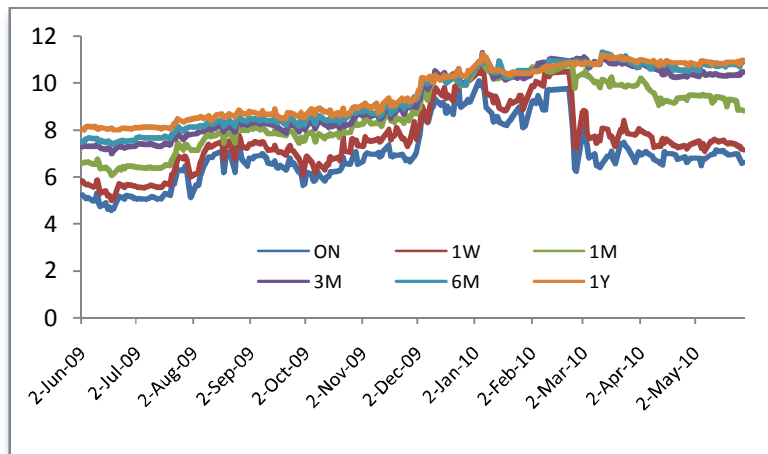


**Hình 11: Lượng tiền bơm ròng qua OMO (VND, ngàn tỉ)**



Nguồn: Bloomberg và tính toán của tác giả

**Chart 12: Lãi suất liên ngân hàng 2009 – 28 Mayıs 2010**



Nguồn: Bloomberg

Như đã dự báo trong báo cáo tháng trước, NHNN đã thực thi chính sách tiền tệ mở rộng trong tháng 5 sau khi sức ép lạm phát trong nền kinh tế giảm đáng kể. Tính đến hết ngày 30/5, khoảng 21 ngàn tỉ đồng đã được bơm ra thông qua hoạt động thị trường mở (OMO). Ước tính một lượng tiền tương đương cũng được đưa vào lưu thông khi NHNN công bố đã mua vào khoảng 1 tỉ USD trong thời gian gần đây. Việc mua vào tăng tích trữ ngoại tệ sẽ tạo cơ sở tốt hơn cho NHNN bình ổn thị trường ngoại hối trong thời gian tới.

Lãi suất liên ngân hàng có xu hướng giảm kể từ tháng 4, tuy nhiên mức giảm không nhiều như kì vọng. Lượng tiền bơm ròng qua OMO tăng trong thời gian qua chỉ giúp làm giảm các loại lãi suất ngắn hạn. Để giảm được lãi suất dài hạn các ngân hàng thương mại phải dựa vào các nguồn tiền tiết kiệm huy động được từ công chúng. Chúng tôi cho rằng với mức lạm phát thấp của tháng 5 cộng với xu hướng cắt giảm giá xăng dầu trong nước thì kì vọng về lạm phát trong tương lai sẽ giảm đáng kể. Điều này có thể khiến luồng tiền tiết kiệm vào ngân hàng nhiều hơn và lãi suất có cơ sở giảm nhẹ.

Lạm phát tháng 5 ở mức thấp và chúng tôi không thấy có sức ép đáng kể nào trong tháng tới. Do vậy, nhiều khả năng chính sách tiền tệ sẽ tiếp tục được thực hiện theo hướng mở rộng ưu tiên mục tiêu tăng trưởng trong tháng 6.

**DỰ BÁO**

Trong phần này chúng tôi xây dựng một số mô hình kinh tế lượng để thực hiện dự báo lạm phát cho tháng tới. Chúng tôi hiểu rằng mỗi mô hình có những nhược điểm riêng biệt và khó phản ánh chính xác thực tế. Do vậy chúng tôi cố gắng sử dụng các mô hình chuỗi thời gian khác nhau khi tiến hành dự báo. Việc dự báo lạm phát tháng sau sẽ được thực hiện dựa trên những thông tin cập nhật mà chúng tôi có được trong tháng này.

Cụ thể, chúng tôi sử dụng hai mô hình. Mô hình thứ nhất có tên là ARIMA. Mô hình này dựa vào sự biến động trong quá khứ của lạm phát để đưa ra dự báo trong tương lai. Mô hình thứ hai được dựa trên mối quan hệ thống kê giữa lạm phát và các nhân tố có khả năng ảnh hưởng đến nó như lạm phát trong quá khứ, lãi suất, giá dầu, doanh số bán lẻ, xuất khẩu và các biến khác. Hai mô hình của chúng tôi dự báo tỉ lệ lạm phát trong tháng tới sẽ vào khoảng 0,25-0,37%.

**Bảng 1: Dự báo lạm phát (% , so với tháng trước)**

| Mô hình 1        | T11-09 | T12-09 | T1-10 | T2-10 | T3-10 | T4-10 | T5-10 | T6-10       |
|------------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|
| Dự báo           | 0,74   | 1,30   | 1,42  | 2,33  | 0,44  | 0,40  | 0,21  | <b>0,25</b> |
| Thực tế          | 0,55   | 1,38   | 1,36  | 1,96  | 0,75  | 0,14  | 0,27  |             |
| <b>Mô hình 2</b> |        |        |       |       |       |       |       |             |
| Dự báo           | 0,59   | 0,79   | 1,34  | 1,85  | 0,70  | 0,30  | 0,32  | <b>0,37</b> |
| Thực tế          | 0,55   | 1,38   | 1,36  | 1,96  | 0,75  | 0,14  | 0,27  |             |

## THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

**Kinh tế ổn định sẽ tiếp tục là cơ sở để củng cố niềm tin rằng các chính sách tiền tệ mở rộng sẽ được sử dụng trong phần còn lại của năm.** Với việc chỉ số giá tháng Năm là 0.27%, lạm phát tháng Năm so với năm trước là 9.05%. thấp hơn tháng Tư 9.23% và tháng Ba 9.46% nhưng vẫn cao hơn so với mục tiêu của chính phủ trong năm 2010 ở mức 8%. Bên cạnh đó, tăng trưởng công nghiệp tháng Năm vẫn duy trì ở mức tốt, khoảng 13.6% so với cùng kỳ năm trước. Thâm hụt thương mại tháng Năm ước khoảng 0.75 tỷ US\$, thấp hơn so với các tháng trước đó, nhưng cần lưu ý rằng có sự đóng góp của xuất khẩu vàng và đá quý. Tỷ giá đồng Việt nam khá ổn định, ngoại trừ có một chút biến động giữa tháng do những tin đồn về việc phá giá tiền đồng, chủ yếu do sự cải thiện ngắn hạn cán cân thương mại và sự đóng góp của FDI giải ngân ở mức 4.5 tỷ US\$, tăng 7.1% so với cùng kỳ năm trước. Chúng tôi không nghĩ rằng có sức ép giảm giá đồng Việt nam ở hiện tại. Với những số liệu này, chúng tôi nghĩ rằng chúng ta có thể hy vọng vào một chính sách tiền tệ mở rộng một cách linh hoạt trong phần còn lại của năm. Tuy nhiên, vấn đề mấu chốt hiện tại đang nằm ở câu hỏi "Làm thế nào để giảm mặt bằng lãi suất?".

**Bài toán giảm lãi suất vẫn chưa có lời giải.** Trong Triển vọng Việt nam tháng 5, chúng tôi đã nhận thấy những dấu hiệu ban đầu của việc các ngân hàng bắt đầu cho vay ra nền kinh tế. Tuy nhiên, như đã nhấn mạnh, tăng trưởng tín dụng đang gặp khó khăn lớn ở bài toán hạ lãi suất. Nếu lãi suất không thể giảm, thì chắc chắn tín dụng không tăng do vấn đề "kiềm chế tín dụng". Mặc dù SBV trong tháng Năm bơm một lượng tiền ròng khoảng 21 nghìn tỷ đồng thông qua thị trường mở và một lượng tương đương thông qua việc mua 1 tỷ US\$ trên thị trường ngoại hối, chúng tôi mới chỉ nhìn thấy lãi suất ngắn hạn giảm rất nhẹ. Các ngân hàng thương mại gặp khó khăn trong việc huy động các nguồn tiền tiết kiệm từ dân cư, theo chúng tôi để cho vay nền kinh tế. và do vậy các lãi suất kỳ hạn dài đã không thể giảm. Lý do chính, chúng tôi là sức ép lạm phát cao khuyến khích người dân nắm giữ tài sản và thị trường tài sản bao gồm chứng khoán và bất động sản đang được cho là kênh đầu tư hấp dẫn hơn. Bản thân các doanh nghiệp nắm bắt được điều này cũng ưa thích thực hiện huy động vốn thông qua phát hành cổ phiếu hơn là phát hành nợ. Kết quả là tăng trưởng tín dụng không thể tăng mặc dù có đầy đủ cơ sở để tăng.

**Thị trường chứng khoán sẽ phản ứng tích cực với mở rộng tín dụng, nhưng điều đó không phải chuyện một sớm một chiều.** Sức ép lạm phát và vấn đề thâm hụt thương mại thực tế đã được cải thiện rất nhiều từ tháng Tư. Tăng trưởng tín dụng tại thời điểm cuối tháng Tư cũng rất thấp so với mục tiêu 25% của chính phủ. Tất cả những nhân tố này là động lực để tin rằng lãi suất sẽ giảm và tín dụng sẽ tăng. Những điều đó đã không xảy ra trong tháng Năm, hoặc ít nhất là xảy ra chậm hơn nhiều so với dự báo với việc tăng trưởng tín dụng tính từ đầu năm theo ước tính của chúng tôi vào khoảng 6%, chủ yếu do mặt bằng lãi suất nói chung khó giảm như mong muốn. Tuy nhiên, chúng tôi nhìn nhận sự khác biệt có thể nằm ở việc trong tháng Năm lần đầu tiên lượng tiền bơm ròng qua nghiệp vụ thị trường mở đã dương 21.000 tỷ đồng, thay vì hút tiền ròng trong toàn bộ 4 tháng đầu năm. Đây là cơ sở để tạo niềm tin rằng thị trường sẽ phản ứng tích cực trong thời gian tới, nhưng có độ trễ. Niềm tin này cũng sẽ giúp thị trường có được sự hỗ trợ về tâm lý và khó giảm.

**Tác động của cuộc khủng hoảng nợ châu Âu và khả năng bong bóng tài sản Trung quốc đã và đang chế ngự thị trường chứng khoán toàn cầu.** Sự sụt giảm từ trên 11,000 điểm xuống dưới 10,000 điểm của

Chỉ số được quan sát nhiều nhất thế giới DJIA là một bằng chứng về ảnh hưởng của hai sự kiện nêu trên. Các thị trường chứng khoán thế giới đã chao đảo và hiện đang trong trạng thái giao dịch hết sức rủi ro, chủ yếu dựa trên tâm lý. Chỉ số VIX – chỉ số phản ánh mức độ rủi ro trên thị trường tăng đột biến từ giữa tháng Tư và hiện vẫn đang ở mức cao dù đang trong xu thế giảm dần. Khủng hoảng nợ châu Âu không đơn giản chỉ là câu chuyện của ngày một ngày hai, và chắc chắn sẽ còn tác động tới đời sống tài chính toàn cầu trong thời gian tới. Tuy nhiên, trong vòng một tháng tới, chúng ta có thể lập luận rằng, những gì xấu nhất ở hiện tại đã được phản ánh vào giá và thị trường thực tế đã giảm rất mạnh. Câu hỏi còn lại là sự hồi phục có nhanh diễn ra? Chúng tôi nghĩ rằng mọi chuyện sẽ chậm chạp và nhưng điều này không tác động tới Việt nam do kênh tác động chủ yếu là tâm lý.

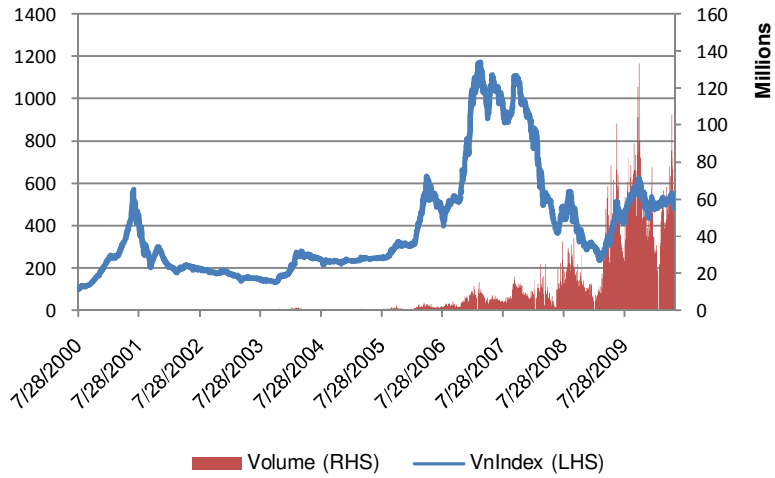
**Trong bối cảnh âm ảm của thị trường chứng khoán toàn cầu, thị trường chứng khoán Việt nam tiếp tục là địa chỉ hấp dẫn nhà đầu tư nước ngoài.** Với mức định giá vào khoảng 11x và tỷ trọng vốn hóa so với GDP khoảng 40%, thấp nhất so với các nước so sánh, thị trường Việt nam cho thấy còn nhiều khoảng trống cho sự tăng trưởng. Bên cạnh đó, mức độ thanh khoản của thị trường Việt nam đang dần cải thiện với quy mô giao dịch thường xuyên đạt 3 tỷ US\$/tháng và có những tháng đạt trên 6 tỷ US\$. Giá trị cổ phiếu giao dịch so với mức vốn hóa cũng trong xu thế tăng, trung bình đạt 10% so với 4% đầu năm 2008. Sự cải thiện về thanh khoản cùng với giá trị hấp dẫn là động lực thúc đẩy sự tham gia nhiều hơn của các nhà đầu tư nước ngoài vào Việt nam. Thực tế, nhà đầu tư nước ngoài đã mua ròng khoảng 550 triệu US\$ tính từ thời điểm hồi phục tháng 03/2009 và tính từ tháng 10/2009, là thời điểm mà nhà đầu tư nước ngoài liên tục mua ròng cho đến hiện tại, thì tổng số mua ròng là 450 triệu US\$. Điều này cho thấy rằng nhà đầu tư nước ngoài đang càng ngày càng quan tâm tới Việt nam. Việc giải ngân của quỹ đầu tư 100 triệu US\$ và quỹ 200 tỷ đồng (tăng lên 1.000 tỷ đồng trong năm 2010) được thành lập bởi MB Capital, Chứng khoán Thang Long và các đối tác Nhật Bản, thực hiện từ tháng 06/2010 chắc chắn sẽ góp phần làm tăng giao dịch của các nhà đầu tư nước ngoài tại Việt nam.

**Chúng tôi tiếp tục nhìn nhận thị trường Việt nam là một cơ hội mua lớn.** Chúng tôi nghĩ rằng mục tiêu tăng trưởng chung của thị trường ở mức 50% đưa ra từ đầu năm khó đạt được, do hai lý do quan trọng (i) tác động từ khủng hoảng nợ châu Âu sẽ khiến cho các chính sách kinh tế và tiền tệ trong nước trở nên thận trọng hơn và (ii) khả năng tiếp cận tín dụng ngân hàng của các doanh nghiệp đang đối vốn bị hạn chế do mặt bằng lãi suất cao. Tuy nhiên, chúng tôi nhìn thấy cơ hội lớn tại các nhóm ngành nguyên vật liệu cơ bản, xây dựng và vật liệu, và hàng tiêu dùng. Những nhóm ngành này cho thấy chúng có sự tăng trưởng mạnh khi kinh tế trong đà hồi phục.

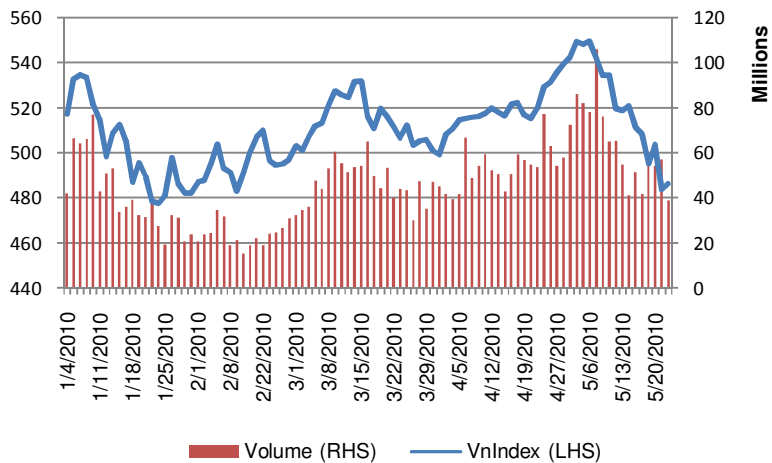
**Các mô hình kỹ thuật cho thấy rằng thị trường hiện đang trong quá trình điều chỉnh và quá trình này nhiều khả năng sẽ kéo dài cho đến hết nửa đầu tháng Sáu.** Khi thị trường trong xu thế giảm giá từ ngày 6/5 đến 21/5, KLGĐ giảm thường là biểu hiện của việc không có người mua. Khi thị trường tăng trở lại từ ngày 25/05 đến 28/05, KLGĐ cần phải tăng dần để đảm bảo rằng thị trường được hỗ trợ mạnh bởi lực cầu lớn. Tuy nhiên, điều này không xảy ra và đó chính là cơ sở để chúng tôi nhìn nhận rằng xu thế tăng điểm chưa bền vững trong các bản tin The Investor Daily. Chúng tôi lý giải điều này phần lớn do tâm lý thị trường e ngại vùng điểm hiện tại là vùng điểm mà các nhà đầu tư sử dụng nợ rất có thể sẽ bán. Vì lý do này, chúng tôi nghĩ rằng thị trường sẽ rất khó tăng điểm trong ít nhất nửa đầu của tháng Sáu. Nhưng như đã nói, với các nhà đầu tư tổ chức thì thị trường giảm điểm sẽ là cơ hội để tích lũy cổ phiếu.

***Chú ý với bạn đọc: Từ số này, chúng tôi sẽ cung cấp các báo cáo phân tích doanh nghiệp tóm tắt được phát hành trong tháng để bạn đọc tham khảo. Hệ thống định giá sử dụng trong các báo cáo này như sau: MUA nếu khả năng tăng giá hơn 15%; BÁN nếu khả năng giảm giá hơn 15%; GIỮ nếu giữa hai khoảng này. Chúng tôi sử dụng giá trị hợp lý làm căn cứ cho các khuyến nghị.***

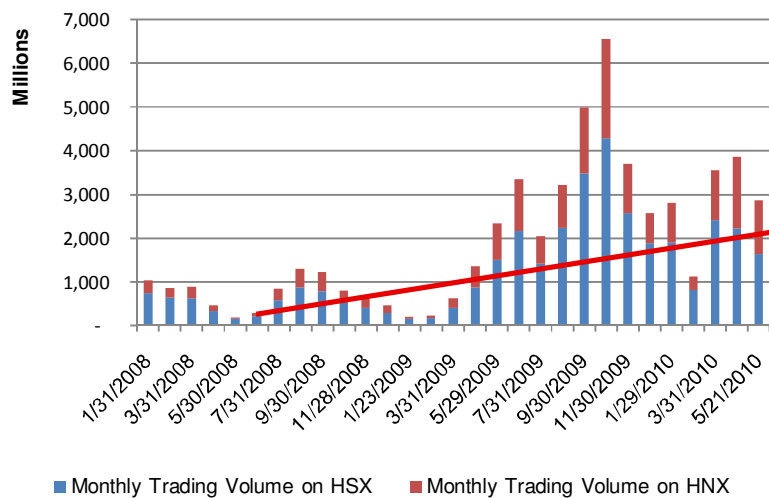
Hình 13a: Thị trường chứng khoán lịch sử.



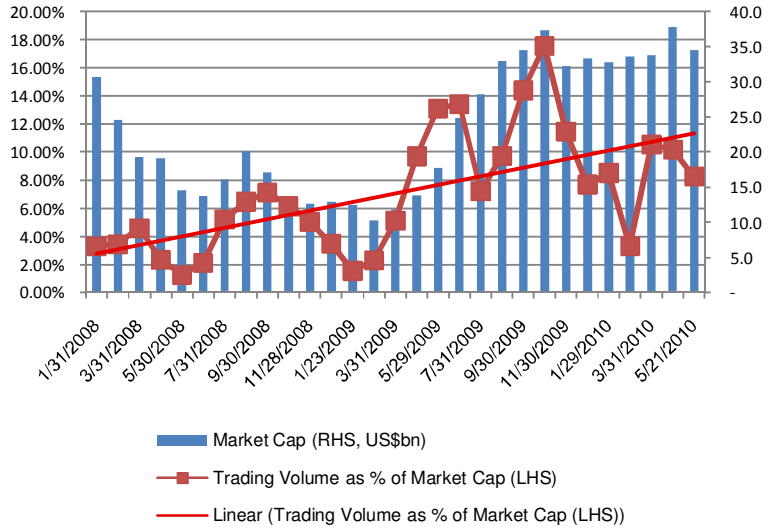
Hình 13b: Thị trường chứng khoán năm 2010



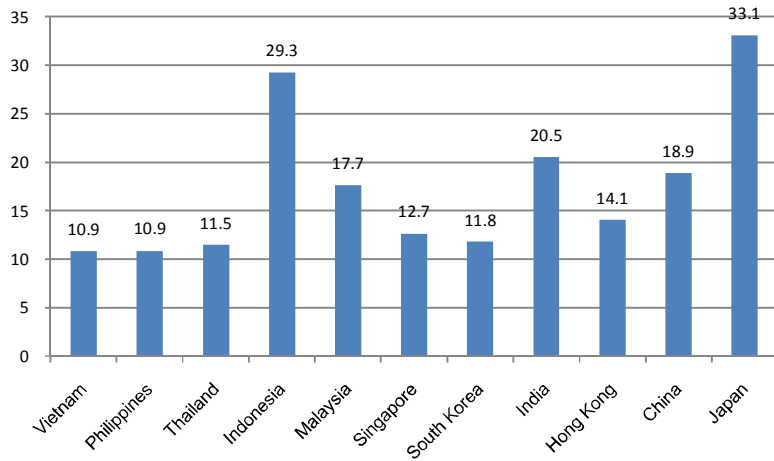
Hình 14a: Giá trị giao dịch tại TTCK Việt nam (tháng)



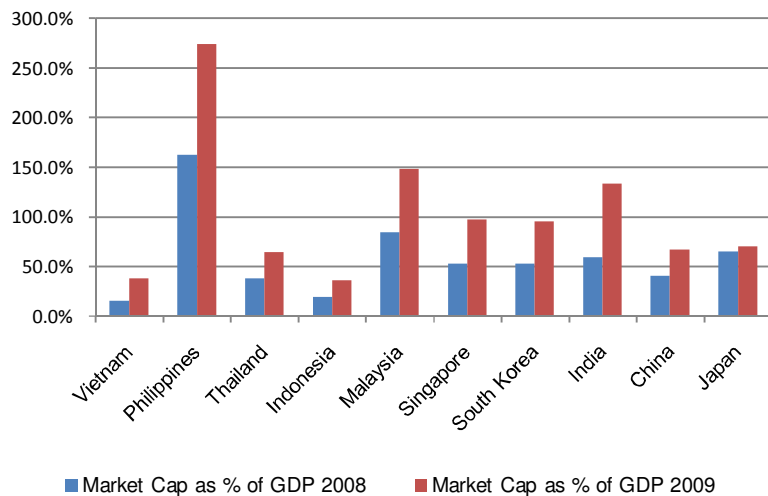
**Hình 14b: Giá trị giao dịch so với vốn hóa**



**Chart 15a: PE tại các thị trường châu Á**



**Hình 15b: Vốn hóa so với tổng GDP**



Hình 16a: Giao dịch nhà đầu tư nước ngoài

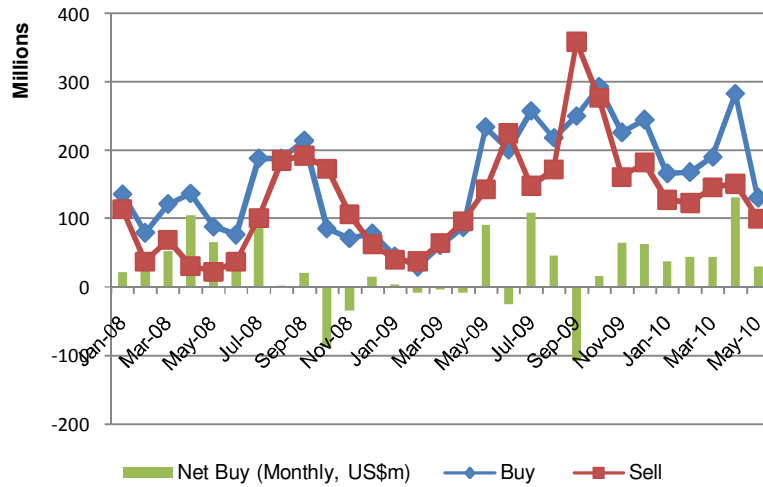
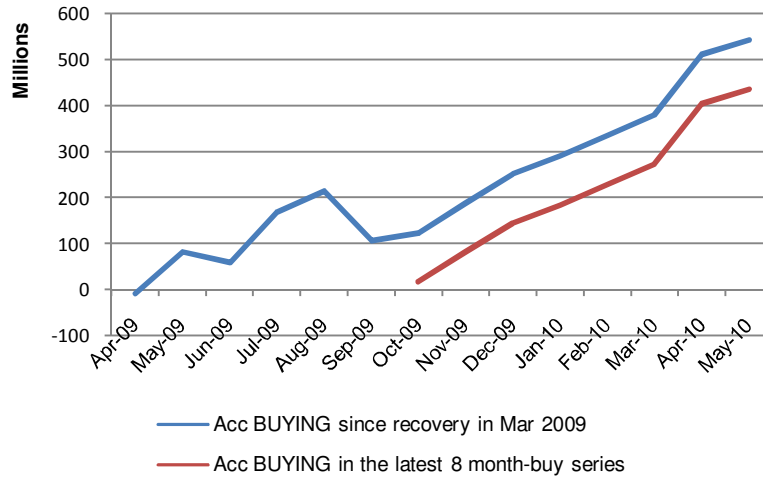
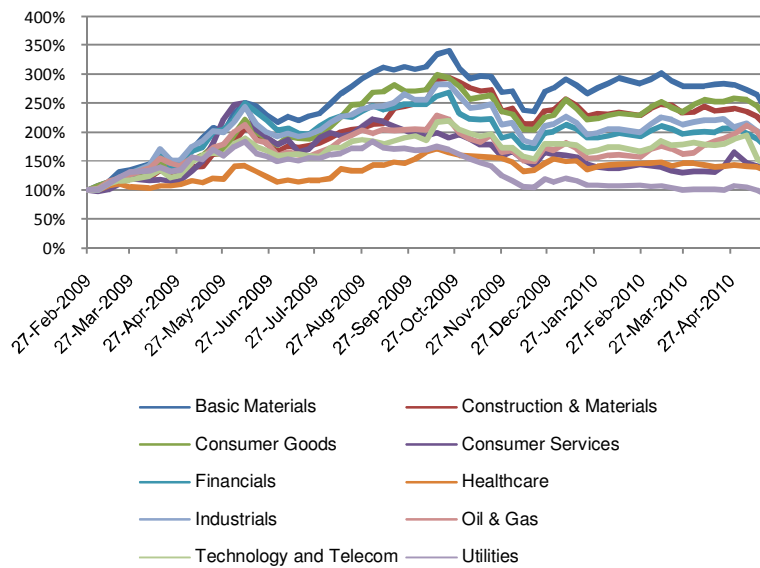
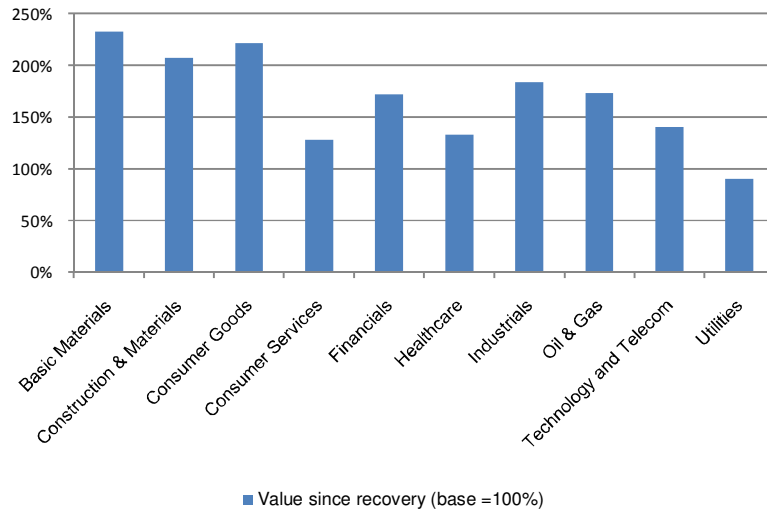
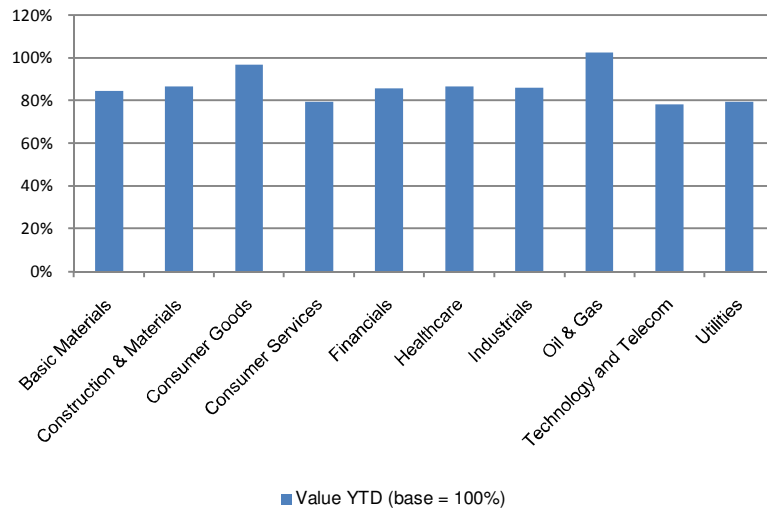


Chart 16b: Mua ròng của nhà đầu tư nước ngoài từ khi hồi phục kinh tế



Hình 17a: Tăng trưởng theo ngành



**Hình 17b: Giá trị so với khi hồi phục 3/2009**

**Hình 17c: Giá trị so với đầu năm 2010**

**PHỤ LỤC SỐ LIỆU: MỘT SỐ CHỈ SỐ KINH TẾ CƠ BẢN NĂM 2010**

|                           | T1    | T2    | T3    | T4    | T5    | T6 |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
| GDP (% YoY)               |       |       | 5,83  |       |       |    |
| Industrial Output (% YoY) | 28,4  | -1,3  | 14    | 13    | 13,8  |    |
| Export (triệu \$)         | 5013  | 3740  | 5592  | 5332  | 6100  |    |
| Import (triệu \$)         | 5958  | 5070  | 6747  | 6494  | 6850  |    |
| Trade Deficit (triệu \$)  | -945  | -1330 | -1155 | -1162 | 750   |    |
| Contracted FDI (triệu \$) | 318   | 1462  | 359,4 | 3800  | 1611  |    |
| Realized FDI (triệu \$)   | 400   | 700   | 1400  | 900   | 1100  |    |
| Inflation (% MoM)         | 1,36  | 1,96  | 0,75  | 0,14  | 0,27  |    |
| Base Rate (%)             | 8     | 8     | 8     | 8     | 8     |    |
| VND/USD (VCB, cuối kì)    | 18479 | 19100 | 19100 | 19000 | 19010 |    |



**Nguyen Tra Lan**

 Email: [nguyentralan@thanglongsc.com.vn](mailto:nguyentralan@thanglongsc.com.vn)

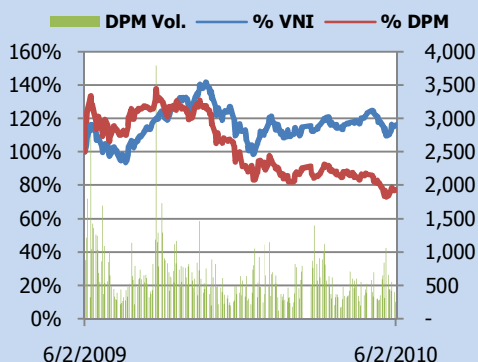
 Mã CK : **DPM** – Sàn niêm yết : **HSX**

 Khuyến nghị : **GIỮ**

 Giá mục tiêu: **33,317 - 34,465 VND**
**THỐNG KÊ CỔ PHIẾU**

|  |             |
|--|-------------|
| Giá ngày 6/4/2010                            | 29,400      |
| Ngành: Nguyên liệu cơ bản,                   |             |
| Mô hình kinh doanh: Sản xuất & phân phối Đạm |             |
| Thời điểm niêm yết                           | 2007        |
| Số cổ phiếu lưu hành                         | 380,000,000 |
| Số cổ phiếu thực tế giao dịch                | 128,422,347 |
| Vốn hóa (tỷ VND)                             | 11,172      |
| Cao nhất 52 tuần (VND)                       | 51,000      |
| Thấp nhất 52 tuần (VND)                      | 27,800      |
| KLGD trung bình 10 ngày                      | 474,779     |
| % thay đổi giá 1 tháng                       | -10.37%     |
| % thay đổi giá 3 tháng                       | -9.54%      |
| % thay đổi giá 6 tháng                       | -19.01%     |
| % thay đổi giá 12 tháng                      | -35.38%     |
| % Sở hữu nước ngoài                          | 18.64%      |
| % Giới hạn sở hữu nước ngoài                 | 49.00%      |
| Beta 52 tuần                                 | 0.99        |

Nguồn: TLS

**Biểu đồ 1:** Biến động giá 12 tháng của DPM & Vnindex


Nguồn: TLS, KL: 000 cp

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH (TỶ VND)**

|                 | 2008  | 2009  | 2010F |
|-----------------|-------|-------|-------|
| Tài sản         | 5,192 | 6,351 | 7,066 |
| Vốn sở hữu      | 4,741 | 5,557 | 6,236 |
| Doanh thu       | 6,475 | 6,639 | 7,163 |
| EBIT            | 1,851 | 1,994 | 1,278 |
| EAT             | 1,384 | 1,357 | 1,247 |
| EPS (VND)       | 3,679 | 3,619 | 3,282 |
| Cổ tức/cổ phiếu | 1,800 | 2,000 | 1,500 |
| P/E             | 8.6   | 9.4   | 9.7   |
| PB              | 2.5   | 2.3   | 1.9   |
| %Tăng doanh thu | 70.2% | 2.5%  | 7.9%  |
| %Tăng EPS       | -2.9% | -1.6% | -9.3% |
| %Lãi biên gộp   | 28.6% | 30.0% | 26.5% |
| %Lãi biên ròng  | 37.8% | 21.4% | 20.5% |
| ROE             | 29.2% | 24.5% | 20.0% |
| ROA             | 26.7% | 21.4% | 17.7% |

Nguồn: DPM, TLS

**Tổng công ty Cổ phần Phân bón và Hóa chất Dầu khí**

June 4, 2010

**Chúng tôi kỳ vọng rằng lợi nhuận sẽ đạt mức 1,247 tỷ đồng cao hơn so với mức lợi nhuận kế hoạch 770 tỷ của HĐQT trong năm nay vì (i) giá bán Urea đã tăng 11.3% so với thời điểm cuối 2009 và chứng lại không giảm, (ii) lượng cung trong nước vẫn chưa đáp ứng được đủ cầu. Với kỳ vọng này, chúng tôi dự báo EPS của công ty cuối năm sẽ là 3,280 VND, và giá hợp lý nên ở khoảng 33,317 – 34,465 VND. Theo hệ thống đánh giá của chúng tôi (xem trang cuối), so với giá hiện tại 29,000 VND, chúng tôi khuyến nghị GIỮ với cổ phiếu này.**

**MÔ TẢ DOANH NGHIỆP**

Là doanh nghiệp có vốn điều lệ 3,800 tỷ, lợi nhuận chưa phân phối kết thúc năm tài khóa 2009 là 1,220 tỷ. Lĩnh vực kinh doanh chính bao gồm: (i) sản xuất phân đạm Urea, (ii) nhập khẩu và phân phối phân đạm, (iii) sản xuất Amoniac lỏng và (iv) điện. Doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2009 tương ứng đạt 6,639 tỷ và 1,357 tỷ. Hai mảng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu là sản xuất Urea và nhập khẩu và phân phối phân đạm, chiếm lần lượt 58.2% và 38.9%, với tổng doanh thu 6,437 tỷ. Kết thúc quý I, doanh thu DPM đạt 1,433 tỷ và lợi nhuận là 394 tỷ, đạt 25.4% và 51.2% kế hoạch năm 2010.

DPM có mô hình kinh doanh tương đối khép kín từ quy trình sản xuất đến tiêu thụ. Hàng năm, DPM đưa ra thị trường tiêu thụ khoảng 1 triệu tấn phân bón Urea, trong đó 75% tự sản xuất và 25% nhập khẩu, tổng thị phần chiếm 50%.

**DIỄN BIẾN MỚI**

**Từ cuối tháng 2, DPM tăng giá bán đạm Urea từ 6,600 VND/kg lên 6,900 VND/kg tăng 11.3% so với thời điểm cuối năm 2009:** Đây là lần tăng giá bán lần thứ 2 kể từ đầu năm. Việc tăng giá này là tất yếu do hai nguyên nhân: (1) DPM không còn được hưởng ưu đãi về giá khí nguyên liệu đầu vào và (2) giá Urea trên thế giới được dự báo tăng so với năm ngoái do chi phí sản xuất có xu hướng tăng.

**Hệ thống thu hồi khí CO2 dự kiến hoàn thành vào cuối năm:** Dự án có tổng giá trị đầu tư 27 triệu USD, sử dụng công nghệ của Nhật Bản. Mục tiêu của hệ thống này là thu CO2 tinh khiết 99.9% từ khói thải của nhà máy nhằm tái sử dụng để sản xuất đạm Urea. Sau khi hoàn thành dự án thu hồi khí CO2 này, công suất của nhà máy sẽ nâng từ 740,000 tấn Urea/năm lên 800,000 tấn Urea/năm.

**Được Tập đoàn dầu khí Việt Nam (PVN) giao đầu tư dự án Nhà máy bao bì Bạc Liêu cùng với Tổng công ty Cổ phần Dịch vụ Tổng hợp Dầu khí (PET):** Ngày 1/4/2010, PVN đã có buổi làm việc với UBND tỉnh Bạc Liêu để thống nhất kế hoạch xây dựng dự án. Nhà máy có tổng công suất 20 triệu bao bì các loại/năm, giá trị đầu tư 100 tỷ đồng.

**ĐỊNH GIÁ**

Với giả định rằng (i) giá bán đầu ra Urea được giữ nguyên ở mức mới nâng là 6.9 triệu VND/tấn, (ii) sản lượng hơn 1 triệu tấn đạm được tiêu thụ hết, chúng tôi dự báo doanh thu sẽ đạt khoảng 7,163 tỷ và EPS năm 2010 sẽ vào khoảng 3,282 VND. Với mức P/E ngành trung bình hiện tại của Việt Nam là 10.15 và trung bình ngành của các nước đang phát triển là 10.5, chúng tôi dự báo giá hợp lý của cổ phiếu này là khoảng 33,317 - 34,465 VND. So với giá hiện tại 29,000 VND/cp, chúng tôi khuyến nghị giữ cổ phiếu này.

**RỦI RO ĐẦU TƯ**

**Biến động giá khí đầu vào:** Biến động giá dầu, khí đầu vào chính đối với sản xuất của DPM, sẽ tác động không nhỏ đến giá thành và lợi nhuận. Giá khí thay đổi từ 2.2 USD lên 3.5 USD/mmBTUs kể từ quý 2. Chúng tôi ước tính, với giá mmBTUs tăng lên 3.5 USD, thì DPM phải chịu tăng chi phí sản xuất thêm 1,200 tỷ đồng.

**Biến động về tỷ giá:** như những năm trước, nhập khẩu khí nguyên liệu mmBTU theo giá USD sẽ là 1 yếu tố tác động không nhỏ đến lợi nhuận của DPM.



**TỔNG HỢP TÀI CHÍNH**

Đơn vị: triệu VND

| Mô hình thu nhập (tr VND)              | 2007               | 2008               | 2009               | 2010F            |
|--|--------------------|--------------------|--------------------|------------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                 | <b>1,619,105</b>   | <b>6,475,368</b>   | <b>6,630,061</b>   | <b>7,163,314</b> |
| Giá vốn hàng bán                       | (982,307)          | (4,624,124)        | (4,644,816)        | (5,265,646)      |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                   | <b>636,797</b>     | <b>1,851,243</b>   | <b>1,985,244</b>   | <b>1,897,668</b> |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i>              | 39.3%              | 28.6%              | 29.9%              | 26.5%            |
| Thu nhập hoạt động khác                | 505                | 6,754              | 19,592             | 19,592           |
| Chi phí bán hàng                       | (39,437)           | (224,595)          | (293,839)          | (322,349)        |
|  | (49,400)           | (221,330)          | (285,306)          | (308,023)        |
| Chi phí QLDN                           |                    |                    |                    | 3)               |
| Chi phí hoạt động khác                 | (1,029)            | (746)              | (9,165)            | (9,165)          |
| <b>Lợi nhuận trước thuế &amp; lãi</b>  | <b>547,437</b>     | <b>1,411,326</b>   | <b>1,416,526</b>   | <b>1,277,723</b> |
| Thu nhập từ đầu tư                     | 44,469             | 143,127            | 181,198            | 181,198          |
| Lãi vay ròng                           | (21,130)           | (53,580)           | (80,672)           | (38,512)         |
| <b>Thu nhập ròng từ tài chính</b>      | <b>23,339</b>      | <b>89,547</b>      | <b>100,526</b>     | <b>137,686</b>   |
| <b>Phần lãi/lỗ từ tỷ liên quan</b>     | <b>570,776</b>     | <b>1,500,873</b>   | <b>1,519,703</b>   | <b>1,417,409</b> |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>            | <b>72</b>          | <b>115,581</b>     | <b>168,419</b>     | <b>170,089</b>   |
| Thuế thu nhập                          | 0.0%               | 6) 7.7%            | 7) 11.1%           | 12.0%            |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>              | <b>570,704</b>     | <b>1,385,292</b>   | <b>1,351,284</b>   | <b>1,247,320</b> |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số           | 1,000              | 3,000              | 1,000              | 1,500            |
| Cổ tức trả (VND/cổ phiếu)              | <b>190,704</b>     | <b>255,808</b>     | <b>975,613</b>     | <b>680,567</b>   |
| Số cổ phiếu bình quân (m)              | 380,000,000        | 378,247,358        | 376,082,553        | 377,835,196      |
| Số cổ phiếu cuối năm (m)               | 1,502              | 3,679              | 3,597              | 3,282            |
| Thu nhập/cổ phiếu (VND)                | 1,000              | 3,000              | 1,000              | 1,500            |
| Cổ tức cổ phiếu thường (VND)           | 66.6%              | 81.5%              | 27.8%              | 45.7%            |
| <i>Tỷ lệ trả cổ tức/LN (cp thường)</i> |                    |                    |                    |                  |
| <b>Báo cáo dòng tiền</b>               | <b>2007</b>        | <b>2008</b>        | <b>2009</b>        | <b>2010F</b>     |
| Lợi nhuận ròng                         | 570,704            | 1,385,292          | 1,351,284          | 1,247,320        |
| Điều chỉnh tăng giảm:                  |                    |                    |                    |                  |
| Khấu hao                               | 2,775,206          | 1,076,821          | 1,037,821          | 1,088,777        |
| Thay đổi hàng tồn kho                  | (400,698)          | (710,611)          | 542,055            | (373,718)        |
| Thay đổi khoản phải thu                | (94,527)           | (543,952)          | 361,917            | (134,096)        |
| Thay đổi khoản phải trả                | 781,166            | (346,558)          | 102,968            | 11,650           |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động KD</b>       | <b>3,631,850</b>   | <b>860,992</b>     | <b>3,396,045</b>   | <b>1,839,933</b> |
|  | (6,021,751)        | (124,610)          | (774,602)          | (600,000)        |
| Thay đổi TSCĐ hữu hình                 | -                  | -                  | (115,000)          | 0)               |
| Thay đổi đầu tư ngắn hạn               | -                  | -                  | (115,000)          | -                |
| Thay đổi đầu tư dài hạn                | (24,425)           | (181,111)          | (247,611)          | 600,000          |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động Đ.Tư</b>     | <b>(6,046,176)</b> | <b>(305,721)</b>   | <b>(1,137,212)</b> | <b>-</b>         |
| Cổ phần phát hành                      | 3,800,000          | 110,436            | 349,085            | -                |
| Thay đổi các quỹ khác                  | 6,456              | 25,188             | 16,065             | 20,000           |
| Thay đổi các khoản nợ vay              | 580,104            | (576,083)          | 24,026             | -                |
| Thay đổi nợ dài hạn                    | 117                | 12,201             | 216,382            | -                |
| Chia cổ tức cho cổ đông                | -                  | (1,178,654)        | (900,453)          | (566,753)        |
| <b>Dòng tiền hoạt động T.chính</b>     | <b>4,386,678</b>   | <b>(1,606,911)</b> | <b>(294,895)</b>   | <b>(546,753)</b> |
| <b>Dòng tiền thuần</b>                 | <b>1,972,352</b>   | <b>(1,051,640)</b> | <b>1,963,938</b>   | <b>1,293,180</b> |
| Tiền mặt đầu kỳ                        | -                  | 1,972,352          | 920,712            | 2,908,273        |
| <b>Tiền mặt cuối kỳ</b>                | <b>1,972,352</b>   | <b>920,712</b>     | <b>2,884,651</b>   | <b>4,201,453</b> |
| <b>Dòng tiền thuần dự phóng</b>        | <b>2,007</b>       | <b>2,008</b>       | <b>2,009</b>       | <b>2010F</b>     |
| Lợi nhuận ròng                         | 570,704            | 1,385,292          | 1,351,284          | 1,247,320        |
| Cộng thêm chi phí khấu hao             | 2,775,206          | 1,076,821          | 1,037,821          | 1,088,777        |
| (-) tăng TSLĐ, không kể tiền mặt       | (495,225)          | (1,254,563)        | 903,972            | (507,814)        |
| (+) tăng VNNH                          | 1,361,270          | (922,641)          | 126,993            | 11,650           |
| (+) Tăng giảm TSCĐ                     | (5,528,620)        | (59,083)           | (320,923)          | (600,000)        |
| <b>Dòng tiền thuần dự phóng</b>        | <b>(1,316,666)</b> | <b>225,826</b>     | <b>3,099,148</b>   | <b>1,273,823</b> |

| Bảng cân đối kế toán (tr VND)        | 2007             | 2008             | 2009             | 2010            |
|--------------------------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>              |                  |                  |                  |                 |
| Tiền và tương đương tiền             | 1,972,352        | 942,714          | 2,906,125        | 4,201,453       |
| 1) Đầu tư tài chính                  | 2) 0             | 3) 0             | 4) 115,000       | 115,000         |
| Khoản phải thu                       | 59,503           | 573,161          | 191,371          | 317,53          |
| Hàng tồn kho                         | 400,698          | 1,111,309        | 569,253          | 942,97          |
| Trả trước và tài sản khác            | 35,024           | 65,319           | 85,191           | 93,12           |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>         | <b>2,467,577</b> | <b>2,692,502</b> | <b>3,866,941</b> | <b>5,670,08</b> |
| <b>Tài sản máy móc thiết bị</b>      |                  |                  |                  |                 |
| Nguyên giá                           | 5,528,620        | 5,587,703        | 5,908,626        | 6,508,62        |
| Trừ khấu hao lũy kế                  | (2,775,206)      | (3,852,027)      | (4,889,848)      | (5,978,626)     |
| Tài sản thiết bị ròng                | 2,753,414        | 1,735,676        | 1,018,777        | 530,00          |
| Tài sản dài hạn khác                 | 517,556          | 764,194          | 1,465,483        | 865,48          |
| <b>Tổng tài sản</b>                  | <b>5,738,548</b> | <b>5,192,372</b> | <b>6,351,202</b> | <b>7,065,56</b> |
| <b>Nợ ngắn hạn</b>                   |                  |                  |                  |                 |
| Vay ngắn hạn                         | 580,104          | 4,021            | 28,047           | 28,04           |
| Khoản phải trả                       | 335,455          | 319,796          | 420,239          | 420,28          |
| Nợ khác                              | 445,711          | 114,812          | 117,337          | 128,94          |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>              | <b>1,361,270</b> | <b>438,629</b>   | <b>565,622</b>   | <b>577,27</b>   |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>                |                  |                  |                  |                 |
| Cổ phiếu thường                      | 3,800,000        | 3,800,000        | 3,800,000        | 3,800,00        |
| Quỹ đầu tư phát triển                | -                | 87,293           | 302,966          | 302,96          |
| Lợi nhuận để lại                     | 570,704          | 777,342          | 1,228,173        | 1,908,74        |
| Người ngân sách và quỹ khác          | 6,456            | 54,788           | 204,265          | 224,26          |
| <b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>      | <b>0</b>         | <b>22,002</b>    | <b>21,474</b>    | <b>23,62</b>    |
| <b>Tổng nguồn vốn</b>                | <b>5,738,548</b> | <b>5,192,372</b> | <b>6,351,202</b> | <b>7,065,56</b> |
| <b>Tăng trưởng &amp; tỷ suất (%)</b> | <b>2007</b>      | <b>2008</b>      | <b>2009</b>      | <b>2010</b>     |
| <b>Tăng trưởng Doanh thu</b>         | 24.7%            | 299.9%           | 2.4%             | 7.9%            |
| <b>Tăng trưởng EBITDA</b>            | 232.6%           | 58.4%            | 19.8%            | 14.9%           |
| <b>Tăng trưởng EBIT</b>              | 12.4%            | 157.8%           | 0.4%             | -10.3%          |
| <b>Tăng trưởng lợi nhuận ròng</b>    | 24.0%            | 142.7%           | -2.5%            | -8.3%           |
| <b>Tăng trưởng EPS</b>               | -16.1%           | 145.0%           | -2.2%            | -9.3%           |
| <b>Tỷ suất LN gộp</b>                | 39.6%            | 28.6%            | 29.9%            | 26.5%           |
| <b>Tỷ suất EBITDA</b>                | 110.2%           | 81.3%            | 95.1%            | 101.3%          |
| <b>Tỷ suất EBIT</b>                  | 37.2%            | 21.8%            | 21.4%            | 17.8%           |
| <b>Các chỉ số</b>                    | <b>2,007</b>     | <b>2,008</b>     | <b>2,009</b>     | <b>2010</b>     |
| <b>ROE</b>                           | 13.0%            | 29.2%            | 24.3%            | 20.0%           |
| <b>ROA</b>                           | 9.9%             | 26.7%            | 21.3%            | 17.7%           |
| <b>Số ngày hàng tồn kho</b>          | 148.9            | 87.7             | 44.7             | 65.             |
| <b>Số ngày khoản phải thu</b>        | 13.4             | 32.3             | 10.5             | 16.             |
| <b>Số ngày khoản phải trả</b>        | 124.6            | 25.2             | 33.0             | 29.             |
| <b>Vay nợ ròng/VCSH</b>              | 0.3              | 0.1              | 0.1              | 0.              |
| <b>Độ che phủ lãi vay - EBIT(x)</b>  | 25.9             | 26.3             | 17.6             | 33.             |
| <b>Định giá so sánh</b>              | <b>2007</b>      | <b>2008</b>      | <b>2009</b>      | <b>2010</b>     |
| <b>P/E</b>                           | 9.4              | 8.6              | 9.5              | 9.              |
| <b>PB</b>                            | 2.7              | 2.5              | 2.3              | 1.              |
| <b>Lợi suất cổ tức</b>               | 10%              | 30%              | 10%              | 4.7%            |
| 4                                    | 1.5              | 1.6              | 1.7              | 1.8             |

Nguồn: TLS

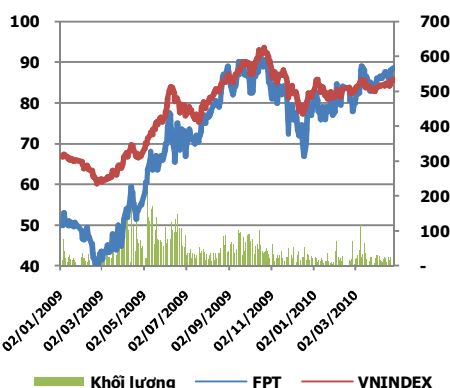
**Phạm Đặng Mạnh Hồng Lân,**  
**Chuyên viên Phân tích**  
 Email: [honglan@thanglongsc.com.vn](mailto:honglan@thanglongsc.com.vn)

Mã: **FPT**- Sàn: **HSX**

Ý kiến phân tích: **GIỮ**  
**Giá mục tiêu: 71,175 VND**

**THÔNG KÊ CỔ PHIẾU**

|   |             |
|---|-------------|
| Giá ngày 6/4/2010                                     | 66,000      |
| Ngành: CNTT- Viễn thông- Thương mại-Giao dịch- Đầu tư |             |
| Mô hình kinh doanh: Tập đoàn (Holdings)               |             |
| Niêm yết từ   | 13/12/2006  |
| Số cổ phiếu lưu hành                                  | 191,397,734 |
| Số cổ phiếu thực tế giao dịch                         | 190,495,519 |
| Vốn hóa (tỷ VND)                                      | 12,537      |
| Giá cao 52 tuần (VND)                                 | 94,000      |
| Giá thấp 52 tuần (VND)                                | 58,000      |
| KLGD trung bình 10 ngày                               | 250,552     |
| % Thay đổi giá 1 tháng                                | -1.3%       |
| % Thay đổi giá 3 tháng                                | 12%         |
| % Thay đổi giá 6 tháng                                | 17.4%       |
| % Thay đổi giá 12 tháng                               | 33.1%       |
| % Sở hữu nước ngoài                                   | 38.6%       |
| % Giới hạn sở hữu nước ngoài                          | 49%         |
| Beta 52 tuần  | 1.01        |
| Nguồn: TLS  |             |
| (% thay đổi giá được tính trên giá đã điều chỉnh)     |             |



**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

|                 | 2008   | 2009   | Q1/2010 |
|-----------------|--------|--------|---------|
| Tài sản         | 6,125  | 10,395 | 10,423  |
| Vốn sở hữu      | 2,898  | 3,718  | 4,098   |
| Doanh thu       | 16,381 | 18,404 | 4,272   |
| EBIT            | 1,577  | 1,885  | 529.39  |
| EAT             | 1,051  | 1,406  | 384.41  |
| Trailing EPS    | 5,959  | 7,498  | 7,949   |
| Cổ tức          | 2,600  | 2,500  | -       |
| PE              | 6x     | 10x    | 11x     |
| PB              | 2.43x  | 3.05x  | 3.10x   |
| %Tăng doanh thu | 21%    | 12%    | 8.7%    |
| % Tăng EPS      | -26%   | 26%    | 29.8%   |
| % Lãi biên gộp  | 18.2%  | 20.0%  | 23.6%   |
| % Lãi biên ròng | 6.4%   | 7.6%   | 9.0%    |
| ROA             | 17.2%  | 13.5%  | 3.69%   |
| ROE             | 36.3%  | 37.8%  | 9.38%   |
| Lãi cổ tức      | 5.2%   | 3.2%   | -       |

(ROA, ROE của Q1/2010 là số liệu của 1 quý)  
 Nguồn : FPT, TLS

**CÔNG TY CỔ PHẦN FPT – FPT (HSX) – June 4, 2010**

**Chúng tôi xác định mức giá hợp lý của FPT ở thời điểm hiện tại là 71,175 đồng/cổ phiếu, cao hơn 8.66% so với mức giá 65,500 đồng ngày 02/06/2010 dựa trên : (1) sự phục hồi và tăng trưởng ngành Công nghệ thông tin – Viễn thông, (2) vị thế dẫn đầu của FPT trong ngành . Chúng tôi khuyến nghị GIỮ cổ phiếu này.**

**THÔNG TIN CHUNG**

Thành lập ngày 13/09/1988, FPT là Tập đoàn Công nghệ thông tin và Viễn thông hàng đầu Việt Nam với các mảng kinh doanh cốt lõi là viễn thông, công nghiệp nội dung và các dịch vụ công nghệ thông tin. FPT là doanh nghiệp tư nhân lớn nhất Việt Nam theo xếp hạng của VNR500 từ năm 2007 đến nay. Kết thúc năm tài chính 2009, doanh số toàn tập đoàn đạt mức 18,751 tỷ đồng (tương đương trên 1 tỷ USD).

FPT được hưởng lợi nhiều từ quá trình hoạt động trong các lĩnh vực có tốc độ và tiềm năng tăng trưởng rất hấp dẫn và nhanh chóng trở thành doanh nghiệp dẫn đầu ngành. Việt Nam là nước có sự cải thiện rất đáng kể về vị thế trên bản đồ Công nghệ thông tin – Viễn thông (CNTT-VT) thế giới: Top 10 quốc gia hấp dẫn nhất về gia công phần mềm, Top 30 thế giới về tốc độ phát triển internet... Ngoài ra, CNTT-VT là ngành luôn được Nhà Nước coi là một ngành kinh tế chủ lực và mũi nhọn.

**CẬP NHẬT T4/2010**

**Kết quả kinh doanh 4T/2010 rất khả quan.** Kết thúc tháng 4 năm 2010, doanh thu lũy kế của Tập đoàn đạt 5,890 tỷ đồng tăng 15.5% so với cùng kỳ. Lợi nhuận trước thuế tập đoàn đạt 608 tỷ đồng, tăng 30.2% so với cùng kỳ. Lãi cơ bản trên cổ phiếu tập đoàn trong 4 tháng đạt 2,700 đồng. Ngày 11/05 là ngày giao dịch không hưởng quyền nhận cổ tức bằng cổ phiếu từ lợi nhuận năm 2009 theo tỉ lệ 3:1 (cổ đông sở hữu 3 cổ phiếu sẽ nhận cổ tức bằng 1 cổ phiếu).

**Tòa nhà FPT Đà Nẵng khai trương ngày 11/01/2010 tại khu công nghiệp Massda, Đà Nẵng.** Được xây dựng trên diện tích 1,800m2, tòa nhà có thể đáp ứng chỗ làm cho 1,200 nhân viên hoạt động trong ngành CNTT. FPT sẽ tiếp tục đầu tư 1 tỷ USD xây dựng FPT City rộng 18 ha (công ty đã nhận bàn giao 15/18 ha) tại Đà Nẵng.

**FPT xác định M&A là định hướng chiến lược trong năm 2010.** Hiện FPT đang xem xét, đánh giá và đàm phán với một vài công ty có khả năng đem lại lợi nhuận ở những mảng cốt lõi của FPT để tiến hành mua bán sáp nhập (M&A). Ngoài ra, công ty có dự kiến tiến hành niêm yết một số công ty con như FPT Soft, FPT Trading, FIS... Công ty dự kiến vốn cho hoạt động M&A là 500 tỷ, trong đó 300 tỷ từ nguồn trái phiếu phát hành trong năm 2009. Hoạt động M&A giúp công ty hạn chế đối thủ cạnh tranh tiềm năng, mở rộng thị phần và quan trọng nhất là tận dụng nguồn nhân lực của các công ty đối tác.

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

Chúng tôi xác định quan điểm nắm giữ cổ phiếu FPT trên 2 lý do:

Thứ nhất, sau giai đoạn suy thoái của năm 2009, ngành Công nghệ thông tin – Viễn thông năm 2010 của thế giới nói chung và Việt Nam được nhận định sẽ có những bước hồi phục và tăng trưởng mạnh mẽ. Ngoài ra, sự ủng hộ của Chính phủ là một lợi thế đặc biệt của ngành.

Thứ hai, là một tập đoàn Công nghệ thông tin – Viễn thông tư nhân lớn nhất Việt Nam, hoạt động ở đa dạng các lĩnh vực có sự tương tác, hỗ trợ lẫn nhau của ngành CNTT- Viễn thông, sở hữu một mạng lưới khách hàng rộng khắp, đa dạng tại Việt Nam và thế giới, FPT có lợi thế hơn các công ty khác trong việc tận dụng tăng trưởng ngành để duy trì và nâng cao tốc độ tăng trưởng của tập đoàn.

**ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi đánh giá cổ phiếu FPT đang được giao dịch ở mức giá hợp lý. Giá trị hợp lý của 1 cổ phiếu FPT vào thời điểm hiện tại được chúng tôi xác định là **71,175 đồng/cổ phiếu**, tương đương mức tăng trưởng 7.84% so với mức giá 66,000 đồng ngày 02/06/2010.

**RỦI RO CHÍNH**

Chúng tôi xác định công ty có 2 nhóm rủi ro chính:

Rủi ro liên quan đến ngành Công nghệ thông tin – Viễn thông: Công ty hoạt động trong lĩnh vực mà có rủi ro khá cao phát sinh từ việc công nghệ thay đổi mạnh mẽ và tính cạnh tranh trong ngành khá cao. Ngoài ra, công ty còn chịu rủi ro về hạ tầng mạng.

Rủi ro liên quan đến Công ty: Công ty đang trong quá trình tái cơ cấu, tăng trưởng mạnh mẽ. Quá trình này tiềm ẩn những rủi ro về tài chính, kiểm soát... Quá trình tái cơ cấu cũng khiến công ty phụ

thuộc nhiều vào đội ngũ cán bộ cấp cao hiện tại và nguồn nhân lực trình độ cao. Ngoài ra, công ty cũng phải đương đầu với rủi ro liên quan đến tỉ giá và rủi ro trong việc duy trì giấy phép kinh doanh.

**TỔNG HỢP TÀI CHÍNH**

| Mô hình lợi nhuận( tỷ VND)              | 2007          | 2008          | 2009           | 2010E          |
|---|---------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                  | <b>13,499</b> | <b>16,381</b> | <b>18,404</b>  | <b>21,294</b>  |
| Giá vốn hàng bán                        | (11,537)      | (13,403)      | (14,719)       | (17,030)       |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                    | <b>1,961</b>  | <b>2,978</b>  | <b>3,685</b>   | <b>4,264</b>   |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i>               | 14.53%        | 18.18%        | 20.02%         | 20.02%         |
| Thu nhập hoạt động khác                 | 105           | 191           | 186            | -              |
| Chi phí bán hàng                        | (385)         | (527)         | (527)          | (596)          |
| Chi phí QLDN                            | (600)         | (963)         | (1,306)        | (1,267)        |
| Chi phí hoạt động khác                  | (29)          | (102)         | (152)          | -              |
| <b>Lợi nhuận trước thuế&amp;lãi vay</b> | <b>1,052</b>  | <b>1,577</b>  | <b>1,885</b>   | <b>2,401</b>   |
| Thu nhập từ đầu tư                      | 49            | 197           | 188            | 188            |
| Lãi vay ròng                            | (72)          | (495)         | (445)          | (571)          |
| <b>Thu nhập ròng từ tài chính</b>       | <b>(23)</b>   | <b>(298)</b>  | <b>(257)</b>   | <b>(383)</b>   |
| <b>Phân lãi/lỗ từ cty liên quan</b>     | <b>0</b>      | <b>40</b>     | <b>70</b>      | <b>0</b>       |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>             | <b>1,029</b>  | <b>1,240</b>  | <b>1,698</b>   | <b>2,017</b>   |
| Thuế thu nhập                           | (149)         | (189)         | (292)          | (403)          |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>               | <b>880</b>    | <b>1,051</b>  | <b>1,406</b>   | <b>1,614</b>   |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số            | 143           | 215           | 343            | 400            |
| Cổ tức trả (VND/cổ phiếu)               | 332           | 367           | 359            | 359            |
| Lợi nhuận giữ lại                       | 405           | 469           | 704            | 855            |
| Số cổ phiếu bình quân (m)               | 91.686        | 140.328       | 141.823        | 239.252        |
| Số cổ phiếu cuối năm (m)                | 92.335        | 140.979       | 143.551        | 239.252        |
| Thu nhập/cổ phiếu (VND)                 | 8,043         | 5,959         | 7,498          | 5,074          |
| Cổ tức cổ phiếu thường (VND)            | 3,600         | 2,600         | 2,500          | 1,500          |
| <i>Tỷ lệ trả cổ tức/LN (cp thường)</i>  | <i>45.07%</i> | <i>43.85%</i> | <i>33.75%</i>  | <i>29.6%</i>   |
| <b>Báo cáo dòng tiền</b>                | <b>2007</b>   | <b>2008</b>   | <b>2009</b>    | <b>2010E</b>   |
| Lợi nhuận ròng                          | 880           | 1,051         | 1,406          | 1,614          |
| Điều chỉnh tăng giảm:                   |               |               |                |                |
| Khấu hao                                | 162           | 175           | 210            | 530            |
| Thay đổi hàng tồn kho                   | (874)         | 204           | (202)          | (207)          |
| Thay đổi khoản phải thu                 | (198)         | (173)         | (1,131)        | (489)          |
| Thay đổi khoản phải trả                 | 843           | 145           | 522            | 1,758          |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động KD</b>        | <b>814</b>    | <b>1,403</b>  | <b>805</b>     | <b>3,206</b>   |
| Thay đổi TSCĐ hữu hình                  | (503)         | (660)         | (840)          | (1,160)        |
| Thay đổi đầu tư ngắn hạn                | 0             | 0             | (620)          | 0              |
| Thay đổi đầu tư dài hạn                 | (309)         | 32            | (620)          | (244)          |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động Đ.Tư</b>      | <b>(811)</b>  | <b>(629)</b>  | <b>(2,080)</b> | <b>(1,404)</b> |
| Cổ phần phát hành                       | 540           | 1,097         | 817            | 1,141          |
| Thay đổi các quỹ khác                   | 0             | (470)         | 0              | 85             |
| Thay đổi các khoản nợ vay               | 471           | (13)          | 997            | 0              |
| Thay đổi nợ dài hạn                     | 60            | (62)          | 1,907          | 0              |
| Chia cổ tức cho cổ đông                 | (847)         | (980)         | (1,378)        | (1,801)        |
| <b>Dòng tiền hoạt động T.chính</b>      | <b>224</b>    | <b>(427)</b>  | <b>2,343</b>   | <b>(575)</b>   |
| <b>Dòng tiền thuần</b>                  | <b>226</b>    | <b>347</b>    | <b>1,068</b>   | <b>1,227</b>   |
| Tiền mặt đầu kỳ                         | 669           | 896           | 1,243          | 2,311          |
| <b>Tiền mặt cuối kỳ</b>                 | <b>896</b>    | <b>1,243</b>  | <b>2,311</b>   | <b>3,538</b>   |
| <b>Dòng tiền thuần dự phóng</b>         |               |               |                |                |
| Lợi nhuận ròng                          | 880           | 1,051         | 1,406          | 1,614          |
| Cộng thêm chi phí khấu hao              | 162           | 175           | 210            | 530            |
| (-)tăng TSLĐ, không kể tiền mặt         | (1,072)       | 31            | (1,332)        | (696)          |
| (+) tăng VNNH                           | 1,325         | 158           | 1,544          | 6,524          |
| (-) tăng nguyên giá TSMMTB              | (502)         | (282)         | (727)          | (1,160)        |
| <b>Dòng tiền thuần</b>                  | <b>793</b>    | <b>1,133</b>  | <b>1,100</b>   | <b>6,812</b>   |

| Bảng Cân Đối Kế Toán (tỷ VND)        | 2007          | 2008           | 2009          | 2010E         |
|--------------------------------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>              |               |                |               |               |
| Tiền & tương đương tiền              | 896           | 1,243          | 2,311         | 3,538         |
| Đầu tư tài chính                     | 0             | 0              | 620           | 620           |
| Khoản phải thu                       | 1,828         | 1,994          | 2,546         | 2,917         |
| Hàng tồn kho                         | 1,428         | 1,224          | 1,426         | 1,633         |
| Chi phí trả trước, TSNH khác         | 191           | 198            | 777           | 894           |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>         | <b>4,343</b>  | <b>4,658</b>   | <b>7,679</b>  | <b>9,602</b>  |
| <b>Tài sản máy móc thiết bị</b>      |               |                |               |               |
| Nguyên giá                           | 1,009         | 1,291          | 2,018         | 3,178         |
| Trừ khấu hao lũy kế                  | (377)         | (552)          | (762)         | (1,292)       |
| Đầu tư tài chính dài hạn             | 642           | 961            | 1,639         | 2,269         |
| Tài sản máy móc thiết bị ròng        | 322           | 290            | 916           | 1,160         |
| Tài sản dài hạn khác                 | 50            | 216            | 163           | 162           |
| <b>Tổng Tài Sản</b>                  | <b>5,356</b>  | <b>6,125</b>   | <b>10,395</b> | <b>13,193</b> |
| <b>Vay nợ ngắn hạn</b>               |               |                |               |               |
| Vay ngắn hạn                         | 1,249         | 1,237          | 2,234         | 2,234         |
| Khoản phải trả                       | 1,060         | 1,058          | 1,239         | 2,799         |
| Nợ khác                              | 755           | 928            | 1,293         | 1,491         |
| <b>Tổng vay nợ ngắn hạn</b>          | <b>3,065</b>  | <b>3,222</b>   | <b>4,766</b>  | <b>6,524</b>  |
| <b>Vay nợ dài hạn</b>                | <b>67</b>     | <b>5</b>       | <b>1,912</b>  | <b>1,912</b>  |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>                | <b>2,225</b>  | <b>2,898</b>   | <b>3,718</b>  | <b>3,857</b>  |
| Cổ phiếu thường                      | 924           | 1,412          | 1,438         | 2,395         |
| Quỹ đầu tư phát triển                | 59            | 111            | 118           | 204           |
| Lợi nhuận giữ lại                    | 432           | 798            | 1,391         | 1,204         |
| Cổ phiếu Quỹ                         | 0             | (2)            | (3)           | (3)           |
| Nguồn ngân sách & quỹ khác           | 3             | 3              | 3             | 3             |
| <b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>      | <b>283</b>    | <b>521</b>     | <b>716</b>    | <b>900</b>    |
| <b>Tổng vay nợ &amp; VCSH</b>        | <b>5,356</b>  | <b>6,125</b>   | <b>10,395</b> | <b>13,193</b> |
| <b>Tăng trưởng &amp; tỷ suất (%)</b> |               |                |               |               |
| <b>Tăng trưởng Doanh thu</b>         | <b>18%</b>    | <b>21%</b>     | <b>12%</b>    | <b>16%</b>    |
| <b>Tăng trưởng EBITDA</b>            | <b>58%</b>    | <b>44%</b>     | <b>20%</b>    | <b>40%</b>    |
| <b>Tăng trưởng EBIT</b>              | <b>57%</b>    | <b>50%</b>     | <b>20%</b>    | <b>27%</b>    |
| <b>Tăng trưởng lợi nhuận ròng</b>    | <b>64%</b>    | <b>19%</b>     | <b>34%</b>    | <b>15%</b>    |
| <b>Tăng trưởng EPS</b>               | <b>0.4%</b>   | <b>(26%)</b>   | <b>26%</b>    | <b>(32%)</b>  |
| <b>Tỷ suất LN gộp</b>                | <b>15%</b>    | <b>18%</b>     | <b>20%</b>    | <b>20%</b>    |
| <b>Tỷ suất EBITDA</b>                | <b>9%</b>     | <b>11%</b>     | <b>11%</b>    | <b>14%</b>    |
| <b>Tỷ suất EBIT</b>                  | <b>8%</b>     | <b>10%</b>     | <b>10%</b>    | <b>11%</b>    |
| <b>Các chỉ số</b>                    |               |                |               |               |
| <b>ROE</b>                           | <b>40%</b>    | <b>36%</b>     | <b>38%</b>    | <b>42%</b>    |
| <b>ROA</b>                           | <b>16%</b>    | <b>17%</b>     | <b>14%</b>    | <b>12%</b>    |
| <b>Số ngày hàng tồn kho</b>          | <b>45</b>     | <b>33</b>      | <b>35</b>     | <b>35</b>     |
| <b>Số ngày khoản phải thu</b>        | <b>49</b>     | <b>44</b>      | <b>50</b>     | <b>50</b>     |
| <b>Số ngày khoản phải trả</b>        | <b>52</b>     | <b>52</b>      | <b>60</b>     | <b>60</b>     |
| <b>Vay nợ ròng/VCSH</b>              | <b>18.89%</b> | <b>(0.03%)</b> | <b>49.36%</b> | <b>15.76%</b> |
| <b>Độ che phủ lãi vay - EBIT(x)</b>  | <b>24.5x</b>  | <b>20.4x</b>   | <b>20.2x</b>  | <b>10.9x</b>  |
| <b>Định giá so sánh</b>              |               |                |               |               |
| <b>PE</b>                            | <b>28x</b>    | <b>6x</b>      | <b>10x</b>    | <b>11.2x</b>  |
| <b>PB</b>                            | <b>9.25x</b>  | <b>2.43x</b>   | <b>3.05x</b>  | <b>3.54x</b>  |
| <b>Lợi suất cổ tức</b>               | <b>1.6%</b>   | <b>5.2%</b>    | <b>3.2%</b>   | <b>2.6%</b>   |

Lưu ý: TSLĐ = tài sản lưu động; VNNH = vay nợ ngắn hạn; TSMMTB = Tài sản máy móc thiết bị; TSNH: Tài Sản Ngắn Hạn; VCSH: vốn chủ sở hữu; EBIT: lợi nhuận trước thuế và lãi vay; EBITDA: Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao  
 Nguồn: Chứng Khoán Thăng Long

**Nguyen Tra Lan**

 Email: [nguyentran@thanglongsc.com.vn](mailto:nguyentran@thanglongsc.com.vn)

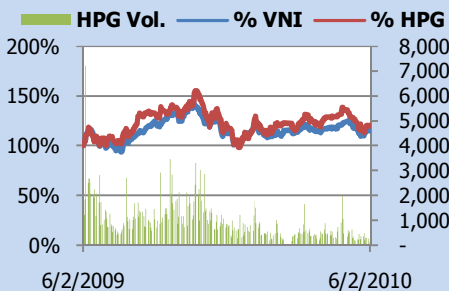
 Mã : **HPG** – Sàn giao dịch : **HSX**

 Khuyến nghị: **MUA**

 Vùng giá mục tiêu: **VND 49,000 –53,300**
**THỐNG KÊ CỔ PHIẾU**

|  |             |
|--|-------------|
| Giá ngày 6/4/2010                            | 42,000      |
| Ngành: Vật liệu cơ bản                       |             |
| Mô hình kinh doanh: Tổ hợp công nghiệp & BĐS |             |
| Thời điểm niêm yết                           | 2007        |
| Số CP lưu hành                               | 294,545,997 |
| Số CP thực tế giao dịch                      | 179,643,604 |
| Vốn hóa (billion VND)                        | 12,371      |
| Cao nhất 52 tuần (VND)                       | 54,000      |
| Thấp nhất 52 tuần (VND)                      | 34,300      |
| KLGD trung bình 10 ngày                      | 295,142     |
| % Thay đổi giá 1 tháng                       | -11.76%     |
| % Thay đổi giá 3 tháng                       | 0.00%       |
| % Thay đổi giá 6 tháng                       | 0.72%       |
| % Thay đổi giá 12 tháng                      | 20.00%      |
| % Sở hữu NN                                  | 34.08%      |
| % Giới hạn sở hữu NN                         | 49%         |
| Beta 52 tuần                                 | 1.07        |

Nguồn: TLS

 Đồ thị: % tăng trưởng của HPG so với VNI trong 12 tháng  
(KL: nghìn Cp)


Nguồn: TLS

|                      | VND        | USD   |
|----------------------|------------|-------|
| <b>TP chuyển đổi</b> |            |       |
| Giá trị (bn)         | 1,120      | 0.590 |
| Giá chuyển đổi       | 56,000     | 3.0   |
| Ngày đáo hạn         | 11/30/2010 |       |

Nguồn: HPG, tỷ giá ngày 07/05/2010

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH (TỶ VND)**

|                  | 2008   | 2009   | 2010E  |
|------------------|--------|--------|--------|
| Tài sản          | 5,639  | 10,243 | 14,298 |
| Vốn chủ          | 4,364  | 5,165  | 7,148  |
| Doanh thu        | 8,365  | 8,123  | 13,749 |
| EBIT             | 1,258  | 1,976  | 2,674  |
| EAT              | 848    | 1,270  | 1,720  |
| EPS              | 4,328  | 6,471  | 5,333  |
| Cổ tức/CP        | 3,000  | 1,000  | 3,000  |
| PE               | 7.3    | 8.8    | 10.3   |
| PB               | 1.4    | 2.2    | 2.5    |
| % Tăng doanh thu | 48.2%  | -2.9%  | 65.9%  |
| % Tăng EPS       | -11.1% | 49.5%  | -17.6% |
| % Lãi biên gộp   | 15.0%  | 24.3%  | 22.9%  |
| % Lãi biên ròng  | 10.2%  | 15.6%  | 15.6%  |
| ROE              | 19.4%  | 24.6%  | 24.1%  |
| ROA              | 15.0%  | 12.4%  | 12.0%  |

Nguồn: HPG, TLS

**CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT**

June 4, 2010

**Khuyến nghị MUA của chúng tôi dựa trên 2 tiêu chí chính: (1) Doanh thu và biên lợi nhuận được kỳ vọng sẽ tăng trong 5 năm tới khi HPG tập trung hoàn thiện chuỗi giá trị của mình dựa trên nền tảng công nghiệp năng lượng và (2) cổ phiếu HPG sẽ tăng giá thêm 10% so với giá hôm nay tính trên giá trị cơ bản của nó.**

**MÔ TẢ DOANH NGHIỆP**

Thành lập từ năm 1992, khởi đầu là nhà cung cấp thiết bị điện lạnh và nội thất, đến nay, HPG đã trở thành một trong những nhà sản xuất thép có doanh thu lớn nhất Việt Nam (tính đến năm 2009). Để đạt được lợi thế cạnh tranh bằng công nghiệp năng lượng, HPG đã thực hiện chiến lược mua những công ty có sở hữu các mỏ quặng sắt, xây dựng nhà máy luyện than coke và phôi thép. Bên cạnh đó, HPG còn hợp tác với ACB xây dựng một nhà máy xi măng. Chu trình sản xuất thép khép kín và sản xuất xi măng sẽ là nền tảng cho việc bán những bất động sản như ở Hưng Yên, Tây Mô cũng như những khu công nghiệp với giá vốn thấp thông qua cung cấp nguyên liệu chi phí thấp hình thành từ chu trình sản xuất khép kín này. Lợi thế về chu trình khép kín với sức mạnh về công nghiệp khai khoáng sẽ tạo lợi thế cho HPG đối với những đối thủ về dài hạn.

**DIỄN BIẾN MỚI**

**Những yếu tố thúc đẩy thu nhập tiềm năng:** Tính đến đầu tháng 5, HPG đang có 7 dự án bất động sản trong tay. 5 trong số những dự án này đang trong quá trình xây dựng hoặc bắt đầu triển khai như Khu đô thị mới Tây Mô (hợp tác với Vinaconex, Viettel và ACB), dự án mở rộng Khu công nghiệp Phố Nối A, Chung cư tại khu Bình Triệu và 2 chung cư khác tại Hà Nội. Trong năm 2010, HPG kỳ vọng sẽ ghi nhận khoảng 1,200 tỷ VND doanh thu từ những dự án bất động sản này, tương đương với 10% doanh thu của toàn tập đoàn.

**Đạt được chấp thuận đầu tư vào dự án khu đô thị Bắc Phố Nối:** HPG vừa đạt được chấp thuận của tỉnh Hưng Yên cho đầu tư vào khu đô thị rộng 300 hecta Bắc Phố Nối. Tuy nhiên, dự án này chưa được kỳ vọng tạo doanh thu trong năm nay khi mà quy hoạch 1/500 chưa được hoàn thiện.

**Lợi thế từ mua được mỏ quặng sắt An Thông:** Có được mỏ An Thông, một mỏ với trữ lượng được công bố là 50 triệu tấn quặng thô, được coi là một bước chuẩn bị cho quá trình sản xuất phôi thép với giá thấp hơn giá sản xuất năm 2009. Bên cạnh mỏ An Thông, HPG, thông qua công ty con chuyên về lĩnh vực khai thác khoáng sản, còn có quyền khai thác một số mỏ khác với trữ lượng công bố là 40 triệu tấn quặng sắt thô. Theo công ty, trữ lượng của những mỏ kể trên đủ để đáp ứng nhu cầu luyện thép với công suất hiện tại của HPG trong vòng 30 năm tới. Đây được đánh giá là lợi thế đáng kể của HPG trong bối cảnh biến động giá quặng sắt và tỷ giá do nhập thêm quặng sắt đã được giải quyết nhờ trữ lượng cung cấp đủ cho sản xuất này.

**Cơ hội kiếm lợi nhuận từ khai thác vàng ở Lào:** Cơ hội khai thác vàng ở Lào đã được chính thức công bố tại hội cổ đông năm nay sau một thời gian là tin đồn. Tuy nhiên, thông tin quan trọng về trữ lượng của mỏ vàng này vẫn chưa được công bố.

**ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi định giá cổ phiếu HPG tại thời điểm cuối năm trong khoảng từ 49,000 VND đến 53,300 VND khi sử dụng mô hình định giá P/E và P/B so sánh ngành, với P/E và P/B ngành lần lượt là 11.6 và 3.5. Những so sánh này được chúng tôi dựa trên tính toán chỉ số của những công ty cùng ngành đang niêm yết có thị phần và công suất lớn.

**RỦI RO ĐẦU TƯ**

**Khả năng bong bóng giá thép:** Việc giá thép tăng 25% trong thời gian gần đây được nhiều nhận định cho rằng bắt nguồn từ đầu cơ của những nhà sản xuất và kinh doanh thương mại thép do bắt nguồn từ đánh giá rằng nguồn cung vẫn chưa đủ cầu. Tuy nhiên, tình hình sẽ có thể thay đổi trong những tháng tới nếu các nhà chức trách có đủ số liệu để thông báo rằng cầu sẽ không vượt cung trong năm nay.

**Rủi ro đối với việc nhập khẩu than béo phục vụ cho sản xuất phôi thép:** Sự thiếu hụt về nguồn cung than béo trong nước có thể là một yếu tố đẩy chi phí chế biến than coke của HPG lên cao. Điều này bắt yếu dẫn đến chi phí cho sản xuất phôi thép cũng tăng theo. Do đó, việc duy trì giá vốn hàng bán của sản xuất thép thấp như 75.7% của năm ngoái đang là thách thức đối với HPG.



**TỔNG HỢP TÀI CHÍNH**

Đơn vị: Triệu VND

| Mô hình thu nhập (VND)                    | 2007             | 2008             | 2009             | 2010E             |
|---|------------------|------------------|------------------|-------------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                    | <b>5,642,934</b> | <b>8,364,805</b> | <b>8,123,395</b> | <b>13,479,444</b> |
| Giá vốn hàng bán                          | (4,676,412)      | (7,106,496)      | (6,147,352)      | (10,391,624)      |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                      | <b>966,522</b>   | <b>1,258,309</b> | <b>1,976,043</b> | <b>3,087,820</b>  |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i>                 | <i>17.1%</i>     | <i>15.0%</i>     | <i>24.3%</i>     | <i>22.9%</i>      |
| Thu nhập hoạt động khác                   | 30,417           | 26,286           | 30,136           | 20,000            |
| Chi phí bán hàng                          | (89,006)         | (106,408)        | (124,506)        | (161,753)         |
| Chi phí QLDN                              | (106,718)        | (138,460)        | (196,486)        | (256,109)         |
| Chi phí hoạt động khác                    | (23,791)         | (9,650)          | (15,539)         | (16,000)          |
| <b>Lợi nhuận trước thuế &amp; lãi vay</b> | <b>777,425</b>   | <b>1,030,078</b> | <b>1,669,649</b> | <b>2,673,957</b>  |
| Thu nhập từ đầu tư                        | 25,887           | 149,815          | 131,695          | 113,105           |
| Lãi vay ròng                              | (45,264)         | (170,814)        | (281,066)        | (690,961)         |
| <b>Thu nhập ròng từ tài chính</b>         | <b>(19,377)</b>  | <b>(20,999)</b>  | <b>(149,371)</b> | <b>(624,470)</b>  |
| <b>Phần lãi/lỗ từ cty liên quan</b>       | <b>758,047</b>   | <b>1,009,079</b> | <b>1,509,979</b> | <b>2,059,487</b>  |
| Lợi nhuận trước thuế                      | 115,452          | 159,219          | 239,273          | 339,815           |
| <i>Thuế thu nhập</i>                      | <i>15.2%</i>     | <i>15.8%</i>     | <i>15.8%</i>     | <i>16.5%</i>      |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>                 | <b>642,595</b>   | <b>849,860</b>   | <b>1,270,707</b> | <b>1,719,672</b>  |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số              | -                | -                | (1,180,997)      | -                 |
| Cổ tức trả (VND/cổ phiếu)                 | 1,000            | 3,000            | 1,000            | 3,000             |
| <b>Lợi nhuận giữ lại</b>                  | <b>510,595</b>   | <b>260,768</b>   | <b>1,074,343</b> | <b>941,407</b>    |
| Số cổ phiếu bình quân (m)                 | 108,270,000      | 164,181,999      | 196,363,998      | 259,421,689       |
| Số cổ phiếu cuối năm (m)                  | 132,000,000      | 196,363,998      | 196,363,998      | 322,479,380       |
| Thu nhập/cổ phiếu (VND)                   | 4,868            | 4,328            | 6,471            | 5,333             |
| <i>Cổ tức cổ phiếu thường (VND)</i>       | <i>1,000</i>     | <i>3,000</i>     | <i>1,000</i>     | <i>3,000</i>      |
| <b>Tỷ lệ trả cổ tức/LN (cp thường)</b>    | <b>20.5%</b>     | <b>69.3%</b>     | <b>15.5%</b>     | <b>56.3%</b>      |

| Báo cáo dòng tiền (VND bn)         | 2007             | 2008               | 2009               | 2010E            |
|------------------------------------|------------------|--------------------|--------------------|------------------|
| Lợi nhuận ròng                     | 642,595          | 849,860            | 1,270,707          | 1,719,672        |
| Điều chỉnh tăng giảm:              | -                | -                  | -                  | -                |
| Khấu hao                           | 82,817           | 175,517            | 204,120            | 407,234          |
| Thay đổi hàng tồn kho              | (736,044)        | (240,162)          | (736,437)          | (935,098)        |
| Thay đổi khoản phải thu            | (728,415)        | 345,333            | (440,371)          | (677,155)        |
| Thay đổi khoản phải trả            | 312,029          | 52,747             | 249,016            | 357,781          |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động KD</b>   | <b>(427,018)</b> | <b>1,183,295</b>   | <b>547,036</b>     | <b>872,434</b>   |
| Thay đổi TSCĐ hữu hình             | (69,062)         | (595,640)          | (2,527,768)        | (2,998,000)      |
| Thay đổi đầu tư ngắn hạn           | (266,000)        | (468,386)          | 588,248            | (73,862)         |
| Thay đổi đầu tư dài hạn            | (392,209)        | 11,654             | (721,386)          | 3,122,924        |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động Đ.Tư</b> | <b>(727,271)</b> | <b>(1,052,372)</b> | <b>(2,660,906)</b> | <b>51,061</b>    |
| Cổ phần phát hành                  | 1,824,470        | 983,168            | 15,535             | 1,261,154        |
| Thay đổi các quỹ khác              | 19,297           | 21,764             | 40,929             | 20,000           |
| Thay đổi các khoản nợ vay          | (240,663)        | (64,803)           | 3,059,766          | 1,150,000        |
| Thay đổi nợ dài hạn                | 129,640          | (229,622)          | 494,076            | 300,000          |
| Chia cổ tức cho cổ đông            | (334,463)        | (881,983)          | (531,811)          | (778,265)        |
| <b>Dòng tiền hoạt động T.chính</b> | <b>1,398,281</b> | <b>(171,477)</b>   | <b>3,078,495</b>   | <b>1,952,889</b> |
| <b>Dòng tiền thuần</b>             | <b>243,991</b>   | <b>(40,554)</b>    | <b>964,625</b>     | <b>2,876,384</b> |
| Tiền mặt đầu kỳ                    | 74,452           | 318,443            | 276,009            | 1,504,477        |
| <b>Tiền mặt cuối kỳ</b>            | <b>318,443</b>   | <b>276,009</b>     | <b>1,240,634</b>   | <b>4,380,861</b> |

| Dòng tiền thuần dự phóng         | 2,007            | 2,008          | 2,009            | 2010E            |
|----------------------------------|------------------|----------------|------------------|------------------|
| Lợi nhuận ròng                   | 642,595          | 849,860        | 1,270,707        | 1,719,672        |
| Cộng thêm chi phí khấu hao       | 82,817           | 175,517        | 204,120          | 407,234          |
| (-) tăng TSLD, không kể tiền mặt | (1,225,074)      | (134,215)      | (1,176,807)      | (1,612,253)      |
| (+) tăng VNNH                    | 71,366           | (12,056)       | 3,308,782        | 1,507,781        |
| (-) tăng nguyên giá TSMMTB       | (58,349)         | (419,775)      | (213,293)        | (2,998,000)      |
| <b>Dòng tiền tự do</b>           | <b>(486,644)</b> | <b>459,331</b> | <b>3,393,510</b> | <b>(398,613)</b> |

| Bảng Cân Đối Kế Toán (VND)      | 2007             | 2008             | 2009              | 2010E             |
|---------------------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>         |                  |                  |                   |                   |
| Tiền & tương đương tiền         | 399,323          | 510,218          | 1,480,491         | 4,380,861         |
| Đầu tư tài chính                | 266,000          | 734,386          | 146,138           | 220,000           |
| Khoản phải thu                  | 784,381          | 720,175          | 883,023           | 1,490,000         |
| Hàng tồn kho                    | 1,580,078        | 1,820,240        | 2,556,676         | 3,490,000         |
| Chi phí trả trước, TSNH khác    | 105,731          | 63,990           | 341,512           | 400,000           |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>3,135,513</b> | <b>3,849,009</b> | <b>5,407,841</b>  | <b>9,990,000</b>  |
| <b>Tài sản máy móc thiết bị</b> |                  |                  |                   |                   |
| Nguyên giá                      | 1,330,123        | 1,749,898        | 1,963,191         | 4,960,000         |
| Trừ khấu hao lũy kế             | (401,078)        | (576,595)        | (780,715)         | (1,187,000)       |
| Tài sản máy móc thiết bị ròng   | 929,045          | 1,173,303        | 1,182,476         | 3,773,000         |
| Tài sản dài hạn khác            | 692,237          | 617,062          | 3,652,924         | 530,000           |
| <b>Tổng Tài Sản</b>             | <b>4,756,795</b> | <b>5,639,375</b> | <b>10,243,240</b> | <b>14,293,000</b> |
| <b>Vay nợ ngắn hạn</b>          |                  |                  |                   |                   |
| Vay ngắn hạn                    | 653,133          | 588,330          | 3,648,096         | 4,790,000         |
| Khoản phải trả                  | 546,328          | 642,266          | 872,938           | 1,207,000         |
| Nợ khác                         | 68,926           | 25,735           | 44,079            | 60,000            |
| <b>Tổng vay nợ ngắn hạn</b>     | <b>1,268,387</b> | <b>1,256,331</b> | <b>4,565,113</b>  | <b>6,057,000</b>  |
| <b>Vay nợ dài hạn</b>           | <b>248,858</b>   | <b>19,236</b>    | <b>513,312</b>    | <b>810,000</b>    |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>           | <b>3,158,670</b> | <b>4,129,599</b> | <b>4,924,958</b>  | <b>7,147,000</b>  |
| Cổ phiếu thường                 | 1,320,000        | 1,963,640        | 1,963,640         | 3,224,000         |
| Quỹ đầu tư phát triển           | -                | -                | -                 | 1,260,000         |
| Lợi nhuận giữ lại               | 449,746          | 415,743          | 1,154,639         | 2,090,000         |
| Cổ phiếu Quỹ                    | -                | -                | -                 | -                 |
| Nguồn ngân sách & quỹ khác      | 1,388,924        | 1,750,216        | 1,806,679         | 560,000           |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | 80,880           | 234,209          | 239,857           | 260,000           |
| <b>Tổng vay nợ &amp; VCSH</b>   | <b>4,756,795</b> | <b>5,639,375</b> | <b>10,243,240</b> | <b>14,293,000</b> |

| Tăng trưởng & tỷ suất (%)  | 2,007 | 2,008  | 2,009 | 2010E |
|----------------------------|-------|--------|-------|-------|
| Tăng trưởng Doanh thu      | 57.0% | 48.2%  | -2.9% | 6.0%  |
| Tăng trưởng EBITDA         | 61.8% | 36.3%  | 52.5% | 5.0%  |
| Tăng trưởng EBIT           | 89.5% | 32.5%  | 62.1% | 6.0%  |
| Tăng trưởng lợi nhuận ròng | 75.6% | 32.3%  | 49.5% | 3.0%  |
| Tăng trưởng EPS            | 12.4% | -11.1% | 49.5% | -1.0% |
| Tỷ suất LN gộp             | 17.1% | 15.0%  | 24.3% | 2.0%  |
| Tỷ suất EBITDA             | 20.9% | 19.2%  | 30.2% | 2.0%  |
| Tỷ suất EBIT               | 13.8% | 12.3%  | 20.6% | 1.0%  |

| Các chỉ số                   | 2,007 | 2,008 | 2,009 | 2010E |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| ROE                          | 19.8% | 19.4% | 24.6% | 2.0%  |
| ROA                          | 13.5% | 15.0% | 12.4% | 1.0%  |
| Số ngày hàng tồn kho         | 123.3 | 93.5  | 151.8 | 1.0%  |
| Số ngày khoản phải thu       | 50.7  | 31.4  | 39.7  | 1.0%  |
| Số ngày khoản phải trả       | 42.6  | 33.0  | 51.8  | 1.0%  |
| Vay nợ ròng/VCSH             | 0.5   | 0.3   | 1.0   | 1.0%  |
| Độ che phủ lãi vay - EBIT(x) | 17.2  | 6.0   | 5.9   | 1.0%  |

| Định giá so sánh | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E |
|------------------|------|------|------|-------|
| PE               | 12.9 | 7.3  | 8.8  | 8.8   |
| PB               | 2.6  | 1.4  | 2.2  | 2.2   |
| Lợi suất cổ tức  | 1.1% | 9.5% | 1.8% | 1.8%  |

Chú thích: TSLD = tài sản lưu động; VNNH = vay nợ ngắn hạn; TSMMTB = Tài sản máy móc thiết bị; TSNH: Tài Sản Ngắn Hạn  
EBIT: lợi nhuận trước thuế và lãi vay; EBITDA: Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao

Nguồn: Chứng Khoán Thăng Long

**Nguyen Tra Lan**

 Email: [nguyentran@thanglongsc.com.vn](mailto:nguyentran@thanglongsc.com.vn)

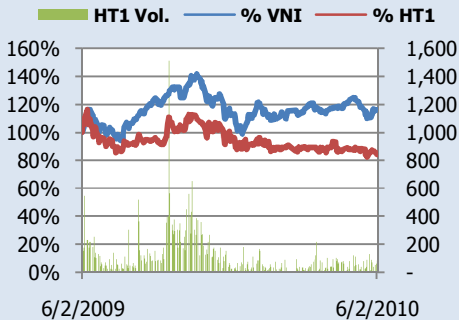
 Mã: **HT1** – Sàn Giao dịch: **HSX**

 Khuyến nghị: **MUA**

 Mức giá mục tiêu: **VND 25,000**
**THỐNG KÊ CỔ PHIẾU**

|                                      |             |
|--------------------------------------|-------------|
| Giá ngày of 6/4/2010                 | 14,900      |
| Ngày: Nguyên liệu cơ bản             |             |
| Mô hình kinh doanh: Sản xuất Xi măng |             |
| Thời điểm niêm yết                   | 2007        |
| Số cổ phiếu lưu hành                 | 109,952,000 |
| Số cổ phiếu thực tế giao dịch        | 35,701,414  |
| Vốn hóa (tỷ VND)                     | 1,561       |
| Cao nhất 52 tuần (VND)               | 19,000      |
| Thấp nhất 52 tuần (VND)              | 13,900      |
| KLGD trung bình 10 ngày              | 65,563      |
| % thay đổi giá 1 tháng               | -4.05%      |
| % thay đổi giá 3 tháng               | -5.33%      |
| % thay đổi giá 6 tháng               | -12.53%     |
| % thay đổi giá 12 tháng              | -24.06%     |
| % Sở hữu nước ngoài                  | 4.04%       |
| % Giới hạn sở hữu nước ngoài         | 49%         |
| Beta 52 tuần                         | 0.74        |

Nguồn: TLS

**Đồ thị biến động lợi nhuận của HT1 trong 12 tháng qua**


Nguồn: TLS

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

|                 | 2008    | 2009    | 2010E    |
|-----------------|---------|---------|----------|
| Tài sản         | 5,647.9 | 7,265.2 | 10,274.8 |
| Vốn sở hữu      | 975.4   | 1,168.3 | 2,542.8  |
| Doanh thu       | 2,536.8 | 2,816.8 | 7,468.7  |
| EBIT            | 147.8   | 255.2   | 831.0    |
| EAT             | 77.6    | 175.3   | 648.5    |
| EPS (VND)       | 892.8   | 1,595.1 | 3,275.1  |
| Cổ tức/cổ phiếu | 500     | 1,000   | 1,000    |
| P/E             | 11.3    | 9.7     | 7.6      |
| PB              | 1.6     | 1.4     | 1.9      |
| %Tăng doanh thu | 15.7%   | 11.0%   | 165.1%   |
| %Tăng EPS       | -22.6%  | 78.7%   | 105.3%   |
| %Lãi biên gộp   | 12.2%   | 18.7%   | 18.0%    |
| %Lãi biên ròng  | 3.1%    | 6.2%    | 8.7%     |
| ROE             | 8.0%    | 15.0%   | 25.5%    |
| ROA             | 1.4%    | 2.4%    | 6.3%     |

Nguồn: HT1 &amp; TLS

**CÔNG TY CỔ PHẦN XI MĂNG HÀ TIÊN 1**

**Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ đột biến do (i) sáp nhập với HT2, nên quy mô sản lượng tăng; (ii) giá bán xi măng HT2, sau khi sáp nhập với HT1, sẽ tăng ngang giá bán của HT1. (iii) giá vốn hàng bán bình quân giảm và (iv) tăng trưởng xây dựng hạ tầng cơ sở tại phía Nam. Với kỳ vọng này, chúng tôi dự báo EPS của công ty cuối năm sẽ là 3,200 VND. Với mức PE ngành tại Việt Nam hiện tại là 7.8, chúng tôi dự báo giá hợp lý của cổ phiếu này là khoảng 25,000 VND. Theo hệ thống đánh giá của chúng tôi (xem trang cuối), chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu này.**

**MÔ TẢ DOANH NGHIỆP**

Là doanh nghiệp có vốn điều lệ 1,100 tỷ, thặng dư vốn và lợi nhuận chưa phân phối tương ứng là 69 tỷ và 157 tỷ. Lĩnh vực kinh doanh chính bao gồm (i) xi măng và clinker, (ii) vữa xây thô, (iii) gạch, (iv) cát tiêu chuẩn và (v) vật liệu phụ tùng. Doanh thu năm 2009, đạt 2,812 tỷ đồng, lợi nhuận 175 tỷ, trong đó, xi măng chiếm tỷ trọng lớn nhất với 99% doanh thu, vữa xây thô, gạch, cát tiêu chuẩn chiếm 0.7%. Kết thúc quý I, doanh thu đạt 643.7 tỷ, lợi nhuận ròng gần 20 tỷ, trong đó xi măng chiếm 99.1% doanh thu và 15.8% lợi nhuận gộp. Trong lĩnh vực xi măng, HT1 chiếm 4.8% thị phần, tương đương 2.88 triệu tấn (dựa trên lượng tiêu thụ cả nước 2009), tại vùng Đông Nam Bộ, HT1 chiếm 30% thị phần (*Báo cáo thường niên HT1 2008*).

**DIỄN BIẾN MỚI**

- Đầu tư mở rộng năng lực sản xuất:** Chúng tôi đánh giá Nhà máy xi măng Bình Phước công suất 1.76 triệu tấn clinker/năm sớm nhất chỉ có thể đi vào hoạt động từ QII năm nay do quá trình xây dựng đang còn chưa hoàn tất. Trạm nghiền Phú Hữu có công suất 1 triệu tấn xi măng/năm?
- Tăng quy mô sau khi sáp nhập với HT2:** Công suất sau khi sáp nhập tăng 32% về xi măng rời và 136.4% về công suất clinker lên tương ứng 6.6 triệu tấn xi măng/năm và 4.16 triệu tấn clinker/năm. Giá bán HT2 vốn thấp hơn HT1 khoảng 6.6% (tính tại thời điểm hiện tại) sẽ được bán ngang giá bán của HT1 sau sáp nhập.
- Biến động về giá than và điện:** Giá than và điện đã tăng 11.1% và 6.8% kể từ 01.03.2010, do vậy chênh lệch biến động giá đầu vào và giá bán ra trong tình hình cung đang vượt cầu là 1 trong những yếu tố ảnh hưởng không nhỏ đến việc đạt được kế hoạch lợi nhuận của HT1 trong năm nay.

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

- Giá bán xi măng HT2, sau sáp nhập, sẽ được bán đồng giá với giá xi măng của HT1, ngay tại địa bàn hiện nay.**
- Xi măng xá sẽ được chú trọng sản xuất và phân phối trở lại:** Thị trường vùng Đông Nam Bộ, thị trường của những công trình quy mô lớn, đòi hỏi loại xi măng phù hợp sẽ là thị trường mục tiêu của xi măng xá HT1.
- Sở hữu mỏ đá với trữ lượng lớn của HT2, giúp cho COGS giảm đáng kể.** Do vậy, có thể kỳ vọng vào lợi nhuận ròng của HT1 thay đổi theo hướng tăng kể từ năm nay.
- Mở rộng quy mô và thị phần:** nhờ sản lượng tăng thêm 60% do sáp nhập HT2 và đưa nhà máy Bình Phước vào hoạt động (dự kiến trong quý II)

**ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi định giá HT1 cuối năm 2010 ở mức giá 25,000 đồng, tương ứng với EPS2010 là 3,200 đồng và PE ngành trung bình hiện tại là 7.8 lần. Dự báo EPS2010 của chúng tôi dựa trên những giả định quan trọng, bao gồm: (i) sáp nhập với HT2, nên quy mô sản lượng tăng; (ii) giá bán xi măng HT2, sau khi sáp nhập với HT1, sẽ tăng ngang giá bán của HT1; (iii) giá vốn hàng bán bình quân giảm và (iv) tăng trưởng xây dựng hạ tầng cơ sở tại phía Nam.

**RỦI RO ĐẦU TƯ**

Bao gồm cả chủ quan và khách quan, nhưng những vấn đề có vẻ chưa để khắc phục là đến từ chủ quan. (1) Với bộ máy sáp nhập làm quy mô tăng gần như gấp 2 lần, chi phí quản lý lớn và cho các đại lý trả chậm kéo dài sẽ là rủi ro tiềm tàng đối với lợi nhuận và dòng tiền của HT1 nếu không có biện pháp thích hợp. (2) Giá nguyên liệu đầu vào tăng và sự thâm nhập của clinker và xi măng ngoại đang trở thành vấn đề tác động không nhỏ đến giá bán và thị phần của HT1 sau sáp nhập.

**TỔNG HỢP TÀI CHÍNH**

Đơn vị: Triệu VND

| Mô hình thu nhập (VND)                    | 2007             | 2008             | 2009             | 2010E            |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                    | <b>2,192,928</b> | <b>2,536,787</b> | <b>2,816,843</b> | <b>7,468,701</b> |
| Giá vốn hàng bán                          | (1,949,853)      | (2,227,604)      | (2,291,273)      | (6,123,326)      |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                      | <b>243,075</b>   | <b>309,183</b>   | <b>525,570</b>   | <b>1,345,375</b> |
| Biên lợi nhuận gộp                        | 11.1%            | 12.2%            | 18.7%            | 18.0%            |
| Thu nhập hoạt động khác                   | 2,198            | 973              | 3,401            | 4,500            |
| Chi phí bán hàng                          | (77,827)         | (91,044)         | (143,534)        | (298,748)        |
| Chi phí QLDN                              | (49,214)         | (69,070)         | (118,301)        | (209,124)        |
| Chi phí hoạt động khác                    | (1,648)          | (2,227)          | (11,959)         | (11,000)         |
| <b>Lợi nhuận trước thuế &amp; lãi vay</b> | <b>116,584</b>   | <b>147,815</b>   | <b>255,177</b>   | <b>831,003</b>   |
| Thu nhập từ đầu tư                        | 7,315            | 22,258           | 8,887            | 50,000           |
| Lãi vay ròng                              | (23,560)         | (92,475)         | (80,554)         | (148,885)        |
| <b>Thu nhập ròng từ tài chính</b>         | <b>(16,245)</b>  | <b>(70,218)</b>  | <b>(71,668)</b>  | <b>(99,885)</b>  |
| <b>Phần lãi/lỗ từ ty liên quan</b>        | <b>100,339</b>   | <b>77,597</b>    | <b>183,509</b>   | <b>741,118</b>   |
| Lợi nhuận trước thuế                      | -                | -                | 8,195            | 92,640           |
| Thuế thu nhập                             | -                | -                | 0                | 0                |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>                 | <b>100,339</b>   | <b>77,597</b>    | <b>175,315</b>   | <b>648,478</b>   |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số              | -                | -                | -                | -                |
| Cổ tức trả (VND/cổ phiếu)                 | 1,000            | 500              | 1,000            | 1,000            |
| Lợi nhuận giữ lại                         | 13,339           | 34,142           | 65,405           | 494,523          |
| Số cổ phiếu bình quân (m)                 | 84,927,173       | 86,954,862       | 98,409,725       | 153,954,862      |
| Số cổ phiếu cuối năm (m)                  | 87,000,000       | 86,909,725       | 109,909,725      | 198,000,000      |
| Thu nhập/cổ phiếu (VND)                   | 1,153            | 893              | 1,595            | 3,275            |
| Cổ tức/cổ phiếu thường (VND)              | 1,000            | 500              | 1,000            | 1,000            |
| <b>Tỷ lệ trả cổ tức/LN (cp thường)</b>    | <b>86.7%</b>     | <b>56.0%</b>     | <b>62.7%</b>     | <b>30.5%</b>     |

| Báo cáo dòng tiền (VND bn)         | 2007             | 2008               | 2009               | 2010E            |
|------------------------------------|------------------|--------------------|--------------------|------------------|
| Lợi nhuận ròng                     | 100,339          | 77,597             | 175,315            | 648,478          |
| Điều chỉnh tăng giảm:              | -                | -                  | -                  | -                |
| Khấu hao                           | 38,227           | 37,269             | 65,392             | 365,392          |
| Thay đổi hàng tồn kho              | (116,626)        | (621,682)          | 711,803            | (551,376)        |
| Thay đổi khoản phải thu            | (108,507)        | 130,236            | 174,596            | (1,210,958)      |
| Thay đổi khoản phải trả            | (778,773)        | 656,526            | (478,717)          | 735,108          |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động KD</b>   | <b>(865,341)</b> | <b>279,947</b>     | <b>648,388</b>     | <b>(13,356)</b>  |
| Thay đổi TSCĐ hữu hình             | (325,048)        | (2,747,211)        | (2,490,796)        | (3,500,000)      |
| Thay đổi đầu tư ngắn hạn           | (11,308)         | 5,585              | (2,332)            | (211,944)        |
| Thay đổi đầu tư dài hạn            | (14,000)         | (34,160)           | (420)              | 3,405,643        |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động D.Tư</b> | <b>(350,357)</b> | <b>(2,775,786)</b> | <b>(2,493,548)</b> | <b>(306,301)</b> |
| Cổ phần phát hành                  | 32,471           | 40,495             | 112,263            | 880,000          |
| Thay đổi các quỹ khác              | (1,187)          | (2,591)            | 1,129              | -                |
| Thay đổi các khoản nợ vay          | (46,786)         | 340,275            | 138,819            | 150,000          |
| Thay đổi nợ dài hạn                | 400,911          | 2,260,715          | 1,764,311          | 750,000          |
| Chia cổ tức cho cổ đông            | (0)              | (100,339)          | (95,799)           | (153,955)        |
| <b>Dòng tiền hoạt động T.chính</b> | <b>385,410</b>   | <b>2,538,556</b>   | <b>1,920,723</b>   | <b>1,626,045</b> |
| <b>Dòng tiền thuần</b>             | <b>(830,288)</b> | <b>42,716</b>      | <b>75,563</b>      | <b>1,306,388</b> |
| Tiền mặt đầu kỳ                    | 870,222          | 39,934             | 82,650             | 158,214          |
| <b>Tiền mặt cuối kỳ</b>            | <b>39,934</b>    | <b>82,650</b>      | <b>158,214</b>     | <b>1,464,601</b> |

| Dòng tiền thuần dự phóng         | 2007             | 2008           | 2009             | 2010E              |
|----------------------------------|------------------|----------------|------------------|--------------------|
| Lợi nhuận ròng                   | 100,339          | 77,597         | 175,315          | 648,478            |
| Cộng thêm chi phí khấu hao       | 38,227           | 37,269         | 65,392           | 365,392            |
| (-) tăng TSLĐ, không kể tiền mặt | (225,133)        | (491,446)      | 886,398          | (1,762,334)        |
| (+) tăng VNNH                    | (825,559)        | 996,802        | (339,898)        | 885,108            |
| (-) tăng nguyên giá TSMMTB       | (864)            | (42,751)       | (1,097,705)      | (3,500,000)        |
| <b>Dòng tiền tự do</b>           | <b>(912,991)</b> | <b>577,471</b> | <b>(310,498)</b> | <b>(3,233,082)</b> |

| Bảng Cân Đối Kế Toán (VND)      | 2007             | 2008             | 2009             | 2010E             |
|---------------------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>         |                  |                  |                  |                   |
| Tiền & tương đương tiền         | 39,934           | 82,650           | 158,214          | 1,464,601         |
| Đầu tư tài chính                | 11,308           | 5,724            | 8,056            | 220,000           |
| Khoản phải thu                  | 608,200          | 478,674          | 266,102          | 1,395,400         |
| Hàng tồn kho                    | 507,270          | 1,128,951        | 417,148          | 968,500           |
| Chi phí trả trước, TSNH khác    | 1,412            | 703              | 38,679           | 120,300           |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>1,168,124</b> | <b>1,696,701</b> | <b>888,199</b>   | <b>4,168,800</b>  |
| <b>Tài sản máy móc thiết bị</b> |                  |                  |                  |                   |
| Nguyên giá                      | 763,339          | 806,091          | 1,903,796        | 5,403,700         |
| Trừ khấu hao lũy kế             | (329,763)        | (367,032)        | (432,424)        | (797,800)         |
| Đầu tư tài chính dài hạn        | 0                | 0                | 0                | 0                 |
| Tài sản máy móc thiết bị ròng   | 433,577          | 439,059          | 1,471,372        | 4,605,900         |
| Tài sản dài hạn khác            | 773,513          | 3,512,132        | 4,905,643        | 1,500,000         |
| <b>Tổng Tài Sản</b>             | <b>2,375,214</b> | <b>5,647,893</b> | <b>7,265,214</b> | <b>10,274,800</b> |
| <b>Vay nợ ngắn hạn</b>          |                  |                  |                  |                   |
| Vay ngắn hạn                    | 263,209          | 603,484          | 742,303          | 892,300           |
| Khoản phải trả                  | 411,429          | 1,045,755        | 574,034          | 1,266,800         |
| Nợ khác                         | 2,236            | 24,437           | 17,440           | 59,700            |
| <b>Tổng vay nợ ngắn hạn</b>     | <b>676,874</b>   | <b>1,673,676</b> | <b>1,333,778</b> | <b>2,218,800</b>  |
| <b>Vay nợ dài hạn</b>           | <b>738,086</b>   | <b>2,998,800</b> | <b>4,763,112</b> | <b>5,513,100</b>  |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>           | <b>960,254</b>   | <b>975,417</b>   | <b>1,168,324</b> | <b>2,542,800</b>  |
| Cổ phiếu thường                 | 870,000          | 870,000          | 1,100,000        | 1,980,000         |
| Quỹ đầu tư phát triển           | 0                | 22,200           | 47,284           | 927,200           |
| Lợi nhuận giữ lại               | 100,339          | 77,597           | 157,113          | 651,600           |
| Cổ phiếu Quỹ                    | 0                | 0                | 0                | 0                 |
| Nguồn ngân sách & quỹ khác      | (10,085)         | 5,619            | (136,073)        | (1,016,000)       |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | 0                | 0                | 0                | 0                 |
| <b>Tổng vay nợ &amp; VCSH</b>   | <b>2,375,214</b> | <b>5,647,893</b> | <b>7,265,214</b> | <b>10,274,800</b> |

| Tăng trưởng & tỷ suất (%)  | 2007  | 2008   | 2009   | 2010E  |
|----------------------------|-------|--------|--------|--------|
| Tăng trưởng Doanh thu      | 2.6%  | 15.7%  | 11.0%  | 165.1% |
| Tăng trưởng EBITDA         | 13.7% | 15.3%  | 33.6%  | 136.9% |
| Tăng trưởng EBIT           | 15.4% | 26.8%  | 72.6%  | 225.7% |
| Tăng trưởng lợi nhuận ròng | 88.0% | -22.7% | 125.9% | 269.9% |
| Tăng trưởng EPS            | 79.0% | -22.6% | 78.7%  | 105.3% |
| Tỷ suất LN gộp             | 11.1% | 12.2%  | 18.7%  | 18.0%  |
| Tỷ suất EBITDA             | 20.4% | 20.3%  | 24.4%  | 21.8%  |
| Tỷ suất EBIT               | 5.3%  | 5.8%   | 9.1%   | 11.1%  |

| Các chỉ số                   | 2007  | 2008  | 2009  | 2010E |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| ROE                          | 10.4% | 8.0%  | 15.0% | 25.5% |
| ROA                          | 4.2%  | 1.4%  | 2.4%  | 6.3%  |
| Số ngày hàng tồn kho         | 95.0  | 185.0 | 66.5  | 57.0  |
| Số ngày khoản phải thu       | 101.2 | 68.9  | 34.5  | 66.0  |
| Số ngày khoản phải trả       | 77.0  | 171.4 | 91.4  | 75.0  |
| Vay nợ ròng/VCSH             | 1.5   | 4.8   | 5.2   | 3.2   |
| Độ che phủ lãi vay - EBIT(x) | 4.9   | 1.6   | 3.2   | 5.0   |

| Định giá so sánh | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E |
|------------------|------|------|------|-------|
| PE               | n/a  | 11.3 | 9.7  | 7.0   |
| PB               | n/a  | 1.6  | 1.4  | 1.0   |
| Lợi suất cổ tức  | n/a  | 2.8% | 6.5% | 5.0%  |

Chú thích: TSLĐ = tài sản lưu động; VNNH = vay nợ ngắn hạn; TSMMTB = Tài sản máy móc thiết bị; TSNH: Tài Sản Ngắn Hạn; VCSH: vốn chủ sở hữu; EBIT: lợi nhuận trước thuế và lãi vay; EBITDA: Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao

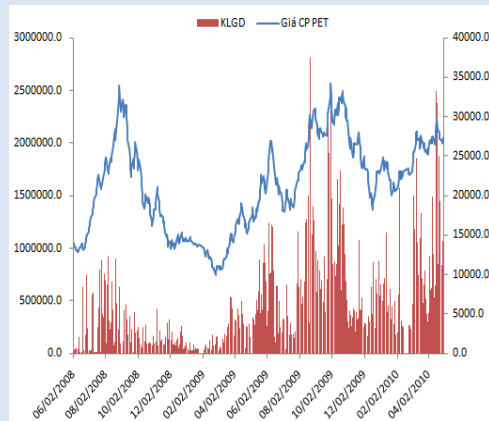
Nguồn: Chứng Khoán Thăng Long

**Nguyễn Thị Phương Thúy**  
**Chuyên viên phân tích**  
 Email: [thuyntp@thanglongsc.com.vn](mailto:thuyntp@thanglongsc.com.vn)

Mã CK: **PET**- Sàn niêm yết: **HSX**  
 Khuyến nghị: **GIỮ**  
 Giá mục tiêu: **VND 26,550**

**THỐNG KÊ LỊCH SỬ**

|                                |            |
|--------------------------------|------------|
| Giá ngày 6/4/2010:             | 23,900     |
| Ngành: Thương mại, dịch vụ     |            |
| Mô hình kinh doanh: Thương mại |            |
| Niêm yết từ:                   | 12/09/2007 |
| Số cổ phiếu lưu hành:          | 55,472,000 |
| Số cổ phiếu niêm yết:          | 55,472,000 |
| Vốn hóa (tỷ VND)               | 1,524      |
| Giá cao nhất 52 tuần (VND)     | 34,200     |
| Giá thấp nhất 52 tuần (VND)    | 18,100     |
| KLGD trung bình 3 tháng        | 815,078    |
| % thay đổi giá 1 tháng         | -1.5%      |
| % thay đổi giá 3 tháng         | 23%        |
| % thay đổi giá 6 tháng         | 5.65%      |
| % thay đổi giá 12 tháng        | 16.44%     |
| % Sở hữu nước ngoài            | 11.53%     |
| % Giới hạn sở hữu nước ngoài   | 49.0%      |
| Beta 1 năm                     | 1.24       |
| Nguồn: TSC                     |            |


**CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH**

| Đơn vị : tỷ đồng | 2008    | 2009    | 2010E |
|------------------|---------|---------|-------|
| Tổng tài sản     | 1,597.4 | 3,093.7 | 3,343 |
| VCSH             | 565     | 748     | 864   |
| Doanh thu thuần  | 5,286   | 7,375   | 9,068 |
| EBIT             | 177     | 195     | 275   |
| LNST             | 73      | 114     | 150   |
| EPS (VND)        | 1,530   | 2,231   | 2,392 |
| Cổ tức           | 6%      | 12%     | 12%   |
| P/E              | 11.4    | 12.2    | 15.26 |
| P/B              |         | 2       | 1.9   |
|                  |         |         |       |
| Tăng trưởng DT   | 96.1%   | 39.5%   | 23%   |
| Tăng trưởng EPS  | -29.3%  | 45.8%   | 7.3%  |
| Biên LN gộp      | 7.3%    | 7.8%    | 8%    |
| Biên LN ròng     | 1.7%    | 1.5%    | 1.52% |
| ROA              | -2%     | 7.6%    | 11%   |
| ROE              | -6.2%   | 20.6%   | 26.1% |
| Dividen Yield    |         | 12%     | 12%   |

Nguồn : PET, TSC

**CTCP DỊCH VỤ TỔNG HỢP DẦU KHÍ PETROSETCO**

June 4, 2010

Trong năm 2010, hoạt động kinh doanh của PET dựa trên các hoạt động truyền thống với tốc độ tăng trưởng doanh thu dự báo 24% và tăng trưởng lợi nhuận tăng hơn 30%. Mức giá mục tiêu cuối năm là 26,550 đồng, là trung bình của (i) giá tương ứng với kỳ vọng EPS2010 là 2,392 đồng và PE trung bình ngành là 12.38 và (ii) giá tương ứng với giá sổ sách 23,500 đồng và PB 1.9. Theo cách đánh giá của chúng tôi (xem trang cuối), chúng tôi khuyến nghị GIỮ.

**GIỚI THIỆU DOANH NGHIỆP**

Công ty cổ phần Dịch vụ Tổng hợp Dầu khí Petrosetco (mã CK PET) được thành lập vào năm 1996, trên cơ sở sáp nhập các lĩnh vực kinh doanh liên quan đến dịch vụ phục vụ cho đời sống dầu khí của Tổng công ty dầu khí Việt nam. Công ty bắt đầu được cổ phần hóa từ 30/09/2006 và hiện nay PVN vẫn đang nắm giữ 44.36% vốn của PET.

Hoạt động của công ty chủ yếu là trong lĩnh vực thương mại, gồm phân phối laptop và điện thoại di động, xuất khẩu nông sản, và các lĩnh vực khác như kinh doanh bất động sản, quản lý tài sản, dịch vụ phi kỹ thuật ngành dầu khí, đầu tư sản xuất nhiên liệu sinh học.

Trong những năm qua, PET có tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận luôn ở mức cao. Vốn điều lệ hiện nay của công ty đạt gần 555 tỷ đồng. Tổng tài sản đạt trên 2,821 tỷ đồng, với 11 công ty con và công ty liên kết.

**ĐIỂM BIẾN MỚI**

**Kết quả kinh doanh 4 tháng đầu năm 2010 vượt kế hoạch đề ra.** PET đã đạt doanh thu thuần 2,874 tỷ đồng, đạt 37.3% kế hoạch năm. Lợi nhuận trước thuế (LNTT) đạt 82 tỷ (hoàn thành 54.6% kế hoạch năm).

**PET đang tìm kiếm cơ hội đầu tư vào dự án xây dựng nhà máy Bao bì:** Công ty đang cùng với DPM (Tổng công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí) đánh giá tiềm năng và cơ hội đầu tư để xây dựng nhà máy Bao bì tại khu công nghiệp Trà Kha, Bạc Liêu. Tổng vốn đầu tư dự kiến hơn 50 tỷ đồng, với công suất 20 triệu bao bì các loại/năm.

**M&A:** Ngày 31/03/2010 vừa qua, PET đã hoàn tất việc mua lại Công ty TNHH MTV Dịch vụ Thương mại Dầu khí Hà Nội (Petro Hà Nội) từ PVOIL. Việc nhận chuyển nhượng này nằm trong việc cơ cấu lại tổ chức của Tập đoàn dầu khí Việt Nam. Theo chúng tôi đánh giá, giá trị của công ty này chủ yếu nằm tại mảnh đất 89 Triệu Việt Vương, Hà Nội. Nơi đây có vị trí đặc địa nên sẽ đem lại lợi nhuận cho PET nếu công ty có chủ trương chuyển nhượng lại mảnh đất này.

**Phương án tăng vốn:** Vốn hiện tại của PET là 555 tỷ đồng và công ty dự kiến sẽ tăng vốn lên khoảng 699 tỷ để phục vụ cho các dự án đang và sẽ đầu tư. Theo đó, PET sẽ phát hành thêm 14.37 triệu cổ phiếu bằng cách phát hành cho CBCNV 2.76 triệu cổ phiếu bằng mệnh giá, số còn lại theo hình thức đấu giá với giá khởi điểm là 17,000 đồng. Việc phát hành này sẽ làm cho cổ đông đối mặt với sự pha loãng cổ phiếu trong tương lai gần.

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

**Tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng ở mức cao:** PET sẽ duy trì sự phát triển ổn định năm nay, cụ thể chúng tôi dự kiến tăng trưởng doanh thu ở mức 24%, nhờ vào những ngành nghề truyền thống đã khẳng định được thương hiệu và chiếm thị phần lớn, cùng với sự hỗ trợ từ Tập đoàn dầu khí Việt Nam. Trong đó mảng phân phối hàng điện tử tiếp tục giữ vai trò chủ đạo trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của công ty. Song song với ổn định các lĩnh vực truyền thống, PET cũng tiếp tục đẩy mạnh đầu tư cho các dự án mới hướng tới sự tăng trưởng mạnh mẽ trong tương lai.

**Tiềm năng từ các dự án đầu tư:** PET được kỳ vọng nhiều vào đột biến tạo ra bởi dòng tiền từ 3 dự án lớn: (1) dự án phân phối hạt nhựa PP (cuối năm 2010, đầu năm 2011), (2) dự án Petrosetco Tower (dự kiến động thổ vào quý 4/2010) và (3) dự án sản xuất và kinh doanh Bio Ethanol (đầu năm 2011). Các dự án này khi đi vào hoạt động ổn định sẽ có thể đóng góp thêm khoảng 3,000 tỷ VND/năm vào tổng doanh thu của PET từ năm 2012.

**ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi định giá cổ phiếu PET trong vòng một năm trở lại khi công ty vẫn duy trì tăng trưởng các mảng kinh doanh truyền thống. Giá mục tiêu trong năm 2010 là 26,550 đồng/cổ phiếu tương ứng EPS năm 2010 đạt 2,392 đ/cp. So với mức giá 23,900 như hiện nay, chúng tôi khuyến nghị GIỮ

**RỦI RO CHÍNH**

- Sự cạnh tranh ngày càng khốc liệt trên thị trường phân phối điện thoại di động (ĐTDD) và laptop. Cầu trong lĩnh vực này có xu hướng bão hòa.
- Rủi ro tỷ giá khá lớn do phải nhập khẩu hàng trăm triệu USD/năm.
- Rủi ro về nguồn nguyên liệu
- Rủi ro đầu ra và tiến độ cho sản phẩm căn hộ Petrosetco Tower.



**TỔNG HỢP TÀI CHÍNH**

| Mô hình thu nhập (VND)                    | 2007         | 2008         | 2009         | 2010E        |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                    | <b>2,695</b> | <b>5,286</b> | <b>7,375</b> | <b>9,068</b> |
| Giá vốn hàng bán                          | -2,496       | -4,903       | -6,801       | -8,360       |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                      | <b>199</b>   | <b>384</b>   | <b>574</b>   | <b>707</b>   |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i>                 | <i>7%</i>    | <i>7%</i>    | <i>8%</i>    | <i>8%</i>    |
| Thu nhập hoạt động khác                   | 4            | 7            | 67           | 58           |
| Chi phí bán hàng                          | -108         | -167         | -241         | -263         |
| Chi phí QLDN                              | -31          | -45          | -160         | -181         |
| Chi phí hoạt động khác                    | -1           | -1           | -46          | -46          |
| <b>Lợi nhuận trước thuế &amp; lãi vay</b> | <b>63</b>    | <b>177</b>   | <b>195</b>   | <b>275</b>   |
| Thu nhập từ đầu tư                        | 10           | 16           | 70           | 58           |
| Lãi vay ròng                              | -21          | -105         | -112         | -134         |
| <b>Thu nhập ròng từ tài chính</b>         | <b>-11</b>   | <b>-89</b>   | <b>-42</b>   | <b>-76</b>   |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>               | <b>52</b>    | <b>88</b>    | <b>153</b>   | <b>200</b>   |
| Thuế thu nhập                             | 0            | -16          | -39          | -50          |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>                 | <b>52</b>    | <b>73</b>    | <b>115</b>   | <b>151</b>   |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số              | -            | -            | -66          | -84          |
| Cổ tức trả (VND/cổ phiếu)                 | 52           | 73           | 49           | 67           |
| Lợi nhuận giữ lại                         | 24           | 47           | 51           | 63           |
|   | 48           | 47           | 55           | 70           |
| Số cổ phiếu bình quân (m)                 | 2,161        | 1,530        | 2,231        | 2,392        |
| Số cổ phiếu cuối năm (m)                  | 0            | 0            | 1,200        | 1,200        |
| Thu nhập/cổ phiếu (VND)                   | 0.00%        | 0.00%        | 53.80%       | 50.20%       |

| Báo cáo dòng tiền   | 2007        | 2008        | 2009        | 2010E       |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Lợi nhuận ròng  | 52          | 73          | 115         | 151         |
| Điều chỉnh tăng giảm:                                       | -           | -           | -           | -           |
| Khấu hao  | 89          | 8           | 22          | 120         |
| Thay đổi hàng tồn kho                                       | -502        | -122        | -377        | -146        |
| Thay đổi khoản phải thu                                     | -381        | -211        | -588        | -53         |
| Thay đổi khoản phải trả                                     | 157         | 107         | 566         | -151        |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động KD</b>                            | <b>-584</b> | <b>-144</b> | <b>-261</b> | <b>-79</b>  |
| Thay đổi TSCĐ hữu hình                                      | -323        | -65         | -40         | -346        |
| Thay đổi đầu tư ngắn hạn                                    | -17         | 12          | -142        | 7           |
| Thay đổi đầu tư dài hạn                                     | -           | -5          | -17         | -9          |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động Đ.Tư</b>                          | <b>-340</b> | <b>-58</b>  | <b>-200</b> | <b>-347</b> |
| Cổ phần phát hành   | 490         | -3          | 140         | 96          |
| Thay đổi các quỹ khác                                       | 9           | 2           | 1           | 8           |
| Thay đổi các khoản nợ vay                                   | 478         | 279         | 599         | 214         |
| Thay đổi nợ dài hạn   | 1           | 10          | 41          | 70          |
| Chia cổ tức cho cổ đông                                     | -11         | -48         | -74         | -138        |
| <b>Dòng tiền hoạt động T.chính</b>                          | <b>967</b>  | <b>240</b>  | <b>815</b>  | <b>250</b>  |
| <b>Dòng tiền thuần</b>                                      | <b>42</b>   | <b>38</b>   | <b>354</b>  | <b>-177</b> |
| Tiền mặt đầu kỳ   | 19          | 39          | 78          | 431         |
| <b>Tiền mặt cuối kỳ</b>                                     | <b>61</b>   | <b>78</b>   | <b>431</b>  | <b>254</b>  |
| <b>Dòng tiền thuần dự phóng</b>                             |             |             |             |             |
| Lợi nhuận ròng  | 52          | 73          | 115         | 151         |
| Cộng thêm chi phí khấu hao (-) tăng TSLĐ, không kể tiền mặt | -881        | -           | -965        | -197        |
| (+) tăng VNNH   | 635         | -           | 1,165       | 63          |
| (-) tăng nguyên giá TSMMTB                                  | -293        | -           | -62         | -335        |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                                      | <b>-398</b> | <b>81</b>   | <b>275</b>  | <b>-199</b> |

Đơn vị: Tỷ VND

| Bảng Cân Đối Kế Toán (VND)      | 2007         | 2008         | 2009         | 2010E        |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>         |              |              |              |              |
| Tiền & tương đương tiền         | 39           | 78           | 431          | 254          |
| Đầu tư tài chính                | 17           | 5            | 147          | 140          |
| Khoản phải thu                  | 343          | 513          | 1,068        | 1,097        |
| Hàng tồn kho                    | 502          | 623          | 1,001        | 1,147        |
| Chi phí trả trước, TSNH khác    | 36           | 75           | 108          | 130          |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>936</b>   | <b>1,294</b> | <b>2,755</b> | <b>2,768</b> |
| <b>Tài sản cố định</b>          |              |              |              |              |
| Nguyên giá                      | 293          | 298          | 360          | 695          |
| Trừ khấu hao lũy kế             | -89          | -97          | -120         | -239         |
| Tài sản cố định ròng            | 204          | 201          | 241          | 456          |
| Tài sản dài hạn khác            | 35           | 95           | 73           | 84           |
| <b>Tổng Tài Sản</b>             | <b>1,177</b> | <b>1,598</b> | <b>3,094</b> | <b>3,343</b> |
| <b>Vay nợ ngắn hạn</b>          |              |              |              |              |
| Vay ngắn hạn                    | 478          | 757          | 1,356        | 1,570        |
| Khoản phải trả                  | 6            | 7            | 12           | 590          |
| Nợ khác                         | 151          | 257          | 819          | 89           |
| <b>Tổng vay nợ ngắn hạn</b>     | <b>635</b>   | <b>1,021</b> | <b>2,186</b> | <b>2,249</b> |
| <b>Vay nợ dài hạn</b>           | <b>1</b>     | <b>11</b>    | <b>51</b>    | <b>121</b>   |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>           | <b>541</b>   | <b>565</b>   | <b>748</b>   | <b>864</b>   |
| Cổ phiếu thường                 | 485          | 474          | 565          | 699          |
| Quỹ đầu tư phát triển           | 5            | 14           | 26           | 33           |
| Lợi nhuận giữ lại               | 42           | 66           | 108          | 121          |
| Nguồn ngân sách & quỹ khác      | 9            | 11           | -3           | 12           |
| <b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b> |              |              |              |              |
| <b>Tổng vay nợ &amp; VCSH</b>   | <b>1,177</b> | <b>1,597</b> | <b>3,094</b> | <b>3,343</b> |

**Tăng trưởng & tỷ suất (%)**

|                            |         |         |        |        |
|----------------------------|---------|---------|--------|--------|
| Tăng trưởng Doanh thu      | 264.30% | 96.10%  | 39.50% | 23.00% |
| Tăng trưởng EBITDA         | 755.90% | 181.50% | 9.90%  | 41.40% |
| Tăng trưởng EBIT           | 518.40% | 39.40%  | 58.50% | 31.30% |
| Tăng trưởng lợi nhuận ròng |         | -29%    | 45.80% | 7.30%  |
| Tăng trưởng EPS            | 7.40%   | 7.30%   | 7.80%  | 7.80%  |
| Tỷ suất LN gộp             | 2.30%   | 3.40%   | 2.60%  | 3.00%  |

| Các chỉ số                    | 2007   | 2008 | 2009   | 2010E  |
|-------------------------------|--------|------|--------|--------|
| <b>ROE</b>                    | 21.50% | -6%  | 20.60% | 26.10% |
| <b>ROA</b>                    | 8.50%  | -2%  | 7.60%  | 11.00% |
| <b>Số ngày hàng tồn kho</b>   | 63     | 72   | 69     | 72     |
| <b>Số ngày khoản phải thu</b> | 47     | 86   | 71     | 84     |
| <b>Số ngày khoản phải trả</b> | 415    | 700  | 570    | 14     |
| <b>Vay nợ ròng/VCSH</b>       | 1.5    | 2.1  | 1.7    | 1.5    |
| <b>Lợi suất cổ tức</b>        | 0%     | 0%   | 12%    | 12%    |

Notes: CA = current assets; CL = current liabilities; PEaC = Property and Equipment at Cost

Source: Thang Long Securities

**CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẠI LÝ LIÊN HIỆP VẬN CHUYỂN (GMD:HOSE) 6/4/2010**

**Nguyễn Hữu Duy**  
**Chuyên viên phân tích**  
 Email: [duyinh@thanglongsc.com.vn](mailto:duyinh@thanglongsc.com.vn)

Mã: **GMD**- Sàn: **HOSE**  
 Ý kiến phân tích: **GIỮ**  
 Giá mục tiêu cuối 2010: **67,183 VND**  
**(giá mục tiêu chưa tăng vốn: 86,000 VND)**  
**THỐNG KÊ**

|  |            |
|--|------------|
| Giá ngày 6/4/2010                      | 67,000     |
| Ngành: Công nghiệp                     |            |
| Mô hình kinh doanh: Giao thông vận tải |            |
| Niêm yết từ                            | 08/03/2002 |
| Số cổ phiếu lưu hành                   | 47,500,000 |
| Số cổ phiếu thực tế giao dịch          | 47,500,000 |
| Vốn hóa (tỷ VND)                       | 3,681.3    |
| Giá cao 52 tuần (VND)                  | 112,00     |
| Giá thấp 52 tuần (VND)                 | 32,800     |
| KLGD trung bình 10 ngày                | 617.519    |
| % Thay đổi giá 1 tháng                 | -3,1%      |
| % Thay đổi giá 3 tháng                 | -13,4%     |
| % Thay đổi giá 6 tháng                 | -22,4%     |
| % Thay đổi giá 12 tháng                | +134,2%    |
| % Sở hữu nước ngoài                    |            |
| % Giới hạn sở hữu nước ngoài           | 49,0%      |
| Beta 52 tuần                           |            |
| Nguồn: TLS                             |            |


**ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH**

|                      | 2008    | 2009    | 2010E  |
|----------------------|---------|---------|--------|
| Tài sản              | 3,544   | 4,573   | 5,262  |
| Vốn sở hữu           | 2,036   | 2,476   | 3,483  |
| Doanh thu            | 1,913   | 1,772   | 2,039  |
| EBIT                 | 221     | 168     | 222    |
| EAT                  | -165    | 333     | 318    |
| EPS                  | -3,515  | 6,724   | 5,212  |
| Cổ phần mỗi cổ phiếu | 4287    | 5213    | 3483   |
| PE                   | -       | 11.23   | 12.31  |
| PB                   | -       | 1.45    | 1.84   |
| %Tăng doanh thu      | 63.23   | -7.38   | 15.07  |
| % Tăng EPS           | -177.61 | -291.29 | -22.98 |
| % Lãi biên gộp       | 17.05%  | 16.32%  | 17.61% |
| % Lãi biên ròng      | 18.49%  | -8.64%  | 18.77% |
| ROA                  | -4.66%  | 7.27%   | 6.00%  |
| ROE                  | 34.78%  | 13.43%  | 9.12%  |
| Lãi cổ tức           | -       | 1.99%   | 1.99%  |

Nguồn: Công ty & TLS

Chúng tôi đặc biệt quan tâm tới việc thị trường vận chuyển, bao gồm giá cước và sản lượng, đang tốt hơn, làm tăng giá trị cho mảng kinh doanh vận tải và ICD của GMD. Việc tăng vốn lên 1,000 tỷ để bổ sung vốn lưu động có thể tạo ra hiệu ứng pha loãng cổ phiếu. Dựa trên những cân nhắc thận trọng, chúng tôi cho rằng mức giá mục tiêu cuối năm 2010 sau khi tăng vốn của GMD vào khoảng 67,183 VND, tương ứng với EPS 5,212 VND và PE trung bình ngành hiện tại là 13x. Mức giá này tương đương với giá chưa pha loãng là 86,000 VND. So với mức giá ngày 6/4/2010, chúng tôi kỳ vọng một khoản lợi nhuận đầu tư vốn khoảng 0.27%. Chúng tôi khuyến nghị **GIỮ** đối với cổ phiếu này.

**GIỚI THIỆU CÔNG TY**

Công ty Gemadept (GMD : HoSE) tiền thân là một doanh nghiệp nhà nước thành lập năm 1990. Cùng với chính sách đổi mới kinh tế, năm 1993 Gemadept trở thành một trong ba công ty đầu tiên được cổ phần hóa và được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam vào năm 2002. Năm 2009, GMD đạt doanh thu 1,777 tỷ với lợi nhuận sau thuế là 332.7 tỷ. Hoạt động cảng thông quan nội địa (ICD – Inland Customs Clearance) và vận tải chiếm khoảng 91% doanh thu.

GMD đang cung cấp các dịch vụ liên quan đến vận tải biển với 4 lĩnh vực kinh doanh chính là ICD, vận tải, đại lý và đầu tư tài chính. Trong đó:

- Giữ vị trí số 1 về hoạt động ICD ở khu vực miền Nam.
- Tiên phong trong đầu tư vào hệ thống cảng biển ở Việt Nam.

**DIỄN BIẾN MỚI**

**Kết quả kinh doanh Quý 1 phản ánh tính ổn định.** GMD đã công bố kết quả kinh doanh Quý 1 với doanh thu thuần 409.37 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế 35.61 tỷ đồng. So với quý 1 năm 2009, doanh thu hoạt động kinh doanh cốt lõi hầu như không tăng và lợi nhuận trước thuế tăng 7.67% - chủ yếu là do kết quả của hoạt động tài chính.

| Tỷ đồng              | Q1/2010 | Q1/2009 | + / - |
|----------------------|---------|---------|-------|
| Doanh thu thuần      | 409.37  | 407.89  | 0.36% |
| Lợi nhuận trước thuế | 35.61   | 33.07   | 7.67% |

Nguồn: Công ty và TLS

**Tăng vốn lên 1000 tỷ dẫn đến pha loãng thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS).** Với cách nhìn đến cuối năm 2010, chúng tôi cho rằng việc tăng vốn này sẽ pha loãng EPS vì dòng thu không tăng kịp nguồn vốn. Theo GMD thì một phần của nguồn thu này sẽ tài trợ cho dự án cảng nước sâu Gemadept – Terminal Link, vốn chưa đem lại dòng tiền mới cho GMD trong năm 2010.

**Cảng hàng hóa hàng không Sài Gòn sẽ chính thức khai thác hoạt động vào tháng 8/2010.** Như trao đổi với người đại diện GMD thì cụm cảng này chính thức đi vào hoạt động cuối Quý 3/ 2010. Cảng hàng hóa này có tổng giá trị đầu tư 40 triệu đôla, trong đó GMD đóng góp 23%. Cụm cảng này dự kiến đưa đến dòng doanh thu cho GMD khoảng 2.2 tỷ đồng.

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

**Giá cước vận tải biển đang phục hồi.** Theo quan sát của chúng tôi và báo cáo của hãng tư vấn vận chuyển Drewry thì vận chuyển container năm 2010 đã bắt phục hồi. Theo Drewry, giá vận chuyển trung bình năm 2010 sẽ tăng khoảng 32% so với năm 2009.

**Sản lượng hàng thông qua cảng biển khu vực Hồ Chí Minh đã tăng trở lại.** Quý 1 sản lượng hàng container thông qua cảng Hồ Chí Minh đạt 890,000 TEUs, tăng 22.4% so với năm 2009.

**ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu cuối năm 2010 của GMD là **67,183 đồng** dựa trên EPS pha loãng 5,212 đồng và PE trung bình ngành 13x. Chúng tôi khuyến nghị **Giữ**. Mức giá chưa pha loãng là 86,000 đồng.

**RỦI RO ĐẦU TƯ**

**Ba rủi ro chính trong ngành.** GMD đang phải đối mặt với 03 rủi ro chính trong ngành đó là thiếu nhân lực chuyên môn, cơ sở hạ tầng kém và chính sách phát triển hệ thống vận chuyển.

**ICD Phước Long – đang bị thách thức vị trí số 1.** ICD hiện nay là mảng kinh doanh chính của GMD với thị phần số 1 khu vực miền Nam. Mảng kinh doanh ICD đang chịu sự cạnh tranh khốc liệt khi hàng loạt các ICD trong khu vực kinh tế trọng điểm miền Nam đang dần hình thành.

**Cảng Cái Mép – có quá để lạc quan.** Chúng tôi cho rằng cảng Cái Mép mà GMD đang đầu tư sẽ gặp cạnh tranh khốc liệt. Hơn thế nữa tính hiệu quả của dự án này vẫn là câu hỏi đối với chúng tôi.

**THÔNG TIN TÀI CHÍNH TÓM TẮT**
**Đơn vị : Tỷ đồng**

| Mô hình thu nhập (tỷ VND)             | 2007          | 2008          | 2009           | 2010E         | Bảng Cân Đối Kế Toán (tỷ VND)        | 2007         | 2008         | 2009         | 2010E        |
|---------------------------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                | <b>1,172</b>  | <b>1,913</b>  | <b>1,772</b>   | <b>2,039</b>  | <b>Tài sản ngắn hạn</b>              |              |              |              |              |
| Giá vốn hàng bán                      | -944          | -1,587        | -1,483         | -1,680        | Tiền & tưong đương tiền              | 276          | 172          | 268          | 309          |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                  | <b>228</b>    | <b>326</b>    | <b>289</b>     | <b>359</b>    | Đầu tư tài chính                     | 203          | 91           | 209          | 209          |
| <i>Biến lợi nhuận gộp</i>             | <i>-7.72%</i> | <i>42.90%</i> | <i>-11.32%</i> | <i>24.17%</i> | Khoản phải thu                       | 652          | 521          | 435          | 500          |
| Chi phí bán hàng                      | 0             | -1            | -7             | -8            | Hàng tồn kho ròng                    | 9            | 29           | 57           | 65           |
| Chi phí QLDN                          | -99           | -104          | -114           | -129          | Chi phí trả trước, TSNH khác         | 118          | 162          | 157          | 316          |
| Thu nhập hoạt động khác               | 0             | 0             | 0              | 0             | <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>         | <b>1,259</b> | <b>976</b>   | <b>1,127</b> | <b>1,399</b> |
| <b>Lợi nhuận hoạt động hoặc EBIT</b>  | <b>129</b>    | <b>221</b>    | <b>168</b>     | <b>222</b>    | <b>Tài sản máy móc thiết bị</b>      |              |              |              |              |
| <b>Lãi vay ròng</b>                   | <b>-32</b>    | <b>-60</b>    | <b>-69</b>     | <b>-69</b>    | Nguyên giá                           | 1,339        | 1,796        | 2,040        | 2,347        |
| Thu nhập tài chính ròng               | 90            | -378          | 195            | 195           | Trừ khấu hao lũy kế                  | -342         | -458         | -601         | -680         |
| Thu nhập đầu tư ròng                  | 5             | 17            | 0              | 0             | Đầu tư tài chính dài hạn             |              |              |              |              |
| Khác                                  | 41            | -5            | 4              | 3             | Tài sản máy móc thiết bị ròng        | 997          | 1,338        | 1,439        | 1,667        |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>           | <b>265</b>    | <b>-145</b>   | <b>368</b>     | <b>351</b>    | Tài sản dài hạn khác                 | 1,031        | 1,230        | 2,007        | 2,196        |
| Thuế thu nhập                         | -48           | -20           | -35            | -34           | <b>Tổng Tài Sản</b>                  | <b>3,287</b> | <b>3,544</b> | <b>4,573</b> | <b>5,262</b> |
| <i>Thuế / lợi nhuận trước D&amp;A</i> | <i>0</i>      | <i>0</i>      | <i>0</i>       | <i>0</i>      | <b>Vay nợ ngắn hạn</b>               |              |              |              |              |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>             | <b>217</b>    | <b>-165</b>   | <b>333</b>     | <b>318</b>    | Vay ngắn hạn                         | 65           | 184          | 338          | 338          |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số          | 0             | 0             | 0              | 0             | Khoản phải trả                       | 224          | 256          | 261          | 296          |
| Cổ tức trả (VND/cổ phiếu)             | 176           | -260          | 445            | 318           | Nợ khác                              | 243          | 248          | 249          | 286          |
| Lợi nhuận giữ lại                     | 0             | 0             | 0              | 0             | <b>Tổng vay nợ ngắn hạn</b>          | <b>533</b>   | <b>689</b>   | <b>848</b>   | <b>920</b>   |
| Số cổ phiếu bình quân (m)             | 45            | 48            | 48             | 61            | <b>Vay nợ dài hạn</b>                | <b>440</b>   | <b>796</b>   | <b>1,082</b> | <b>690</b>   |
| Số cổ phiếu cuối năm (m)              | 4,529         | (3,515)       | 6,724          | 5,212         | <b>Vốn chủ sở hữu</b>                | <b>2,284</b> | <b>2,036</b> | <b>2,476</b> | <b>3,485</b> |
| <b>Thu nhập/cổ phiếu (VND)</b>        | 1,500         | -             | 1,500          | 1,500         | Cổ phiếu thường                      | 475          | 475          | 475          | 1,000        |
| Cổ tức cổ phiếu thường (VND)          | 33.12%        | 0.00%         | 22.31%         | 28.78%        | Quỹ đầu tư phát triển                | 87           | 107          | 107          | 107          |
| <b>Báo cáo dòng tiền</b>              | <b>2007</b>   | <b>2008</b>   | <b>2009</b>    | <b>2010E</b>  | Lãi chưa phân phối                   |              |              |              |              |
| Lợi nhuận ròng                        | 217           | -165          | 333            | 318           | Cổ phiếu Quỹ                         | 342          | 82           | 527          | 845          |
| Khấu hao                              | -38           | 116           | 143            | 80            | Nguồn ngân sách & quỹ khác           | 1,380        | 1,373        | 1,367        | 1,367        |
| Thay đổi hàng tồn kho                 | -4            | -19           | -29            | -8            | <b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>      | <b>30</b>    | <b>23</b>    | <b>166</b>   | <b>166</b>   |
| Thay đổi khoản phải thu               | -63           | 131           | 87             | -66           | <b>Tổng vay nợ &amp; VCSH</b>        | <b>3,287</b> | <b>3,544</b> | <b>4,573</b> | <b>5,262</b> |
| Thay đổi khoản phải trả               | 52            | 32            | 5              | -35           | <b>Tăng trưởng &amp; tỷ suất (%)</b> |              |              |              |              |
| Khác                                  | -188          | 258           | -194           | 0             | Tăng trưởng Doanh thu                | -3.31%       | 63.23%       | -7.38%       | 15.07%       |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động KD</b>      | <b>-24</b>    | <b>352</b>    | <b>345</b>     | <b>436</b>    | Tăng trưởng EBITDA                   | -7.72%       | 271.82%      | -7.58%       | -3.05%       |
| Thay đổi TSCĐ hữu hình                | -408          | -455          | -236           | -307          | Tăng trưởng EBIT                     | -17.83%      | 71.72%       | -23.98%      | 31.95%       |
| Thay đổi đầu tư ngắn hạn              | -1            | -2            | -8             | -8            | Tăng trưởng lợi nhuận ròng           | 28.22%       | -248.26%     | -270.95%     | -28.53%      |
| Thay đổi đầu tư dài hạn               | -869          | -390          | -127           | -214          | Tăng trưởng EPS                      | 0.15%        | -177.61%     | -291.29%     | -22.49%      |
| Khác                                  |               |               |                |               | Tỷ suất LN gộp                       | 19.47%       | 17.05%       | 16.32%       | 17.61%       |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động Đ.Tư</b>    | <b>-1,278</b> | <b>-846</b>   | <b>-371</b>    | <b>-529</b>   | Tỷ suất EBITDA                       | 7.72%        | 17.59%       | 17.55%       | 14.79%       |
| Cổ phần phát hành                     | 1,456         | 0             | 0              | 525           | Tỷ suất EBIT                         | 10.98%       | 11.55%       | 9.48%        | 10.87%       |
| Thay đổi các quỹ khác                 | -24           | -32           | -277           | 0             | <b>Các chỉ số</b>                    |              |              |              |              |
| Thay đổi các khoản nợ vay             | -30           | 119           | 154            | 0             | ROE                                  | 45.62%       | -34.78%      | 13.43%       | 9.12%        |
| Thay đổi nợ dài hạn                   | 141           | 356           | 286            | -392          | ROA                                  | 6.59%        | -4.66%       | 7.27%        | 6.04%        |
| Chia cổ tức cho cổ đông               | -52           | -59           | -71            | 0             | Số ngày hàng tồn kho                 | 4            | 7            | 14           | 14           |
| Khác                                  |               |               |                |               | Số ngày khoản phải thu               | 203          | 99           | 90           | 90           |
| <b>Dòng tiền hoạt động T.chính</b>    | <b>1,490</b>  | <b>385</b>    | <b>92</b>      | <b>133</b>    | Số ngày khoản phải trả               | 87           | 59           | 64           | 64           |
| Dòng tiền thuần                       | 189           | -104          | 67             | 40            | Vay nợ ròng/VCSH (x)                 | 0.22         | 0.48         | 0.57         | 0.30         |
| Tiền mặt đầu kỳ                       | 87            | 276           | 172            | 268           | Độ che phủ lãi vay - EBIT(x)         | 4            | 4            | 2            | 3            |
| Tiền mặt cuối kỳ                      | 276           | 172           | 268            | 309           | <b>Định giá so sánh (giá @ 27/5)</b> |              |              |              |              |
| <b>Lược tính dòng tiền tự do</b>      |               |               |                |               | PE                                   |              |              | 11.23        | 12.31        |
| Lợi nhuận ròng                        | 217           | -165          | 333            | 318           | PB                                   |              |              | 1.45         | 1.84         |
| Cộng thêm chi phí khấu hao            | -38           | 116           | 143            | 80            | <b>Lợi suất cổ tức</b>               |              |              | 1.99%        | 1.99%        |
| (-)tăng TSLĐ, không kể tiền mặt       | 518           | -180          | 55             | 232           |                                      |              |              |              |              |
| (+) tăng VNNH                         | 95            | 156           | 160            | 72            |                                      |              |              |              |              |
| (-) tăng nguyên giá TSMNTB            | 401           | 457           | 244            | 307           |                                      |              |              |              |              |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                | <b>-646</b>   | <b>-171</b>   | <b>336</b>     | <b>-69</b>    |                                      |              |              |              |              |

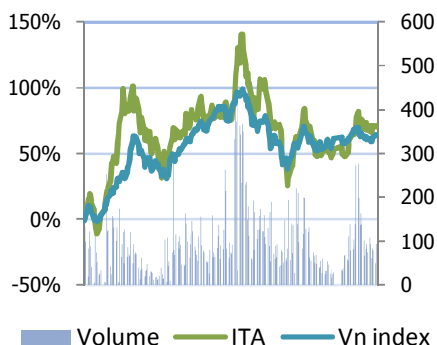
Notes: CA = current assets; CL = current liabilities; PEaC = Property and Equipment at Cost  
Source: Thang Long Securities

**Hoàng Công Tuấn, chuyên viên phân tích**  
Email: [tuahc@thanglongsc.com.vn](mailto:tuahc@thanglongsc.com.vn)

Mã: ITA- Sàn giao dịch: HSX  
Khuyến nghị: **MUA**  
Giá mục tiêu: **VND 43.000-44.000**

**STOCK STATISTICS**

|   |             |
|---|-------------|
| Giá ngày <b>6/4/2010</b>  | 37.500      |
| Ngành: Bất động sản và xây lắp  |             |
| Mô hình kinh doanh: Phát triển và kinh doanh khu đô thị, khu công nghiệp. |             |
| Ngày niêm yết   |             |
| Số cổ phiếu lưu hành  | 203,843,228 |
| Số cổ phiếu giao dịch   | 203,843,228 |
| Vốn hóa ( tỷ VND)   | 7542        |
| Cao nhất trong 52 tuần (VND)  | 95,500      |
| Thấp nhất trong 52 tuần (VND)   | 14,700      |
| Khối lượng trung bình 10 ngày   | 783,381     |
| % thay đổi giá 1 tháng  | 3.00%       |
| % thay đổi giá 3 tháng  | -2.30%      |
| % thay đổi giá 6 tháng  | -3.80%      |
| % thay đổi giá 12 tháng   | 14.00%      |
| % Sở hữu nước ngoài   | 27.78%      |
| % Giới hạn sở hữu nước ngoài  | 49.00%      |
| Beta 52 Tuần  | 1.17        |
| Nguồn: TLS  |             |


**FINANCIAL HIGHLIGHTS**

|                   | 2008    | 2009   | 2010E  |
|-------------------|---------|--------|--------|
| Tổng tài sản      | 6068    | 8036   | 14885  |
| Vốn chủ sở hữu    | 4624    | 5082   | 6135   |
| Doanh thu         | 1057    | 1222   | 3144   |
| EBIT              | 427     | 640    | 989    |
| EBT               | 371     | 572    | 1196   |
| EAT               | 296     | 474    | 1053   |
| EPS (VND)         | 2.13    | 2.30   | 5.10   |
| Cổ tức            | 50%     | 50%    | 50%    |
| P/E               | 14      | 16     | 13.8   |
| P/B               | 3       | 3.5    | 3.5    |
| % Tăng doanh thu  | 0.47%   | 17.62% | 155%   |
| % Tăng EPS        | -34.00% | 8.20%  | 120%   |
| LN biên gộp       | 33.64%  | 32.35% | 36.40% |
| LN biên ròng      | 28.80%  | 38.60% | 33.80% |
| ROA               | 4.70%   | 5.91%  | 9.50%  |
| ROE               | 6.42%   | 9.34%  | 17.16% |
| Lợi suất cổ tức % | 16.00%  | 12.50% | 7.10%  |

Nguồn : ITA, TLS

**Công ty Cổ phần Đầu tư Công nghiệp Tân Tạo - June 4, 2010**

**Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của ITA sẽ tăng đáng kể trong năm 2010 do nguồn lợi nhuận ổn định từ hoạt động cho thuê đất khu công nghiệp. Chúng tôi dự phóng EPS của ITA sẽ khoảng 3470 VND. Với mức PE trung bình ngành đạt 14, giá hợp lý của cổ phiếu ITA sẽ là 43.750 VND. Chúng tôi khuyến nghị Mua Cổ phiếu này.**

**GIỚI THIỆU CÔNG TY**

ITA được thành lập năm 1996 với chiến lược phát triển tập trung vào lĩnh vực phát triển khu công nghiệp và kinh doanh bất động sản. Hiện tại Công ty đang sở hữu 3 khu công nghiệp với tổng diện tích lên đến 1000 ha tại thành phố Hồ Chí Minh và tỉnh Long An. Hoạt động kinh doanh bất động sản tập trung vào việc phát triển các khu đô thị đã bắt đầu được triển khai mạnh mẽ trong năm 2009 và hứa hẹn đem lại lợi nhuận và doanh thu cho ITA trong năm 2010. Quỹ đất sách lớn ( khoảng 1500 ha) là một lợi thế cạnh tranh quan trọng của ITA so với các doanh nghiệp cùng ngành.

**DIỄN BIẾN MỚI**

Công ty vừa tổ chức công bố dự án khu công nghiệp ITAHAN, cách thủ đô Hà Nội 5 km. Hiện tại, ITA đã được ủy ban nhân dân tỉnh Hà Nam phê duyệt đồ án quy hoạch chi tiết 1/2000 cho dự án này.

**Dự án khu căn hộ phức hợp Tân Tạo Plaza:** ITA vừa xây dựng khu căn hộ phức hợp ITA Plaza 4,5,6 cho công nhân tại Phường Tân Kiên, Quận Bình Chánh, Thành phố Hồ Chí Minh. Dự án bao gồm 3 khối nhà với 360 căn hộ. Mỗi khối nhà có 12 tầng và một tầng hầm. Tổng diện tích xây dựng là 3600 m2. Dự án này đã được hoàn thành và có thể đem lại doanh thu cho ITA trong năm 2010.

**Khu đô thị Tân Đức:** Khu đô thị Tân Đức đang được xây dựng trên tổng diện tích là 387 ha với thiết kế hiện đại của Mỹ và kiến trúc thân thiện với môi trường tọa lạc trên địa bàn tỉnh Long An. Dự án này sẽ hoàn thành một phần vào cuối năm 2010 và đem lại doanh thu và lợi nhuận cho ITA.

**Trong năm 2009, ITA nhận được giấy phép đầu tư cho dự án nhà máy điện Kiến Lương. Dự án có tổng mức vốn đầu tư dự kiến là 6,7 tỷ USD với công suất 4,400 đến 5,200 MW. Trong giai đoạn đầu của dự án, Nhà máy điện Kiến Lương sẽ được xây dựng với công suất là 2 x 600 MW và sản lượng điện dự kiến hàng năm là 8,100 tỷ đến 8,640 tỷ KW. Nhà máy này sẽ được hoàn thành vào năm 2012.**

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

Lĩnh vực kinh doanh phát triển khu công nghiệp và bất động sản tại Việt Nam hiện có tiềm năng phát triển và triển vọng lợi nhuận cao trong dài hạn. Trong các năm tiếp theo, nhu cầu thuê đất trong khu công nghiệp và nhà ở được dự báo sẽ tiếp tục giữ ở mức cao do tốc độ tăng trưởng kinh tế ổn định sẽ thúc đẩy hoạt động sản xuất công nghiệp và quá trình đô thị hoá.

ITA hiện đang có những lợi thế cạnh tranh rất lớn so với các doanh nghiệp cùng ngành nhờ quỹ đất rất lớn (khoảng 15000 ha). Với quỹ đất sạch lớn nằm ở Thành phố Hồ Chí Minh, Long An, ITA có nhiều khả năng duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định trong nhiều năm tới.

**ĐỊNH GIÁ**

Với giả định giá cho thuê đất tại các khu công nghiệp của ITA tiếp tục ổn định như năm ngoái và các dự án bất động sản sẽ đem lại doanh thu và lợi nhuận cho ITA trong năm nay, chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của Công ty trong năm nay sẽ đạt khoảng 1053 VND. EPS dự kiến sẽ đạt mức 3470 VND/ cổ phiếu. Với mức PE bình quân ngành là 14, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý của cổ phiếu ITA sẽ đạt khoảng 43,750 VND/ cổ phiếu trong khi mức giá hiện tại là 37.500 VND/ cổ phiếu. **Chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu này.**

**RỦI RO CHÍNH**

Rủi ro chính mà ITA phải đối mặt chính là nhu cầu vốn đầu tư rất cao trong các năm tới đặc biệt là cho nhà máy điện Kiến Lương. Trong các năm tới chắc chắn ITA sẽ phải sử dụng vốn vay nhiều hơn điều này sẽ làm tăng mức đòn bẩy tài chính của ITA khiến hoạt động của Công ty tiềm ẩn nhiều rủi ro. Bên cạnh đó cạnh tranh trong lĩnh vực phát triển khu công nghiệp đang ngày càng gay gắt. Tính đến năm 2009, có khoảng 200 khu công nghiệp với diện tích 63000 ha đang được khai thác trong đó diện tích lấp đầy chỉ là 30%.

*Unit: million VND*

| Earning Model (VND)                     | 2007           | 2008           | 2009           | 2010E            |
|---|----------------|----------------|----------------|------------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                  | 557,084        | 1,057,632      | 1,222,210      | <b>3,114,072</b> |
| Giá vốn hàng bán                        | (259,536)      | (701,804)      | (826,786)      | (1,979,612)      |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                    | 297,548        | 355,828        | 395,424        | <b>1,134,460</b> |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i>               | 53.4%          | 33.6%          | 32.4%          | 36.4%            |
| Thu nhập hoạt động khác                 | 2,108          | 12,045         | 72,420         | 20,000           |
| Chi phí bán hàng                        | (4,147)        | (9,797)        | (1,115)        | 6,228            |
| Chi phí QLDN                            | (22,008)       | (83,599)       | (77,726)       | (155,704)        |
| Chi phí hoạt động khác                  | (417)          | (107)          | (66,295)       | (15,000)         |
| <b>Lợi nhuận trước thuế&amp;lãi vay</b> | 273,084        | 274,370        | 322,709        | <b>989,984</b>   |
| Thu nhập từ đầu tư                      | 121,264        | 165,696        | 325,032        | 300,000          |
| Lãi vay ròng                            | (39,782)       | (56,963)       | (68,662)       | (93,234)         |
| <b>Thu nhập ròng từ tài chính</b>       | 81,482         | 108,733        | 256,370        | <b>206,766</b>   |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>             | 354,566        | 383,103        | 579,079        | <b>1,196,750</b> |
| Thuế thu nhập                           | (96,651)       | (30,612)       | (43,380)       | (143,610)        |
| <i>Thuế thu nhập hoãn lại</i>           | 62,774         | (55,719)       | (60,918)       |                  |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>               | <b>320,689</b> | <b>296,772</b> | <b>474,781</b> | <b>1,053,140</b> |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số            | (11,345)       | 15,902         | 5,779          | 10,000           |
| <b>Lợi nhuận của Công ty mẹ</b>         | <b>332,034</b> | <b>280,870</b> | <b>469,003</b> | <b>1,043,140</b> |
| EPS (000.VND)                           | 3.26           | 2.13           | 2.30           | 3.47             |
| Cổ tức cổ phiếu thường                  | 50.00%         | 50.00%         | 50.00%         | 50%              |

| CashFlow Statements              | 2007 | 2008            | 2009               | 2010E          |
|----------------------------------|------|-----------------|--------------------|----------------|
| Lợi nhuận ròng                   |      | 280,807         | 468,905            | 1,043,140      |
| Điều chỉnh tăng giảm:            |      |                 |                    |                |
| Khấu hao                         |      | 4,426           | 9,628              | 41,929         |
| Thay đổi hàng tồn kho            |      | 49,176          | (274,491)          | (931,851)      |
| Thay đổi khoản phải thu          |      | (203,422)       | (1,774,259)        | (1,253,474)    |
| Thay đổi khoản phải trả          |      | (228,508)       | 279,624            | 1,399,477      |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động KD</b> |      | <b>(97,521)</b> | <b>(1,290,594)</b> | <b>309,221</b> |

|                                    |                    |                |                  |  |
|------------------------------------|--------------------|----------------|------------------|--|
| Thay đổi TSCĐ hữu hình             | (38,355)           | (177,469)      | (500,000)        |  |
| Thay đổi đầu tư ngắn hạn           | 151,829            | 7,510          | -                |  |
| Thay đổi đầu tư dài hạn            | (1,969,945)        | 475,782        | -                |  |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động Đ.Tư</b> | <b>(1,856,471)</b> | <b>305,822</b> | <b>(500,000)</b> |  |

|                                    |                  |                 |                |  |
|------------------------------------|------------------|-----------------|----------------|--|
| Cổ phần phát hành                  | 1,251,527        | 498,489         | 1,000,000      |  |
| Thay đổi các quỹ khác              | 36,699           | (36,622)        | -              |  |
| Thay đổi các khoản nợ vay          | 169,519          | 68,060          | 100,000        |  |
| Thay đổi nợ dài hạn                | 5,394            | 916,331         | 500,000        |  |
| Chia cổ tức cho cổ đông            | (387,798)        | (472,896)       | (1,000,000)    |  |
| <b>Dòng tiền hoạt động T.chính</b> | <b>1,075,341</b> | <b>973,362</b>  | <b>600,000</b> |  |
| <b>Dòng tiền thuần</b>             | <b>(878,651)</b> | <b>(11,409)</b> | <b>409,221</b> |  |
| Tiền mặt đầu kỳ                    | 994,959          | 116,308         | 104,899        |  |
| <b>Tiền mặt cuối kỳ</b>            | <b>116,308</b>   | <b>104,899</b>  | <b>514,120</b> |  |

| Ước tính dòng tiền tự do        | 2007           | 2008               | 2009            | 2010E |
|---------------------------------|----------------|--------------------|-----------------|-------|
| Lợi nhuận ròng                  | 296,709        | 474,683            | 1,053,140       |       |
| Cộng thêm chi phí khấu hao      | 4,426          | 9,628              | 41,929          |       |
| (-)tăng TSLD, không kể tiền mặt | 120,993        | (1,829,673)        | (2,185,325)     |       |
| (+) tăng VNNH                   | (58,988)       | 347,684            | 1,499,477       |       |
| (-) tăng nguyên giá TSMMTB      | (32,670)       | (36,682)           | (500,000)       |       |
| <b>Dòng tiền tự do</b>          | <b>330,469</b> | <b>(1,034,359)</b> | <b>(90,779)</b> |       |

| Balance Sheet (VND)             | 2007             | 2008             | 2009             | 2010E             |
|---------------------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>         |                  |                  |                  |                   |
| Tiền & tương đương tiền         | 994,959          | 116,308          | 104,899          | 514,120           |
| Đầu tư tài chính                | 159,339          | 7,510            | -                | -                 |
| Khoản phải thu                  | 515,403          | 609,296          | 2,175,470        | 3,412,682         |
| Hàng tồn kho                    | 1,554,632        | 1,505,456        | 1,779,947        | 2,711,798         |
| Chi phí trả trước, TSNH khác    | 191,580          | 25,870           | 14,878           | 31,141            |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>3,415,913</b> | <b>2,264,440</b> | <b>4,075,194</b> | <b>6,669,740</b>  |
| <b>Tài sản máy móc thiết bị</b> |                  |                  |                  |                   |
| Nguyên giá                      | 67,191           | 99,861           | 136,543          | 636,543           |
| Giá trị hao mòn                 | (14,766)         | (19,191)         | (28,820)         | (70,749)          |
| Tài sản cố định ròng            | 52,426           | 80,670           | 107,723          | 565,794           |
| Tài sản và đầu tư dài hạn khác  | 1,718,264        | 3,969,133        | 3,853,216        | 3,853,216         |
| <b>Tổng tài sản</b>             | <b>5,186,603</b> | <b>6,314,242</b> | <b>8,036,134</b> | <b>11,088,751</b> |
| <b>Vay nợ ngắn hạn</b>          |                  |                  |                  |                   |
| Vay ngắn hạn                    | 85,742           | 255,262          | 323,322          | 423,322           |
| Khoản phải trả                  | 1,267,642        | 986,000          | 1,102,965        | 2,711,798         |
| Nợ khác                         | 24,704           | 77,838           | 240,496          | 31,141            |
| <b>Tổng vay nợ ngắn hạn</b>     | <b>1,378,088</b> | <b>1,319,099</b> | <b>1,666,783</b> | <b>3,166,261</b>  |
| <b>Vay nợ dài hạn</b>           |                  |                  |                  |                   |
| Vốn chủ sở hữu                  | 3,437,577        | 4,623,844        | 5,082,685        | 6,135,825         |
| Cổ phiếu thường                 | 971,933          | 1,322,448        | 2,038,432        | 3,038,432         |
| Quỹ đầu tư phát triển           | 7,655            | -                | -                | -                 |
| Lợi nhuận giữ lại               | 781,363          | 674,371          | 670,380          | 723,520           |
| Các nguồn, quỹ khác             | 1,676,627        | 2,627,025        | 2,373,873        | 2,373,873         |
| <b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b> | <b>4,539</b>     | <b>(493)</b>     | <b>(1,459)</b>   | <b>(1,459)</b>    |
| <b>Tổng vay nợ &amp; VCSH</b>   | <b>5,186,603</b> | <b>6,314,242</b> | <b>8,036,133</b> | <b>11,088,750</b> |

| Tăng trưởng & tỷ suất (%)         | 2007     | 2008   | 2009   | 2010E  |
|-----------------------------------|----------|--------|--------|--------|
| <b>Tăng trưởng Doanh thu</b>      |          | 89.85% | 15.56% | 155%   |
| <b>Tăng trưởng EBIT</b>           |          | 0.47%  | 17.62% | 200%   |
| <b>Tăng trưởng lợi nhuận ròng</b> |          | -7.46% | 59.98% | 122%   |
| <b>Tăng trưởng EPS</b>            |          | -34%   | 8.2%   | 120%   |
| <b>Tỷ suất LN gộp</b>             | 53.41%   | 33.64% | 32.35% | 36.40% |
| <b>Tỷ suất EBIT</b>               | 49.02%   | 25.94% | 26.40% | 31.70% |
| <b>Tỷ lệ</b>                      |          |        |        |        |
| <b>ROE</b>                        | 9.33%    | 6.42%  | 9.34%  | 17.16% |
| <b>ROA</b>                        | 6.18%    | 4.70%  | 5.91%  | 9.50%  |
| <b>Số ngày hàng tồn kho</b>       | 2,186.37 | 782.97 | 785.79 | 500.00 |
| <b>Số ngày khoản phải thu</b>     | 337.69   | 210.27 | 649.68 | 400    |
| <b>Số ngày khoản phải trả</b>     | 830.55   | 340.27 | 329.38 | 500.00 |
| <b>Vay nợ ròng/VCSH</b>           | 50.75%   | 36.57% | 58.14% | 45.00% |

| Định giá               | 2007   | 2008   | 2009   | 2010E |
|------------------------|--------|--------|--------|-------|
| <b>PE</b>              | 11     | 14     | 16     | 13    |
| <b>PB</b>              | 3      | 3      | 3.5    | 3.2   |
| <b>Lợi suất cổ tức</b> | 16.00% | 12.50% | 16.00% | 7.1%  |

Chú thích: TSLD = tài sản lưu động; VNNH = vay nợ ngắn hạn; TSMMTB = Tài sản máy móc thiết bị; TSNH: Tài Sản Ngắn Hạn; VCSH: vốn chủ sở hữu; EBIT: lợi nhuận trước thuế và lãi vay; EBITDA: Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao

Nguồn: Chứng Khoán Thăng Long



**Hoàng Công Tuấn, chuyên viên phân tích**  
Email: tuanhc@thanglongsc.com.vn

Mã CK: **KBC**- Sàn niêm yết: **HSX**

Khuyến nghị: **GIỮ**

Giá mục tiêu: **VND 73,000-74,000 VND**

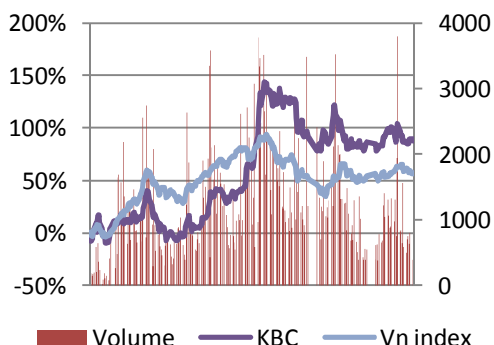
**STOCK STATISTICS**

|   |             |
|---|-------------|
| Giá ngày <b>6/4/2010</b>  | 55,000      |
| Ngành: Bất động sản và khu công nghiệp                                    |             |
| Mô hình kinh doanh: Phát triển và kinh doanh khu đô thị, khu công nghiệp. |             |
| Số cổ phiếu lưu hành  | 193,173,674 |
| Số cổ phiếu giao dịch   | 193,173,674 |
| Vốn hóa ( tỷ VND)   | 11,300.7    |
| Cao nhất trong 52 tuần (VND)  | 76.4        |
| Thấp nhất trong 52 tuần (VND)   | 29.1        |
| Khối lượng trung bình 10 ngày   | 1,275,459   |
| % thay đổi giá 1 tháng  | 1.72%       |
| % thay đổi giá 3 tháng  | 0.11%       |
| % thay đổi giá 6 tháng  | 23.72%      |
| % thay đổi giá 12 tháng   | 126%        |
| % Sở hữu nước ngoài   | 17.44%      |
| % Giới hạn sở hữu nước ngoài  | 49.00%      |
| Beta 52 Tuần  | 1.13        |

Source: TSC

**Biến động giá 12 tháng của KBC và Vnindex**

Đơn vị: nghìn cổ phiếu



Source: TLS's calculation

**FINANCIAL HIGHLIGHT**

|                  | 2008    | 2009    | 2010E  |
|------------------|---------|---------|--------|
| Tổng tài sản     | 4,780   | 9,076   | 9,396  |
| Vốn chủ sở hữu   | 2,735   | 3,272   | 4,033  |
| Doanh thu        | 860     | 1,049   | 2,123  |
| EBIT             | 569     | 672     | 1,337  |
| EAT              | 361     | 752     | 1,416  |
| EPS (VND)        | 2,427   | 3,095   | 5,260  |
| Cổ tức           | 1,500   | 3,000   | 3,000  |
| P/E              | 24.12   | 19.33   | 14.375 |
| P/B              | 3       | 3.5     | 3.52   |
| % Tăng doanh thu | 143.00% | -26.00% | 24.50% |
| % Tăng EPS       | -50.68% | 43.02%  | 29.77% |
| LN biên gộp      | 23%     | 58.80%  | 57.90% |
| LN biên ròng     | 19.80%  | 59.20%  | 74.00% |
| ROA              | 5.90%   | 6.80%   | 10.43% |
| ROE              | 10.4%   | 18.80%  | 24.20% |

**Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc- June 4, 2010**

**Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của KBC sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2010 do triển vọng lợi nhuận sang sủa từ hoạt động cho thuê đất khu công nghiệp sẽ gia tăng mạnh dựa trên sự tăng trưởng kinh tế ổn định của Việt Nam. Chúng tôi dự phóng EPS của KBC sẽ khoảng 5260 VND. Với mức PE trung bình ngành đạt 14, giá hợp lý của cổ phiếu KBC sẽ là 73.640 VND. Chúng tôi khuyến nghị MUA Cổ phiếu này.**

**GIỚI THIỆU CÔNG TY**

KBC là một trong những công ty hàng đầu hoạt động trong lĩnh vực phát triển các khu công nghiệp tại Việt Nam. Hiện tại số lượng các khu công nghiệp mà KBC đang sở hữu là 5 khu với diện tích sẵn sàng để cho thuê là 1000 ha. Hiện tại diện tích các khu công nghiệp của KBC tại Việt Nam đang chiếm 13 % diện tích các khu công nghiệp trên cả nước. Trong tương lai, chiến lược phát triển của KBC tập trung vào hai mảng chính là mảng phát triển khu công nghiệp và mảng kinh doanh bất động sản. Hiện tại, KBC đã bắt đầu thực thi chiến lược này bằng cách triển khai đầu tư vào hàng loạt dự án bất động sản lớn như các khu đô thị Phúc Ninh, Quang Châu, Trảng Cát.

**DIỄN BIẾN MỚI**

**Dự án nhà máy nhiệt điện:** KBC đang lên kế hoạch xây dựng một nhà máy nhiệt điện với công suất 600 MW tại tỉnh Bắc Giang để cung cấp điện năng cho các khu công nghiệp của Công ty. Dự án này sẽ được khởi công vào tháng 6 năm 2010 và dự kiến hoàn thành vào năm 2013.

**Các dự án đang triển khai:** Dự án tháp tài chính Kinh Bắc- Hà Nội tọa lạc tại 1A Láng Hạ vừa được khởi công vào tháng 5 năm 2010. Tòa tháp này dự kiến sẽ cao 32 tầng được xây trên khu đất rộng 4000 m<sup>2</sup>. Tổng mức vốn đầu tư dự kiến khoảng 100 triệu USD. KBC đã khởi công xây dựng khu công nghiệp Phương Nam có diện tích là 700 ha vào tháng 4 năm 2010. Dự kiến khu công nghiệp này có thể bắt đầu cho thuê vào quý 2 năm 2010.

**Dự án khu đô thị Phúc Ninh:** Từ năm 2009 giai đoạn 2 của dự án đã bắt đầu được triển khai. Cho đến hiện nay, KBC đang tiến hành thực hiện bản vẽ quy hoạch 1/500 trình các cấp có thẩm quyền phê duyệt.

**KBC đang có kế hoạch sát nhập Công ty SGT** bằng cách mua lại 100% cổ phần của SGT. Hiện tại SGT sở hữu khu công nghiệp Đại Đồng với diện tích là 300 ha. Việc sát nhập SGT sẽ đem lại cho KBC nhiều lợi ích trong dài hạn.

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

Lĩnh vực kinh doanh phát triển khu công nghiệp và bất động sản tại Việt Nam hiện có tiềm năng phát triển và triển vọng lợi nhuận cao trong dài hạn. Trong các năm tiếp theo, nhu cầu thuê đất trong khu công nghiệp và nhà ở được dự báo sẽ tiếp tục giữ ở mức cao do tốc độ tăng trưởng kinh tế ổn định sẽ thúc đẩy hoạt động sản xuất công nghiệp và quá trình đô thị hoá. KBC hiện đang có những lợi thế cạnh tranh rất lớn so với các doanh nghiệp cùng ngành nhờ quỹ đất rất lớn (khoảng 1000 ha).

**ĐỊNH GIÁ**

Với giả định giá cho thuê đất tại các khu công nghiệp của KBC tiếp tục ổn định như năm ngoái tại mức 45-50 USD/m<sup>2</sup> và khu công nghiệp Phương Nam sẽ được đưa vào khai thác trong quý 2 năm 2010, chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của Công ty trong năm nay sẽ đạt khoảng 1415 tỷ VND. EPS dự kiến sẽ đạt mức 5260 VND/ cổ phiếu. Với mức PE bình quân ngành là 14, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý của cổ phiếu KBC sẽ đạt khoảng 73,640 VND/ cổ phiếu trong khi mức giá hiện tại là 55,000 VND/ cổ phiếu. Chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu này.

**RỦI RO CHÍNH**

**Rủi ro cạnh tranh:** Hiện tại, đang có 8 khu công nghiệp đang hoạt động tại tỉnh Bắc Ninh với tổng diện tích cho thuê là 4000 ha. Điều này tạo nên sức ép cạnh tranh rất lớn đối với hoạt động kinh doanh chính của KBC. Thêm vào đó, trong tương lai sẽ có thêm 6 khu công nghiệp nữa được xây dựng tại tỉnh Bắc Ninh với tổng diện tích vào khoảng 3895 ha. Môi trường cạnh tranh quyết liệt chắc chắn sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của KBC trong thời gian tới.

Unit: million VND

Mô hình thu nhập (VND) 2007 2008 2009 2010E

Balance Sheet (VND) 2007 2008 2009 2010E

|   |                |                 |                  |                  |
|---|----------------|-----------------|------------------|------------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                    | <b>538,609</b> | <b>860,988</b>  | <b>1,049,690</b> | <b>2,123,998</b> |
| Giá vốn hàng bán                          | (238,875)      | (330,081)       | (432,952)        | (893,210)        |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                      | <b>299,734</b> | <b>530,906</b>  | <b>616,738</b>   | <b>1,230,788</b> |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i>                 | <i>55.6%</i>   | <i>61.7%</i>    | <i>58.8%</i>     | <i>57.9%</i>     |
| Thu nhập hoạt động khác                   | 19,831         | 522             | 1,273            | 2,000            |
| Chi phí bán hàng                          | 0              | 0               | 0                | 0                |
| Chi phí QLDN                              | 15,056         | 38,074          | 54,790           | 106,199          |
| Chi phí hoạt động khác                    | 0              | 0               | (221)            | (1,500)          |
| <b>Lợi nhuận trước thuế &amp; lãi vay</b> | <b>334,622</b> | <b>569,503</b>  | <b>672,580</b>   | <b>1,337,488</b> |
| Thu nhập từ đầu tư                        | 154,855        | 56,556          | 355,683          | 300,000          |
| Lãi vay ròng                              | (31,036)       | (96,800)        | (192,369)        | (29,208)         |
| <b>Thu nhập ròng từ tài chính</b>         | <b>123,819</b> | <b>(40,245)</b> | <b>163,314</b>   | <b>270,791</b>   |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>               | <b>458,441</b> | <b>529,258</b>  | <b>835,894</b>   | <b>1,608,279</b> |
| Thuế thu nhập                             | 107,172        | 167,598         | 83,603           | 192,993          |
| <i>Thuế thu nhập hoãn lại</i>             |                |                 |                  |                  |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>                 | <b>351,269</b> | <b>361,659</b>  | <b>752,291</b>   | <b>1,415,286</b> |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số              | -              | 5,447           | 27,865           | <b>100,000</b>   |
| <b>Lợi nhuận của Công ty mẹ</b>           | <b>321,156</b> | <b>280,063</b>  | <b>614,257</b>   | <b>1,315,286</b> |
| EPS (000.VND)                             |                |                 |                  |                  |
| Cổ tức cổ phiếu thường                    | 30%            | 30%             | 50%              | 50%              |

| <b>CashFlow Statements</b>         | <b>2007</b> | <b>2008</b>     | <b>2009</b>       | <b>2010E</b>     |
|------------------------------------|-------------|-----------------|-------------------|------------------|
| Lợi nhuận ròng                     |             | 280,063         | 614,257           | 1,271,286        |
| Điều chỉnh tăng giảm:              |             |                 |                   |                  |
| Khấu hao                           |             | 1,712           | 5,399             | 83,920           |
| Thay đổi hàng tồn kho              |             | 0               | (42)              | 42               |
| Thay đổi khoản phải thu            |             | (664,458)       | (544,194)         | (757,280)        |
| Thay đổi khoản phải trả            |             | 853,458         | 795,471           | 611,805          |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động KD</b>   |             | <b>470,775</b>  | <b>870,890</b>    | <b>1,209,772</b> |
| Thay đổi TSCĐ hữu hình             |             | (233,938)       | (949,130)         | (500,000)        |
| Thay đổi đầu tư ngắn hạn           |             | 771,984         | (68,323)          | -                |
| Thay đổi đầu tư dài hạn            |             | (1,447,312)     | (1,128,351)       | -                |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động Đ.Tư</b> |             | <b>-909,265</b> | <b>-2,145,805</b> | <b>176,669</b>   |
| Cổ phần phát hành                  |             | 678,992         | 223,389           | 1,000,000        |
| Thay đổi các quỹ khác              |             | 2,394           | (5,546)           | (40,000)         |
| Thay đổi các khoản nợ vay          |             | 131,263         | 82,143            | -                |
| Thay đổi nợ dài hạn                |             | (21,856)        | 2,832             | -                |
| Chia cổ tức cho cổ đông            |             | (380,413)       | (247,379)         | (184,980)        |
| <b>Dòng tiền hoạt động T.chính</b> |             | <b>410,379</b>  | <b>2,885,443</b>  | <b>775,019</b>   |
| <b>Dòng tiền thuần</b>             |             | <b>(28,110)</b> | <b>1,610,528</b>  | <b>1,484,792</b> |
| Tiền mặt đầu kỳ                    |             | 157,650         | 129,540           | 1,740,068        |
| <b>Tiền mặt cuối kỳ</b>            |             | <b>129,540</b>  | <b>1,740,068</b>  | <b>3,224,860</b> |
| <b>Ước tính dòng tiền tự do</b>    |             | <b>361,659</b>  | <b>752,291</b>    | <b>1,371,286</b> |
| Lợi nhuận ròng                     |             | 1,712           | 5,399             | 83,920           |
| Cộng thêm chi phí khấu hao         |             | (664,458)       | (544,236)         | (757,238)        |
| (-) tăng TSLD, không kể tiền mặt   |             | 984,722         | 877,614           | 611,805          |
| (+) tăng VNNH                      |             | (3,079)         | (47,435)          | (500,000)        |
| (-) tăng nguyên giá TSMMTB         |             | 680,555         | 1,043,632         | <b>809,772</b>   |
| <b>Dòng tiền tự do</b>             |             | <b>361,659</b>  | <b>752,291</b>    | <b>980,848</b>   |

|                                 |                  |                  |                  |                   |
|---------------------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>         |                  |                  |                  |                   |
| Tiền & tương đương tiền         | 157,650          | 129,540          | 1,740,068        | 3,224,860         |
| Đầu tư tài chính                | 1,082,737        | 310,752          | 379,075          | 379,075           |
| Khoản phải thu                  | 381,031          | 1,041,033        | 1,591,629        | 2,327,629         |
| Hàng tồn kho                    | 0                | 0                | 42               | 0                 |
| Chi phí trả trước, TSNH khác    | 1,944            | 6,401            | 0                | 21,212            |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>1,623,363</b> | <b>1,487,727</b> | <b>3,710,815</b> | <b>5,952,876</b>  |
| <b>Tài sản máy móc thiết bị</b> |                  |                  |                  |                   |
| Nguyên giá                      | 11,981           | 15,061           | 62,496           | 562,496           |
| Giá trị hao mòn                 | (4,454)          | (6,166)          | (11,566)         | (95,496)          |
| Tài sản cố định ròng            | 7,526            | 8,894            | 50,930           | 467,000           |
| Tài sản và đầu tư dài hạn khác  | 1,606,068        | 3,284,238        | 5,314,285        | 5,314,285         |
| <b>Tổng tài sản</b>             | <b>3,236,959</b> | <b>4,780,860</b> | <b>9,076,031</b> | <b>11,734,161</b> |
| <b>Vay nợ ngắn hạn</b>          |                  |                  |                  |                   |
| Vay ngắn hạn                    | 30,000           | 161,263          | 243,405          | 243,405           |
| Khoản phải trả                  | 689,969          | 1,544,156        | 2,333,069        | 2,936,629         |
| Nợ khác                         | 7,117            | 6,390            | 12,947           | 21,212            |
| <b>Tổng vay nợ ngắn hạn</b>     | <b>727,087</b>   | <b>1,711,808</b> | <b>2,589,423</b> | <b>3,201,246</b>  |
| <b>Vay nợ dài hạn</b>           | <b>268,971</b>   | <b>247,114</b>   | <b>3,079,952</b> | <b>3,079,952</b>  |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>           | <b>2,169,908</b> | <b>2,735,496</b> | <b>3,272,482</b> | <b>5,418,763</b>  |
| Cổ phiếu thường                 | 880,000          | 1,340,830        | 1,991,243        | 2,991,243         |
| Quỹ đầu tư phát triển           | 0                | 2,223            | 2,223            | 2,223             |
| Lợi nhuận giữ lại               | 381,908          | 281,556          | 648,434          | 1,834,763         |
| Các nguồn, quỹ khác             | 908,000          | 1,110,885        | 630,580          | 590,547           |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | 70,993           | 86,441           | 134,174          | 181,000           |
| <b>Tổng vay nợ &amp; VCSH</b>   | <b>3,236,959</b> | <b>4,780,860</b> | <b>9,076,031</b> | <b>11,734,161</b> |

| <b>Tăng trưởng &amp; tỷ suất (%)</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>2010E</b> |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| <b>Tăng trưởng Doanh thu</b>         |             | 143.00%     | -26.00%     | 24.5%        |
| <b>Tăng trưởng EBIT</b>              |             | 70.19%      | 18.10%      | 25.4%        |
| <b>Tăng trưởng lợi nhuận ròng</b>    |             | 2.96%       | 108.01%     | 30.3%        |
| <b>Tăng trưởng EPS</b>               |             | -50.68%     | 43.02%      | 29.7%        |
| <b>Tỷ suất LN gộp</b>                |             | 61.7%       | 58.8%       | 59.1%        |
| <b>Tỷ suất EBIT</b>                  |             | 66.15%      | 64.07%      | 64.5%        |
| <b>Tỷ lệ</b>                         |             |             |             |              |
| <b>ROE</b>                           |             | 10.4%       | 18.80%      | 24.2%        |
| <b>ROA</b>                           |             | 5.90%       | 6.80%       | 10.4%        |
| <b>Số ngày hàng tồn kho</b>          |             | 0           | 0           | 0            |
| <b>Số ngày khoản phải thu</b>        |             | 441         | 553         | 4            |
| <b>Số ngày khoản phải trả</b>        |             | 1,708       | 1,967       | 1,2          |
| <b>Vay nợ ròng/VCSH</b>              |             | 0.31        | 0.41        | 0            |

| <b>Valuation (Multiples)</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>2010E</b> |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| <b>PE</b>                    |             | 24.12       | 19.33       | 14.3         |
| <b>PB</b>                    |             | 3           | 3.5         | 3            |
| <b>Lợi suất cổ tức</b>       |             |             |             |              |

Chú thích: TSLD = tài sản lưu động; VNNH = vay nợ ngắn hạn; TSMMTB = Tài sản máy móc thiết bị; TSNH: Tài Sản Ngắn Hạn; VCSH: vốn chủ sở hữu; EBIT: lợi nhuận trước thuế và lãi vay; EBITDA: lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao

Nguồn: Chứng Khoán Thăng Long

**CÔNG TY CỔ PHẦN NHIỆT ĐIỆN PHẢ LAI – PPC (HOSE)**
**6/4/2010**

**Nguyễn Hoài An**  
**Chuyên viên Phân tích**  
 Email: [hoaian@thanglongsc.com.vn](mailto:hoaian@thanglongsc.com.vn)

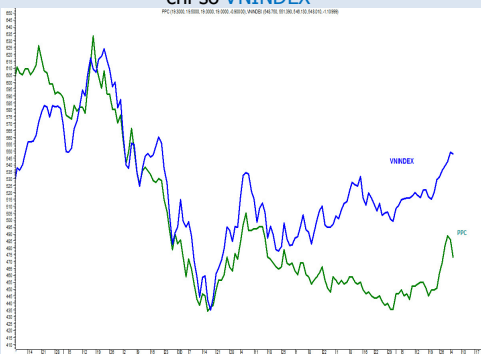
**Mã CK: PPC- Sàn: HSX**  
 Khuyến nghị: **MUA**  
 Giá mục tiêu cuối năm: **25.300 VND**

**THỐNG KÊ**  
 17,400

|                                |             |
|--------------------------------|-------------|
| Giá ngày 6/4/2010              |             |
| Ngành: Năng lượng              |             |
| Mô hình kinh doanh: Nhiệt điện |             |
| Niêm yết từ                    | 19/05/2006  |
| Số cổ phiếu lưu hành           | 326,235,000 |
| Số cổ phiếu thực tế giao dịch  | 325,154,614 |
| Vốn hóa (tỷ VND)               | 6.275,48    |
| Giá cao 52 tuần (VND)          | 33,200      |
| Giá thấp 52 tuần (VND)         | 15,100      |
| KLGD trung bình 10 ngày        | 1.293.380   |
| % Thay đổi giá 1 tháng         | -2.7%       |
| % Thay đổi giá 3 tháng         | -12%        |
| % Thay đổi giá 6 tháng         | -32%        |
| % Thay đổi giá 12 tháng        | -31.3%      |
| % Sở hữu nước ngoài            | 16.1%       |
| % Giới hạn sở hữu nước ngoài   | 49.0%       |

**Source: TSC**

Biểu đồ so sánh diễn biến giá của cổ phiếu PPC và chỉ số VNINDEX


**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

|                  | 2008   | 2009   | 2010E  |
|------------------|--------|--------|--------|
| Tài sản          | 10,797 | 11,744 | 12,222 |
| Vốn sở hữu       | 3,438  | 4,321  | 4,791  |
| Doanh thu        | 3,882  | 4,421  | 3,890  |
| EBIT             | 1,035  | 1,210  | 1,095  |
| EAT              | -213   | 892    | 854    |
| EPS              | -666   | 2,790  | 2,670  |
| Cổ tức           |        | 1200   | 1200   |
| PE               | -      | 6.77   | 9.5    |
| PB               | 1.77   | 1.43   | 1.72   |
| % Tăng doanh thu | 2%     | 14%    | -12%   |
| % Tăng EPS       | -126%  | -519%  | -4%    |
| % Lãi biên gộp   | 27.91% | 28.98% | 30.00% |
| % Lãi biên ròng  | -5%    | 20%    | 22%    |
| ROA              | -1.97% | 7.60%  | 6.99%  |
| ROE              | -6.19% | 20.64% | 17.82% |

**Source : Company, TSC**

Với giả định thận trọng nhất, bao gồm (i) giá bán điện cho EVN không tăng và (ii) tỷ giá VND/JPY trung bình 2010 ở mức 205, chúng tôi định giá PPC ở mức 25,300 đồng vào cuối năm 2010 cao hơn 45.40% so với giá đóng cửa ngày 6/4/2010. Chúng tôi khuyến nghị MUA.

**GIỚI THIỆU DOANH NGHIỆP**

Công ty cổ phần nhiệt điện Phả Lai là một trong 3 doanh nghiệp sản xuất điện lớn nhất Việt Nam và là doanh nghiệp sản xuất nhiệt điện than có quy mô lớn nhất với 2 nhà máy Phả Lai 1 và 2 với tổng công suất 1.040 MW. Sản lượng điện cung cấp cho hệ thống khoảng 6 triệu Kwh/năm.

Hoạt động sản xuất kinh doanh có tính ổn định cao. Nguồn nguyên liệu than được cung cấp từ các vùng than: Vàng Danh, Mạo Khê, Hòn Gai,... sản phẩm đầu ra được ấn định và bao tiêu toàn bộ bởi EVN. Tuy nhiên giá bán điện được quy định khá chặt chẽ.

Ngành điện có vai trò hết sức quan trọng và nhạy cảm đối với sự phát triển của nền kinh tế, nhất là trong thời kỳ hiện tại khi nguồn cung không đáp ứng đủ cầu. Chính vì vậy các công ty trong ngành được hưởng nhiều ưu đãi từ Chính phủ.

**DIỄN BIẾN MỚI**
**Kết quả hoạt động Quý I năm 2010**

- Doanh thu đạt: 1.082 tỷ đồng, bằng 98,9% so với quý 1/2009
- Lợi nhuận sau thuế đạt 204,4 tỷ đồng, bằng 72% so với quý 1/2009

**Nguyên nhân Lợi nhuận quý 1 sụt giảm**

• 1/1/2010 hợp đồng bán điện 4 năm với EVN đã hết hạn, hợp đồng mới cho giai đoạn 2010-2013 dự kiến sẽ được ký kết trong tháng 5/2010 do đó doanh thu quý 1 được ghi nhận theo giá bán chỉ bằng 90% giá bán điện năm 2009.

• Chi phí sửa chữa lớn được phân bổ vào chi phí sản xuất điện năm 2010 cao gấp 1,2 lần so với năm 2009

**Giá nguyên liệu đầu vào tăng:** ngày 3/3/2010, Tập đoàn công nghiệp Than-Khoáng sản Việt Nam (TKV) đã công bố tăng giá bán than cho các nhà máy điện của Tập đoàn Điện lực Việt Nam và dự kiến sẽ tăng thêm một lần nữa vào quý 4 năm nay. Tuy giá nguyên liệu đầu vào tăng nhưng sẽ không ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận gộp của PPC vì trong giá bán điện cho EVN có một khoảng là 213,12 VND/KWh là giá biến đổi được điều chỉnh khi giá nguyên liệu (than, dầu) biến động.

**Giá điện bán lẻ có xu hướng tăng liên tục trong thời gian gần đây.** Từ 1/3/2009, giá bán lẻ tăng bình quân 8,92% so với năm 2008 và từ tháng 1/2010 giá bán sẽ được thực hiện trên cơ sở giá thị trường. Tháng 3/2010, giá bán tiếp tục tăng với mức tăng bình quân hơn 6%. Hiện nay, giá bán điện PPC ký kết với EVN cố định ở mức 368,69VND/kWh và khoản biến đổi 213,21 VND/KWh. Với xu hướng tăng giá điện hiện nay, khả năng PPC sẽ đàm phán tăng giá bán cho EVN trong hợp đồng mới ký kết vào tháng 5/2010.

**Kế hoạch năm 2010 sẽ sụt giảm** do công ty không tiến hành sửa chữa lớn khối 2 và khối 5 vào năm 2009 vì tình hình lưới điện luôn thiếu hụt. Tuy nhiên việc hoàn thành đại tu theo kế hoạch sẽ nâng cao công suất khả dụng và sự ổn định của các tổ máy, góp phần nâng cao lợi nhuận từ sản xuất điện.

**Chi phí khấu hao giảm dần qua các năm.** Nhà máy 1 được đưa vào sử dụng vào năm 1986 có thời gian khấu hao 10 năm. Như vậy khi nhà máy 1 sẽ hết khấu hao vào giữa 2010, giá vốn hàng bán sẽ giảm đáng kể và điều này sẽ gia tăng lợi nhuận cho công ty.

**Góp 240 tỷ đồng vào EVN International (chiếm 10% vốn điều lệ) vào 31/03/2010.** EVN International có vốn điều lệ 2.400 tỷ được đóng góp bởi các doanh nghiệp lớn như: EVN, Tập đoàn công nghiệp cao su, Tổng công ty điện lực dầu khí, Ngân hàng TMCP An Bình,... Hiện nay EVN International đang tham gia thực hiện các dự án điện tại Lào và Campuchia

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

Nhu cầu điện năm 2010 dự báo tăng 18% trong khi đó nguồn cung đang bị hạn chế do hạn hán kéo dài, do đó sản lượng điện đầu ra của PPC sẽ được tiêu thụ hoàn toàn. Kết quả kinh doanh trong năm nay được kỳ vọng tốt hơn do những yếu tố:

- Giá vốn 2010 của PPC giảm nhờ hết khấu hao Nhà máy 1, công suất 440Mw vào giữa năm 2010.
- Giá bán điện cho EVN có thể đàm phán tăng lên do giá điện bán lẻ cũng đã điều chỉnh tăng từ năm 2009.
- Tỷ giá VND/JPY được dự báo sẽ biến động quanh mức 200 hoặc thấp hơn do đó PPC sẽ không phải trích lập dự phòng tỷ giá vào năm 2010 cho khoản vay hơn 34 tỷ Yên. Trong trường hợp tỷ giá giảm thấp hơn so với mức trích lập dự phòng 200 VND/JPY vào cuối năm 2009, PPC sẽ có thêm một khoản hoàn nhập đáng kể.

**ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi dùng phương pháp PE để dự báo giá của cổ phiếu PPC vào cuối năm 2010. Với những giả định khá chắc chắn về những chỉ tiêu trong mô hình định giá và mức PE kỳ vọng cuối năm 2010 vào khoản 9.5x chúng tôi dự báo giá PPC sẽ đạt mức **25.300VND/CP**, đây là mức giá khá hấp dẫn để đầu tư vào giai đoạn hiện nay.

**RỦI RO CHÍNH – RỦI RO TỶ GIÁ**

Đây là rủi ro lớn nhất của PPC hiện nay và cũng chính những biến động tỷ giá theo chiều hướng bất lợi này đã khiến lợi nhuận của PPC trong 2 năm 2008-2009 sụt giảm đáng kể. Tuy vậy, chúng tôi



đánh giá năm 2010, rủi ro này không tác động đến kết quả hoạt động của PPC vì Chính sách duy trì đồng Yên yếu nhằm hỗ trợ xuất khẩu của Chính phủ Nhật Bản.

**CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH**

| Mô hình thu nhập (tỷ VND)                 | 2007             | 2008             | 2009             | 2010E          |
|---|------------------|------------------|------------------|----------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                    | <b>3,807.1</b>   | <b>3,881.9</b>   | <b>4,420.9</b>   | <b>3,890.4</b> |
| Giá vốn hàng bán                          | (2,692.7)        | (2,798.5)        | (3,139.7)        | (2,723.3)      |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                      | <b>1,114.3</b>   | <b>1,083.4</b>   | <b>1,281.2</b>   | <b>1,167.1</b> |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i>                 | <i>0.3</i>       | <i>0.3</i>       | <i>0.3</i>       | <i>0.3</i>     |
| Thu nhập hoạt động khác                   | 18.5             | 16.9             | 7.5              | 12.2           |
| Chi phí bán hàng                          | -                | -                | -                | -              |
| Chi phí QLDN                              | (58.4)           | (61.7)           | (72.7)           | (77.8)         |
| Chi phí hoạt động khác                    | (12.9)           | (4.1)            | (6.1)            | (6.7)          |
| <b>Lợi nhuận trước thuế &amp; lãi vay</b> | <b>1,061.4</b>   | <b>1,034.5</b>   | <b>1,209.9</b>   | <b>1,094.9</b> |
| Thu nhập từ đầu tư                        | 125.4            | 293.0            | 379.6            | 142.7          |
| Lãi vay ròng                              | (409.0)          | (1,795.6)        | (703.1)          | (383.8)        |
| <b>Thu nhập ròng từ tài chính</b>         | <b>(283.6)</b>   | <b>(1,502.6)</b> | <b>(323.5)</b>   | <b>(241.1)</b> |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>               | <b>777.8</b>     | <b>(468.1)</b>   | <b>886.5</b>     | <b>853.7</b>   |
| Thuế thu nhập                             | (46.5)           | (255.3)          | (5.5)            | -              |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>                 | <b>(0.0)</b>     | <b>0.0</b>       | <b>(0.0)</b>     | <b>-</b>       |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số              | <b>824.4</b>     | <b>(212.8)</b>   | <b>892.0</b>     | <b>853.7</b>   |
| Cổ tức trả (VND/cổ phiếu)                 | -                | -                | 0.0              | 0.0            |
| Lợi nhuận giữ lại                         | <b>824.4</b>     | <b>(212.8)</b>   | <b>508.3</b>     | <b>470.1</b>   |
| Số cổ phiếu bình quân (m)                 | 315.3            | 319.8            | 319.7            | 319.7          |
| Số cổ phiếu cuối năm (m)                  | 320.0            | 319.7            | 319.7            | 319.7          |
| Thu nhập/cổ phiếu (VND)                   | 2,576.5          | (665.5)          | 2,789.9          | 2,670.2        |
| Cổ tức cổ phiếu thường (VND)              | -                | -                | 1,200.0          | 1,200.0        |
| Tỷ lệ trả cổ tức/LN (cp thường)           | -                | -                | 0.6              | 0.4            |
| <b>Bảo cáo dòng tiền</b>                  | <b>2,007.0</b>   | <b>2,008.0</b>   | <b>2,009.0</b>   | <b>2,010E</b>  |
| Lợi nhuận ròng                            | 824.4            | (212.8)          | 892.0            | 853.7          |
| Điều chỉnh tăng giảm:                     | -                | -                | -                | -              |
| Khấu hao                                  | 945.8            | 914.7            | 900.7            | 1,802.1        |
| Thay đổi hàng tồn kho                     | (116.4)          | (87.8)           | (44.6)           | 64.6           |
| Thay đổi khoản phải thu                   | 2,158.1          | (438.2)          | 24.0             | 29.1           |
| Thay đổi khoản phải trả                   | 132.3            | 225.1            | (133.9)          | 8.4            |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động KD</b>          | <b>3,944.1</b>   | <b>401.0</b>     | <b>1,638.1</b>   | <b>2,758.0</b> |
| Thay đổi TSCĐ hữu hình                    | (152.4)          | (457.2)          | 144.0            | (10.9)         |
| Thay đổi đầu tư ngắn hạn                  | (1,030.0)        | (1,705.6)        | 530.6            | -              |
| Thay đổi đầu tư dài hạn                   | <b>(1,098.4)</b> | <b>859.2</b>     | <b>(1,630.7)</b> | <b>(47.5)</b>  |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động Đ.Tư</b>        | <b>(2,280.7)</b> | <b>(1,303.7)</b> | <b>(956.1)</b>   | <b>(58.4)</b>  |
| Cổ phần phát hành                         | 112.1            | 295.3            | -                | -              |
| Thay đổi các quỹ khác                     | (8.9)            | 0.8              | (1.8)            | -              |
| Thay đổi các khoản nợ vay                 | (42.1)           | 79.1             | 29.2             | -              |
| Thay đổi nợ dài hạn                       | <b>(1,128.0)</b> | <b>1,199.7</b>   | <b>168.0</b>     | <b>-</b>       |
| Chia cổ tức cho cổ đông                   | <b>(812.3)</b>   | <b>(472.3)</b>   | <b>(7.0)</b>     | <b>(383.7)</b> |
| <b>Dòng tiền hoạt động T.chính</b>        | <b>(1,879.2)</b> | <b>1,102.7</b>   | <b>188.4</b>     | <b>(383.7)</b> |
| <b>Dòng tiền thuần</b>                    | <b>(215.8)</b>   | <b>200.0</b>     | <b>870.5</b>     | <b>2,316.0</b> |
| Tiền mặt đầu kỳ                           | 528.6            | 312.8            | 512.8            | 1,383.3        |
| <b>Tiền mặt cuối kỳ</b>                   | <b>312.8</b>     | <b>512.8</b>     | <b>1,383.3</b>   | <b>3,699.3</b> |
| <b>Dòng tiền thuần dự phóng</b>           |                  |                  |                  |                |
| Lợi nhuận ròng                            | 824.4            | (212.8)          | 892.0            | 853.7          |
| Cộng thêm chi phí khấu hao                | 945.8            | 914.7            | 900.7            | 1,802.1        |
| (-) tăng TSLĐ, không kể tiền mặt          | 2,041.6          | (526.0)          | (20.6)           | 93.7           |
| (+) tăng VNNH                             | 90.2             | 304.3            | (104.7)          | 8.4            |
| (-) tăng nguyên giá TSMMTB                | 5.9              | 3.5              | (10.9)           | (10.9)         |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                    | <b>3,907.9</b>   | <b>483.6</b>     | <b>1,656.5</b>   | <b>2,747.2</b> |

| Bảng Cân Đối Kế Toán (tỷ VND) | 2007           | 2008            | 2009            | 2010E           |
|-------------------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>       |                |                 |                 |                 |
| Tiền & tương đương tiền       | 312.8          | 512.8           | 1,383.3         | 3,699.3         |
| Đầu tư tài chính              | 1,030.0        | 2,735.6         | 2,205.0         | 2,205.0         |
| Khoản phải thu                | 494.2          | 931.9           | 877.0           | 852.7           |
| Hàng tồn kho                  | 469.4          | 557.2           | 601.8           | 537.2           |
| Chi phí trả trước, TSNH khác  | 0.6            | 1.1             | 32.1            | 27.2            |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>  | <b>2,307.0</b> | <b>4,738.7</b>  | <b>5,099.2</b>  | <b>7,321.4</b>  |
| <b>Tài sản cố định</b>        |                |                 |                 |                 |
| Nguyên giá                    | 13,316.3       | 13,312.9        | 13,323.8        | 13,334.7        |
| Trừ khấu hao lũy kế           | -7,239.8       | -8,154.5        | -9,055.2        | -10,857.3       |
| Tài sản cố định ròng          | 6,076.6        | 5,158.4         | 4,268.6         | 2,477.4         |
| Tài sản dài hạn khác          | 1,298.7        | 900.2           | 2,376.1         | 2,423.6         |
| <b>Tổng Tài Sản</b>           | <b>9,682.3</b> | <b>10,797.3</b> | <b>11,743.8</b> | <b>12,222.3</b> |
| <b>Vay nợ ngắn hạn</b>        |                |                 |                 |                 |
| Vay ngắn hạn                  | 264.3          | 343.4           | 372.6           | 372.6           |
| Khoản phải trả                | 345.9          | 562.4           | 434.1           | 447.7           |
| Nợ khác                       | 91.6           | 100.2           | 94.6            | 89.5            |
| <b>Tổng vay nợ ngắn hạn</b>   | <b>701.8</b>   | <b>1,006.1</b>  | <b>901.4</b>    | <b>909.8</b>    |
| <b>Vay nợ dài hạn</b>         | <b>0.0</b>     | <b>0.0</b>      | <b>0.0</b>      | <b>0.0</b>      |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>         | <b>3,826.9</b> | <b>3,437.9</b>  | <b>4,321.1</b>  | <b>4,791.2</b>  |
| Cổ phiếu thường               | 3,262.4        | 3,262.4         | 3,262.4         | 3,262.4         |
| Quỹ đầu tư phát triển         | 19.6           | 309.6           | 309.6           | 309.6           |
| Lợi nhuận giữ lại             | 557.6          | -127.5          | 757.6           | 1,227.6         |
| Nguồn ngân sách & quỹ khác    | -12.7          | -6.6            | -8.4            | -8.4            |
| Lợi ích cổ đông thiểu số      | 0.0            | 0.0             | 0.0             | 0.0             |
| <b>Tổng vay nợ &amp; VCSH</b> | <b>9,682.3</b> | <b>10,797.3</b> | <b>11,743.8</b> | <b>12,222.3</b> |

| Tăng trưởng & tỷ suất (%)  | 2007   | 2008   | 2009   | 2010E  |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Tăng trưởng Doanh thu      |        | 2%     | 14%    | -12%   |
| Tăng trưởng EBITDA         |        |        |        |        |
| Tăng trưởng EBIT           |        | -3%    | 17%    | -10%   |
| Tăng trưởng lợi nhuận ròng |        | -126%  | -519%  | -4%    |
| Tăng trưởng EPS            |        | -126%  | -519%  | -4%    |
| Tỷ suất LN gộp             | 29.27% | 27.91% | 28.98% | 0.30   |
| Tỷ suất EBITDA             | 52.72% | 50.21% | 47.74% | 74.46% |
| Tỷ suất EBIT               | 27.88% | 26.65% | 27.37% | 28.14% |

| Các chỉ số                          | 2007   | 2008   | 2009   | 2010E  |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>ROE</b>                          | 21.54% | -6.19% | 20.64% | 17.82% |
| <b>ROA</b>                          | 8.51%  | -1.97% | 7.60%  | 6.99%  |
| <b>Số ngày hàng tồn kho</b>         | 5.74   | 5.02   | 5.22   | 5.07   |
| <b>Số ngày khoản phải thu</b>       |        |        |        |        |
| <b>Số ngày khoản phải trả</b>       |        |        |        |        |
| <b>Vay nợ ròng/VCSH</b>             | 153.0% | 214.1% | 171.8% | 155.1% |
| <b>Độ che phủ lãi vay - EBIT(x)</b> |        |        |        |        |

| Định giá so sánh       | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E |
|------------------------|------|------|------|-------|
| <b>PE</b>              | 23.1 |      | 6.8  | 9.5   |
| <b>PB</b>              | 5.07 | 1.77 | 1.43 | 1.72  |
| <b>Lợi suất cổ tức</b> |      |      |      |       |

Notes: CA = current assets; CL = current liabilities; PEAc = Property and Equipment at Cost  
Source: Thang Long Securities

**Vu Thi Thuy**

 Email: [thuyvt@thanglongsc.com.vn](mailto:thuyvt@thanglongsc.com.vn)
**Mã : STB - Sàn: HSX**
**Analyst Opinion: MUA**
**Target Price: VND 30,200**
**STOCK STATISTICS**

Giá ngày 6/4/2010: 20,300

Ngành: Tài chính

Mô hình kinh doanh: Ngân hàng

Niêm yết từ (06/ 2009)

Số cổ phiếu lưu hành 670.035.300

Số cổ phiếu thực tế giao dịch 670.035.300

Vốn hóa (tỷ VND) 14.137

Giá cao 52 tuần 40,20

Giá thấp 52 tuần 21,10

% Thay đổi giá 1 tháng -3,7%

% Thay đổi giá 3 tháng -9,8%

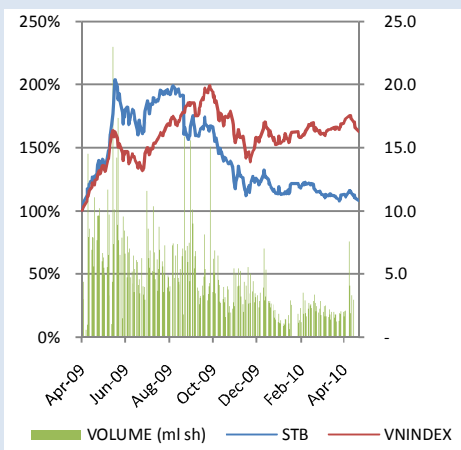
% Thay đổi giá 6 tháng -22,1%

% Thay đổi giá 12 tháng -12,1%

% Sở hữu nước ngoài 30,04%

% Giới hạn sở hữu nước ngoài 49%

Beta

 Nguồn: [TLS](#)

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

|                   | 2008   | 2009    | 2010E   |
|-------------------|--------|---------|---------|
| Tài sản           | 68.439 | 104.019 | 140.477 |
| Vốn chủ sở hữu    | 7.759  | 10.547  | 14.106  |
| TN lãi thuần      | 1.147  | 2.303   | 2.249   |
| TN từ hđ dịch vụ  | 562    | 1.036   | 1.681   |
| Lãi ròng          | 955    | 1.671   | 1.790   |
| EPS điều chỉnh    | 1.866  | 2.493   | 1.950   |
| PE                | 9,86   | 9,67    | 11      |
| PB                | 1,21   | 1,53    | 1,81    |
| T,trường huy động | 4,29%  | 31,19%  | 48,00%  |
| T,trường cho vay  | -1,04% | 70,41%  | 40,37%  |
| Tỷ lệ lãi biên    | 1,05%  | 1,47%   | 2,18%   |
| ROAA              | 1,44%  | 1,94%   | 1,46%   |

**NGÂN HÀNG SÀI GÒN THƯƠNG TÍN (STB: HSX)**
**June 4, 2010**

Chúng tôi kỳ vọng STB sẽ ổn định lợi nhuận khoảng 1.790 tỷ sau thuế do ngân hàng này đã đạt kết quả kinh doanh Quý 1 404.8 tỷ đồng tăng 45.7% so với cùng kỳ năm ngoái và đạt 21.2% kế hoạch năm trong bối cảnh gặp khá nhiều khó khăn về kinh doanh do ảnh hưởng của chính sách thắt chặt tiền tệ và hạn chế tăng trưởng tín dụng. Với kỳ vọng này chúng tôi cho rằng giá của cổ phiếu sẽ đạt mục tiêu 30.200 đồng. Chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu này, xin vui lòng xem phần hệ thống đánh giá của chúng tôi ở trang 6.

**GIỚI THIỆU CÔNG TY**

Là một trong số Ngân hàng thương mại Cổ phần đầu tiên được thành lập với vốn điều lệ tính đến hết cuối năm 2009 đạt gần 10.000 tỷ. Lĩnh vực kinh doanh chính của ngân hàng cho vay và huy động (chiếm 5.2% thị phần toàn ngành), đầu tư, thanh toán (chiếm 13% thị phần), dịch vụ thẻ, bảo lãnh và ngoại hối. Doanh thu năm 2009 ngân hàng 8.489 tỷ trong đó doanh thu hoạt động tín dụng 7.137,8 tỷ, dịch vụ 1.246 tỷ, tổng lợi nhuận sau thuế của ngân hàng 1.670 tỷ, EPS trên một cổ phiếu đạt STB đạt mức 2.771đồng.

**DIỄN BIẾN MỚI**

- Kết quả Hoạt động kinh doanh quý 1** thu nhập lãi của riêng Sacombank tăng trưởng hơn 45% so với cùng kỳ 2009. Đáng chú ý là thu nhập lãi từ hoạt động tín dụng khách hàng tăng 35.9%.
- STB mở thêm phòng giao dịch** tại Maxi Mark 3 tháng 2 Quận 10 TP HCM, nâng số điểm giao dịch lên 323 điểm, tập trung hoàn thành chuyển đổi hai chi nhánh tại Lào và Campuchia thành ngân hàng con 100% vốn Sacombank và thành lập ngân hàng 100% vốn Sacombank tại Myanmar giai đoạn 2010-2015.
- Sacombank được NHNN chấp thuận tăng vốn điều lệ** Sacombank được NHNN chấp thuận tăng vốn điều lệ lên 9.179 tỷ theo tỷ lệ trả cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 20:3, phát hành tăng vốn cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 10:2, cho cán bộ cốt cán theo tỷ lệ 2%/vốn cổ phần với giá 12.000đ/cổ phần.
- Các NHTM thỏa thuận giảm lãi suất huy động** tối đa từ 11.99% xuống còn 11.5%, tạo điều kiện thuận lợi cho việc mở rộng thêm đối tượng khách hàng.
- Chính phủ vừa ban hành Nghị quyết số 23/NQ-CP** ngày 07/05/2010 yêu cầu Ngân hàng Nhà nước phải có biện pháp phù hợp để khẩn trương hạ lãi suất huy động xuống khoảng 10% và lãi suất cho vay khoảng 12%.
- Cấp phép ngân hàng mới:** Dự thảo về việc cấp phép cho ngân hàng mới dự kiến vốn điều lệ thực góp hoặc được cấp tối thiểu tương đương 5.000 tỷ đồng tại thời điểm thành lập vào cuối năm 2012 và là 10.000 tỷ đồng vào cuối năm 2015.

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

**Mức độ thanh khoản:** STB là cổ phiếu có giá trị vốn hóa cao và thanh khoản tốt, khối lượng giao dịch trung bình mười ngày gần nhất đạt 2.7 triệu cổ phiếu.

**Độ ổn định thu nhập:** STB là ngân hàng duy trì được tốc độ tăng trưởng, thu nhập từ lãi chiếm tỷ trọng ổn định ở mức từ 47-62% trong tổng thu nhập. Tỷ lệ hoạt động dịch vụ đạt mức 14%, do đó mà ngân hàng không hoàn toàn phụ thuộc vào doanh thu từ hoạt động tín dụng.

**Các chỉ số hoạt động khá tốt:** tỷ suất sinh lời lợi nhuận biên 1.47% năm 2009 dự kiến 2% năm 2010, tỷ lệ cho vay so với mức huy động đạt trên 50%, tỷ suất an toàn vốn mức 10%, tỷ lệ nợ xấu đạt 0.75%.

**Chỉ số PE:** Chỉ số ở mức khá hấp dẫn khoảng 9-10 lần, chỉ số PE chung của ngành khoảng 12 lần. **Sự mở rộng mạng lưới, chi nhánh:** Việc thành lập thêm 3 chi nhánh nước ngoài triển vọng đem lại nguồn thu mới cho ngân hàng tại Lào, Campuchia và Myanmar trong tương lai

**Các yếu tố vĩ mô** dẫn được cải thiện như, CPI giảm mạnh trong tháng 4, tỷ giá hối đoái ổn định, hoạt động cho vay theo lãi suất thỏa thuận, chính sách tiền tệ linh hoạt phù hợp với điều kiện thực tế.

**ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi đánh giá cao những nỗ lực của STB thể hiện ở kết quả kinh doanh quý 1 2010 tương đối khả quan trong bối cảnh nền kinh tế còn nhiều yếu tố bất ổn và hệ thống ngân hàng gặp nhiều khó khăn.

Kỳ vọng STB có thể đạt LNST ở mức 1,790.4 tỷ là hoàn toàn khả thi, EPS điều chỉnh tương ứng ở mức 2,530 đồng. Với P/E forward trung bình ngành 12.01, P/B trung bình của ngành là 2,04 STB được định giá với mức 30.200đồng theo tỷ lệ áp dụng 50-50 mỗi phương pháp.

**RỦI RO ĐẦU TƯ**

STB phải cạnh tranh mạnh mẽ giữa các NHTM đối với việc huy động vốn thông qua tăng lãi suất huy động và các chương trình khuyến mại.

Mức chênh lệch giữa lãi suất cho vay và huy động vốn đang bị thu hẹp với thỏa thuận của các NHTM khi cho vay để chi phí sản xuất nông-lâm-ngư nghiệp; doanh nghiệp xuất khẩu, doanh nghiệp nhỏ và vừa.

**TỔNG HỢP TÀI CHÍNH**
*Đơn vị Tỷ đồng VND*

| <b>Bảng CĐKT (tỷ VND)</b>          | <b>2007</b>   | <b>2008</b>   | <b>2009</b>    | <b>2010E</b>   |
|------------------------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| Tiền mặt, vàng bạc, đá quý         | 3.335         | 8.459         | 8.702          | 11.396         |
| Tiền gửi tại NHNN                  | 3.879         | 3.225         | 2.634          | 4.030          |
| Tiền gửi tại các TCTD              | 4.656         | 7.048         | 15.200         | 19.274         |
| Chứng khoán kinh doanh             | 4.142         | 370           | 850            | 1.204          |
| Công cụ tài chính phái sinh        | 5             | 7             | 609            | 792            |
| Cho vay khách hàng                 | 35.378        | 35.009        | 59.657         | 83.742         |
| Dự phòng rủi ro cho vay            | (178)         | (252)         | (516)          | (849)          |
| Chứng khoán đầu tư                 | 10.669        | 10.224        | 10.515         | 13.611         |
| Tài sản và thiết bị                | 1.020         | 1.696         | 2.481          | 3.002          |
| Tài sản dài hạn khác               | -             | -             | -              | -              |
| Bất động sản đầu tư                | -             | -             | -              | -              |
| Tài sản Có khác                    | 1.666         | 2.654         | 3.886          | 4.274          |
| <b>Tổng Tài sản</b>                | <b>64.573</b> | <b>68.439</b> | <b>104.019</b> | <b>140.477</b> |
| <b>Nợ phải trả</b>                 |               |               |                |                |
| Nợ và phải trả NHNN                | 750           | 52            | 3.614          | 2.169          |
| Deposits to banks                  | 4.509         | 4.488         | 2.739          | 2.958          |
| Tiền gửi khách hàng                | 44.232        | 46.129        | 60.516         | 89.564         |
| Công cụ tài chính phái sinh        | -             | -             | -              | -              |
| Vốn tài trợ ủy thác                | 1.003         | 1.014         | 1.975          | 2.173          |
| Phát hành giấy tờ có giá           | 5.197         | 7.659         | 22.377         | 26.853         |
| Các khoản nợ khác                  | 1.531         | 1.337         | 2.020          | 2.424          |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>            | <b>57.223</b> | <b>60.680</b> | <b>93.242</b>  | <b>126.140</b> |
| Vốn chủ sở hữu                     | 7.350         | 7.759         | 10.547         | 14.106         |
| Vốn điều lệ                        | 4.449         | 5.116         | 6.700          | 9.179          |
| Vốn khác (gồm thặng dư vốn)        | -             | -             | -              | -              |
| Quỹ của tổ chức tín dụng           | 1.666         | 1.658         | 2.382          | 2.677          |
| Lợi nhuận chưa phân phối           | 1.235         | 984           | 1.464          | 2.249          |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số       | -             | -             | 230            | 230            |
| <b>Tổng nợ phải trả và vốn CSH</b> | <b>64.573</b> | <b>68.439</b> | <b>104.019</b> | <b>140.477</b> |

| <b>Định giá</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>2010E</b> |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| PE              | 20,85       | 9,86        | 9,67        | 11,00        |
| PB              | 3,96        | 1,21        | 1,53        | 1,81         |

| <b>Báo cáo KQKD (tỷ VND)</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>2010</b> |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Thu nhập lãi                 | 3.383       | 7.161       | 7.138       | 12.49       |
| Chi phí lãi                  | (2.231)     | (6.014)     | (4.835)     | (10.242)    |
| Thu nhập lãi thuần           | 1.152       | 1.147       | 2.303       | 2.24        |
| Thu nhập HĐ dịch vụ          | 291         | 672         | 1.246       | 2.02        |
| Chi phí dịch vụ              | (98)        | (110)       | (210)       | (344)       |
| Lãi thuần từ HĐ dịch vụ      | 193         | 562         | 1.036       | 1.68        |
| Lãi thuần từ HĐ ngoại hối    | 101         | 510         | 314         | 36          |
| Lãi thuần HĐ chứng khoán     | 600         | 87          | 16          | 5           |
| Lãi/lỗ HĐ đầu tư             | 209         | (88)        | 413         | 48          |
| Thu nhập từ HĐ khác          | 4           | 116         | (73)        |             |
| Thu nhập từ HĐ liên doanh    | 183         | 120         | 87          | 10          |
| Chi phí hoạt động            | (741)       | (1.270)     | (1.639)     | (2.269)     |
| Lợi nhuận (trước dự phòng)   | 1.700       | 1.184       | 2.457       | 2.67        |
| Chi phí dự phòng             | (118)       | (74)        | (282)       | (334)       |
| Lợi nhuận trước thuế         | 1.582       | 1.110       | 2.175       | 2.33        |
| Chi phí thuế thu nhập DN     | (184)       | (155)       | (504)       | (545)       |
| Lợi nhuận sau thuế           | 1.398       | 955         | 1.671       | 1.79        |
| Lợi ích thiểu số             | -           | -           | -           |             |
| Lợi nhuận ròng               | 1.398       | 955         | 1.671       | 1.79        |
| EPS điều chỉnh               | 3.142       | 1.866       | 2.493       | 1.95        |

| <b>Tốc độ tăng trưởng (%)</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>2010</b> |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Tăng trưởng huy động          | 152,6%      | 4,3%        | 31,2%       | 48,0%       |
| Tăng trưởng cho vay           | 145,8%      | -1,0%       | 70,4%       | 40,4%       |
| Tăng trưởng thu nhập lãi      | 73,5%       | -0,5%       | 100,8%      | -2,3%       |
| Tăng trưởng DT dịch vụ        | 103,3%      | 130,9%      | 85,5%       | 62,5%       |
| Mức tăng chi phí hoạt động    | 81,2%       | 71,3%       | 29,0%       | 38,5%       |

| <b>Chỉ số</b>               | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>2010</b> |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Tăng trưởng thu nhập/năm    | 2,0%        | 2,1%        | 2,6%        | 1,8%        |
| Tỷ lệ lãi biên              | 0,53%       | 1,05%       | 1,47%       | 2,18%       |
| ROEA                        | 27,36%      | 12,64%      | 18,25%      | 14,52%      |
| ROAA                        | 3,13%       | 1,44%       | 1,94%       | 1,46%       |
| Vốn/Tài sản                 | 11,38%      | 11,34%      | 10,14%      | 10,04%      |
| Tài sản rủi ro/Tổng tài sản | 84,9%       | 76,9%       | 83,5%       | 84,4%       |

 Nguồn: [TIS](#)

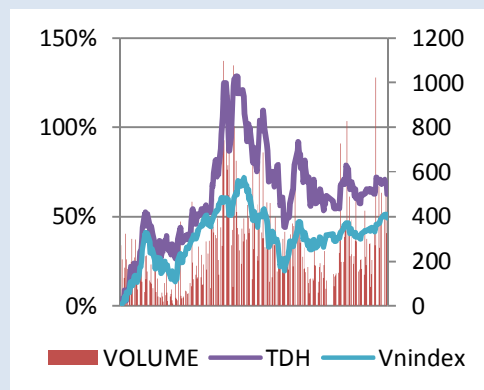
**Hoàng Công Tuấn, chuyên viên phân tích**  
Email: tuanhc@thanglongsc.com.vn

Mã: **TDH**- Sàn niêm yết: **HSX**  
Khuyến nghị: **MUA**

Giá mục tiêu: **VND 112,000-113,000**

**STOCK STATISTICS**

|  |            |
|--|------------|
| Giá ngày <b>6/4/2010</b>   | 55,500     |
| Ngành: Bất động sản và xây lắp   |            |
| Mô hình kinh doanh: Phát triển và kinh doanh khu đô thị, khu công nghiệp và xây lắp. |            |
| Listed Since   |            |
| Số cổ phiếu lưu hành   | 37,875,000 |
| Số cổ phiếu giao dịch  | 37,875,000 |
| Vốn hóa ( tỷ VND)  | 2,424      |
| Cao nhất trong 52 tuần (VND)   | 80,000     |
| Thấp nhất trong 52 tuần (VND)  | 27,000     |
| Khối lượng trung bình 10 ngày  | 340,499    |
| % thay đổi giá 1 tháng   | 3.00%      |
| % thay đổi giá 3 tháng   | -2.30%     |
| % thay đổi giá 6 tháng   | -3.80%     |
| % thay đổi giá 12 tháng  | 14.00%     |
| % Sở hữu nước ngoài  | 27.78%     |
| % Giới hạn sở hữu nước ngoài   | 49.0%      |
| Beta 52 Tuần   | 1.19       |
| Source: TSC  |            |


**FINANCIAL HIGHLIGHTS**

|                  | 2008   | 2009    | 2010E  |
|------------------|--------|---------|--------|
| Tổng tài sản     | 1,432  | 1,819   | 1,328  |
| Vốn chủ sở hữu   | 1,001  | 1,239   | 1,551  |
| Doanh thu        | 599    | 481     | 639    |
| EBIT             | 271    | 252     | 311    |
| EAT              | 198    | 294     | 307    |
| EPS (VND)        | 10.7   | 7.7     | 8.0    |
| Cổ tức           | 30%    | 30%     | 30%    |
| P/E              | 15     | 10.5    | 14     |
| P/B              | 3.2    | 3       | 2.8    |
| % Tăng doanh thu | 218%   | -19.71% | 32.87% |
| % Tăng EPS       | 12.00% | -28.00% | 3.80%  |
| LN biên gộp      | 52.02% | 54.99%  | 52.07% |
| LN biên ròng     | 35.37% | 62.12%  | 48.81% |
| ROA              | 14.80% | 16.43%  | 13.74% |
| ROE              | 20.76% | 23.20%  | 20.12% |
| Dividend Yield % | 2.00%  | 4.20%   | 2.20%  |

Nguồn : TDH, TLS

**Công ty Phát triển Nhà Thủ Đức**
**June 4, 2010**

**Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của TDH sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2010 do triển vọng lợi nhuận sang sủa từ các dự án bất động sản như chung cư Phước Bình và Trường Thọ. Chúng tôi dự phóng EPS của TDH sẽ khoảng 8000 VND. Với mức PE trung bình ngành đạt 14, giá hợp lý của cổ phiếu TDH sẽ là 112,000 VND. Chúng tôi khuyến nghị MUA Cổ phiếu này.**

**GIỚI THIỆU CÔNG TY**

Công ty Phát triển nhà Thủ Đức (TDH) tiền thân là một doanh nghiệp nhà nước được thành lập năm 1990 và được cổ phần hóa năm 2001. Trong lịch sử 16 năm phát triển của mình, Công ty đã có những bước phát triển ấn tượng. Hiện nay, Công ty đã trở thành một trong những công ty hàng đầu trong lĩnh vực kinh doanh bất động sản tại thành phố Hồ Chí Minh với quỹ đất tương đối lớn. Công ty sở hữu nhiều dự án bất động sản giá trị và đầy tiềm năng tại thành phố Hồ Chí Minh. Hiện tại, chiến lược phát triển của Công ty tập trung vào 3 mảng chính là kinh doanh bất động sản, đầu tư tài chính và dịch vụ.

**DIỄN BIẾN MỚI**

**Đại hội cổ đông thường niên của Công ty** đã quyết định tỷ lệ chia cổ tức trong năm 2009 là 30%.

**Trong thời gian tới, Công ty sẽ phát hành trái phiếu chuyển đổi** với tổng trị giá là 600 tỷ VND cho cổ đông hiện hữu và đối tác chiến lược. Nguồn vốn thu được sẽ dùng để tài trợ cho các dự án của Công ty như các dự án chung cư Phước Long, Phước Bình, Phúc Thịnh Đức và khu đô thị Minh Khai. Các trái phiếu chuyển đổi này sẽ được phát hành bằng mệnh giá. Thời gian đáo hạn sẽ từ 24 tháng đến 36 tháng và thời điểm chuyển đổi vào cuối kì. Lãi suất trái phiếu sẽ là lãi suất cơ bản mà Ngân hàng Nhà nước công bố. Giá chuyển đổi sẽ bằng 60% thị giá tại thời điểm chuyển đổi.

**Vào tháng 3 năm 2010, Công ty đã tiến hành bán các căn hộ tại khu chung cư Trường Thọ** với tổng cộng khoảng 262 căn hộ được chào bán. Cho tới hiện nay đã có 40% số lượng căn hộ được bán.

**Công ty đang tiến hành xây dựng cơ sở hạ tầng cho dự án chung cư Phước Bình.** Theo kế hoạch của Công ty, công tác xây dựng móng sẽ được hoàn thành vào quý 2 năm 2010. Công ty sẽ tiến hành bán các căn hộ của khu chung cư này vào cuối năm 2010.

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

**Công ty đã có những bước tăng trưởng vững chắc cả về quy mô và hiệu quả** trong những năm gần đây dựa trên hoạt động kinh doanh bất động sản. Thêm vào đó, hoạt động kinh doanh bất động sản đang có một triển vọng sáng sủa đặc biệt là tại thành phố Hồ Chí Minh bởi nhu cầu nhà ở ngày một tăng cao. Nhu cầu nhà ở tại thành phố Hồ Chí Minh được dự đoán sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định do tốc độ đô thị hóa được đẩy mạnh mấy năm gần đây.

**TDH có một sức cạnh tranh khá mạnh so với các doanh nghiệp cùng ngành** nhờ vào các dự án bất động sản tiềm năng hiện có của Công ty đang tọa lạc tại thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội. Các dự án này sẽ đảm bảo sự tăng trưởng và lợi nhuận ổn định cho Công ty trong những năm tiếp theo.

**ĐỊNH GIÁ**

*Với giá định các khu chung cư Trường Thọ và Phước Bình được đưa vào kinh doanh trong năm nay với giá bán đạt giá bán mục tiêu của Công ty, chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của Công ty trong năm nay sẽ đạt khoảng 307 tỷ VND. EPS dự kiến sẽ đạt mức 8000 VND/ cổ phiếu. Với mức PE bình quân ngành là 14, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý của cổ phiếu TDH sẽ đạt khoảng 112,000 VND/ cổ phiếu trong khi mức giá hiện tại là 55.500 VND/ cổ phiếu. **Chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu này.***

**RỦI RO CHÍNH**

Rủi ro chính trong hoạt động sản xuất kinh doanh của TDH là sự biến động lớn trên thị trường bất động sản Việt Nam đặc biệt là tại Thành phố Hồ Chí Minh nơi phần lớn các dự án của Công ty tọa lạc. Nếu thị trường bất động sản đóng băng, TDH sẽ khó có thể bán được các sản phẩm của mình với giá mục tiêu. Thêm vào đó, thuế đánh vào giao dịch bất động sản đã được chính thức áp dụng sẽ có nhiều khả năng ảnh hưởng đến thị trường bất động sản.

| Mô hình thu nhập (VND)                    | 2007           | 2008           | 2009           | 2010E          |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                    | <b>188,511</b> | <b>599,527</b> | <b>481,338</b> | <b>639,541</b> |
| Giá vốn hàng bán                          | (108,344)      | (287,682)      | (216,640)      | (306,530)      |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                      | <b>80,167</b>  | <b>311,845</b> | <b>264,698</b> | <b>333,011</b> |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i>                 | <i>42.5%</i>   | <i>52.0%</i>   | <i>54.0%</i>   | <i>52.1%</i>   |
| Thu nhập hoạt động khác                   | 80,753         | 11,959         | 47,113         | 47,113         |
| Chi phí bán hàng                          | (795)          | (1,845)        | (550)          | (640)          |
| Chi phí QLDN                              | (33,014)       | (50,442)       | (54,938)       | (63,954)       |
| Chi phí hoạt động khác                    | 320            | (247)          | (4,069)        | (4,069)        |
| <b>Lợi nhuận trước thuế &amp; lãi vay</b> | <b>127,431</b> | <b>271,270</b> | <b>252,254</b> | <b>311,461</b> |
| Thu nhập từ đầu tư                        | 62,484         | 40,819         | 89,638         | 60,000         |
| Lãi vay ròng                              | (2,269)        | (31,224)       | 8,517          | 7,833          |
| <b>Thu nhập ròng từ tài chính</b>         | <b>60,215</b>  | <b>9,595</b>   | <b>98,155</b>  | <b>67,833</b>  |
| Lãi lỗ từ các công ty liên kết            | 0              | 1,320          | 6,661          | 6,661          |
| <b>Lợi nhuận trước thuế &amp; lãi vay</b> | <b>187,646</b> | <b>282,185</b> | <b>357,070</b> | <b>379,294</b> |
| Thuế thu nhập                             | 22,493         | 70,144         | 63,222         | 67,135         |
| Thuế thu nhập hoãn lại                    | -              | -              | (5,163)        | -              |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>                 | <b>165,153</b> | <b>212,041</b> | <b>299,011</b> | <b>312,159</b> |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số              | 1,062          | 13,662         | 4,630          | 4,834          |
| <b>Lợi nhuận của Công ty mẹ</b>           | <b>164,091</b> | <b>198,379</b> | <b>294,381</b> | <b>307,325</b> |
| EPS (000.VND)                             | 9.6            | 10.7           | 7.7            | 8.0            |
| Cổ tức cổ phiếu thường                    | 50.00%         | 30.00%         | 30.00%         | 30.00%         |

| CashFlow Statements                | 2007 | 2008             | 2009             | 2010E           |
|------------------------------------|------|------------------|------------------|-----------------|
| Lợi nhuận ròng                     |      | 198,379          | 294,381          | 307,325         |
| Điều chỉnh tăng giảm:              |      |                  |                  |                 |
| Khấu hao                           |      | 5,832            | 7,371            | 13,624          |
| Thay đổi hàng tồn kho              |      | 52,119           | (74,164)         | (194,813)       |
| Thay đổi khoản phải thu            |      | 6,444            | (195,444)        | (44,128)        |
| Thay đổi khoản phải trả            |      | (1,518)          | 28,870           | 90,702          |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động KD</b>   |      | <b>261,255</b>   | <b>61,013</b>    | <b>177,544</b>  |
| Thay đổi TSCĐ hữu hình             |      | (15,233)         | (155,854)        | (30,000)        |
| Thay đổi đầu tư ngắn hạn           |      | (79,361)         | 75,180           | -               |
| Thay đổi đầu tư dài hạn            |      | (203,143)        | (49,639)         | -               |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động Đ.Tư</b> |      | <b>(297,737)</b> | <b>(130,312)</b> | <b>(30,000)</b> |
| Cổ phần phát hành                  |      | 232,350          | 248,050          | -               |
| Thay đổi các quỹ khác              |      | 5,783            | 2,842            | -               |
| Thay đổi các khoản nợ vay          |      | 10,000           | 51,272           | -               |
| Thay đổi nợ dài hạn                |      | 64,656           | 39,243           | 50,000          |
| Chia cổ tức cho cổ đông            |      | (186,553)        | (277,937)        | -               |
| <b>Dòng tiền hoạt động T.chính</b> |      | <b>126,237</b>   | <b>63,470</b>    | <b>50,000</b>   |
| <b>Dòng tiền thuần</b>             |      | <b>89,754</b>    | <b>(5,829)</b>   | <b>197,430</b>  |
| Tiền mặt đầu kỳ                    |      | 13,994           | 103,749          | 97,920          |
| <b>Tiền mặt cuối kỳ</b>            |      | <b>103,749</b>   | <b>97,920</b>    | <b>295,350</b>  |
| <b>Ước tính dòng tiền tự do</b>    |      | <b>2008</b>      | <b>2009</b>      | <b>2010E</b>    |
| Lợi nhuận ròng                     |      | 212,041          | 299,011          | 312,159         |
| Cộng thêm chi phí khấu hao         |      | 5,832            | 7,371            | 13,624          |
| (-) tăng TSLD, không kể tiền mặt   |      | 58,562           | (269,609)        | (238,941)       |
| (+) tăng VNNH                      |      | 8,482            | 80,142           | 90,702          |
| (-) tăng nguyên giá TSMMTB         |      | (17,425)         | (30,593)         | (30,000)        |
| <b>Dòng tiền tự do</b>             |      | <b>267,492</b>   | <b>86,322</b>    | <b>147,544</b>  |

| Bảng cân đối kế toán (VND)           | 2007             | 2008             | 2009             | 2010E            |
|--------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>              |                  |                  |                  |                  |
| Tiền & tương đương tiền              | 13,994           | 103,749          | 97,920           | 295,350          |
| Đầu tư tài chính                     | 1,446            | 80,808           | 5,627            | 5,627            |
| Khoản phải thu                       | 127,468          | 123,011          | 311,481          | 350,434          |
| Hàng tồn kho                         | 447,430          | 395,311          | 469,476          | 664,289          |
| Chi phí trả trước, TSNH khác         | 2,628            | 641              | 7,616            | 12,791           |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>         | <b>592,967</b>   | <b>703,520</b>   | <b>892,119</b>   | <b>1,328,490</b> |
| <b>Tài sản máy móc thiết bị</b>      |                  |                  |                  |                  |
| Nguyên giá                           | 78,776           | 96,201           | 126,794          | 156,794          |
| Giá trị hao mòn                      | (16,010)         | (21,842)         | (29,213)         | (42,837)         |
| Tài sản cố định ròng                 | 62,766           | 74,358           | 97,581           | 113,957          |
| Tài sản và đầu tư dài hạn khác       | 454,151          | 655,102          | 830,002          | 830,002          |
| <b>Tổng tài sản</b>                  | <b>1,109,883</b> | <b>1,432,980</b> | <b>1,819,701</b> | <b>2,272,448</b> |
| <b>Vay nợ ngắn hạn</b>               |                  |                  |                  |                  |
| Vay ngắn hạn                         | 4,000            | 14,000           | 65,272           | 65,272           |
| Khoản phải trả                       | 145,634          | 183,400          | 210,423          | 298,132          |
| Nợ khác                              | 42,759           | 3,474            | 5,262            | 8,314            |
| <b>Tổng vay nợ ngắn hạn</b>          | <b>192,393</b>   | <b>200,874</b>   | <b>281,017</b>   | <b>371,718</b>   |
| <b>Vay nợ dài hạn</b>                |                  |                  |                  |                  |
| Vốn chủ sở hữu                       | 146,158          | 210,814          | 250,057          | 300,057          |
| Cổ phiếu thường                      | 755,811          | 1,001,009        | 1,239,635        | 1,551,680        |
| Cổ phiếu ưu đãi                      | 170,000          | 252,500          | 378,750          | 378,750          |
| Quỹ đầu tư phát triển                | 70,457           | 113,151          | 212,640          | 212,640          |
| Lợi nhuận giữ lại                    | 141,286.07       | 153,112.27       | 169,556.00       | 481,601          |
| Các nguồn, quỹ khác                  | 374,068          | 482,246          | 478,689          | 478,689          |
| <b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>      | <b>15,522</b>    | <b>20,283</b>    | <b>48,993</b>    | <b>48,993</b>    |
| <b>Tổng vay nợ &amp; VCSH</b>        | <b>1,109,883</b> | <b>1,432,980</b> | <b>1,819,701</b> | <b>2,272,448</b> |
| <b>Tăng trưởng &amp; tỷ suất (%)</b> |                  |                  |                  |                  |
| <b>Tăng trưởng Doanh thu</b>         |                  | 218.03%          | -19.71%          | 32.87%           |
| <b>Tăng trưởng EBIT</b>              |                  | 112.88%          | -7.01%           | 23.47%           |
| <b>Tăng trưởng lợi nhuận ròng</b>    |                  | 28.39%           | 41.02%           | 4.40%            |
| <b>Tăng trưởng EPS</b>               |                  | 12%              | -28%             | 38%              |
| <b>Tỷ suất LN gộp</b>                | 42.53%           | 52.02%           | 54.99%           | 52.07%           |
| <b>Tỷ suất EBIT</b>                  | 67.60%           | 45.25%           | 52.41%           | 48.70%           |
| <b>Ratios</b>                        |                  |                  |                  |                  |
| <b>ROE</b>                           | 21.41%           | 20.76%           | 23.20%           | 13.74%           |
| <b>ROA</b>                           | 14.88%           | 14.80%           | 16.43%           | 20.12%           |
| <b>Số ngày hàng tồn kho</b>          | 1,507            | 502              | 791              | 791              |
| <b>Số ngày khoản phải thu</b>        | 247              | 75               | 236              | 200              |
| <b>Số ngày khoản phải trả</b>        | 491              | 233              | 355              | 355              |
| <b>Vay nợ ròng/VCSH</b>              | 44%              | 40%              | 41%              | 42%              |
| <b>Valuation (Multiples)</b>         |                  |                  |                  |                  |
| <b>PE</b>                            |                  | 15               | 10.5             | 14               |
| <b>PB</b>                            |                  | 3.2              | 3                | 2.8              |
| <b>Lợi suất cổ tức</b>               |                  |                  |                  |                  |

Chú thích: TSLD = tài sản lưu động; VNNH = vay nợ ngắn hạn; TSMMTB = Tài sản máy móc thiết bị; TSNH: Tài Sản Ngắn Hạn; VCSH: vốn chủ sở hữu; EBIT: lợi nhuận trước thuế và lãi vay; EBITDA: Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao  
 Nguồn: Chứng Khoán Thăng Long



**Hoàng Công Tuấn, chuyên viên phân tích**  
Email: tuanhc@thanglongsc.com.vn

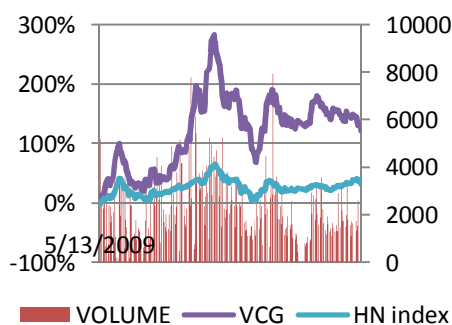
Mã: **VCG**- Sàn giao dịch: **HNX**  
Khuyến nghị: **BÁN**

Giá mục tiêu: **VND 33,000 – 34,000**

**STOCK STATISTICS**

|   |             |
|---|-------------|
| Giá ngày 6/4/2010                                       | VND 46.400  |
| Ngành: Bất động sản và xây lắp                          |             |
| Mô hình kinh doanh: Kinh doanh bất động sản và xây lắp. |             |
| Thời điểm niêm yết                                      | 9/2008      |
| Số cổ phiếu lưu hành                                    | 185,008,037 |
| Số cổ phiếu giao dịch                                   | 185,008,037 |
| Vốn hóa (tỷ VND)  | 9,735       |
| Cao nhất trong 52 tuần (VND)                            | 80,900      |
| Thấp nhất trong 52 tuần (VND)                           | 17,000      |
| Khối lượng trung bình 10 ngày                           | 1,715,410   |
| % thay đổi giá 1 tháng                                  | -4.19%      |
| % thay đổi giá 3 tháng                                  | 3.34%       |
| % thay đổi giá 6 tháng                                  | -5.23%      |
| % thay đổi giá 12 tháng                                 | 209.41      |
| % Sở hữu nước ngoài                                     | 9.74        |
| % Giới hạn sở hữu nước ngoài                            | 49.00%      |
| Beta 52 Tuần  | 1.13        |

Source: TLS

**Biến động giá 12 tháng của VCG và Vnindex**

**FINANCIAL HIGHLIGHTS**

|                  | 2008   | 2009    | 2010E  |
|------------------|--------|---------|--------|
| Tổng tài sản     | 22,659 | 27,239  | 27,237 |
| Vốn chủ sở hữu   | 1,636  | 2,981   | 3,330  |
| Doanh thu        | 9,583  | 13,017  | 14,319 |
| EBIT             | 547    | -87     | 897    |
| EAT              | 399    | 5.8     | 441    |
| EPS (VND)        | 2661   | 31      | 2387   |
| Cổ tức           | 12.00% | 0.00%   | 12.00% |
| P/E              | 10.00  | 1.67    | 14.00  |
| P/B              | 2.1    | 2.26    |        |
| % Tăng doanh thu |        | -98.80% | 7,490% |
| % Tăng EPS       | 36%    | 35.8%   | 10.00% |
| LN biên gộp      | 7.29%  | 13.58%  | 13.50% |
| LN biên ròng     | 4.16%  | 0.04%   | 3.09%  |
| ROA              | 1.76%  | 0.02%   | 1.62%  |
| ROE              | 24.38% | 0.20%   | 13.27% |
| Lợi suất cổ tức  | 5.00%  | 0%      | 5.10%  |

Nguồn : VCG, TSC

**TỔNG CTY XNK VÀ XÂY DỰNG VIỆT NAM**

June 4, 2010

**Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của VCG sẽ tăng đáng kể trong năm 2010 do quá trình tái cơ cấu của Công ty phát huy tác dụng và nguồn lợi nhuận đáng kể từ dự án chung cư N05. Mặc dù vậy, chúng tôi dự phóng EPS của VCG sẽ chỉ khoảng 2387 VND. Với mức PE trung bình ngành đạt 14 giá hợp lý của cổ phiếu VCG sẽ là 33,419 VND. Chúng tôi khuyến nghị Bán Cổ phiếu này.**

**GIỚI THIỆU CÔNG TY**

Được thành lập năm 1988, Vinaconex là một trong những tổng công ty hàng đầu của Việt Nam trong lĩnh vực xây dựng và bất động sản. Tổng công ty bao gồm hơn 40 công ty con và 20 công ty liên kết với tổng tài sản đạt 27,239 tỷ VND. Lĩnh vực hoạt động chính của Công ty bao gồm lĩnh vực bất động sản, lĩnh vực xây lắp và lĩnh vực sản xuất công nghiệp như sản xuất xi măng, gạch, bê tông... Hiện tại, lĩnh vực xây lắp đem lại doanh thu chính cho công ty nhưng lĩnh vực bất động sản đang được kì vọng sẽ là động lực tăng trưởng chính của Công ty trong dài hạn.

**ĐIỂM BIẾN MỚI**

**Dự án chung cư N05 – nguồn doanh thu chính từ lĩnh vực bất động sản trong năm 2010:** Lĩnh vực kinh doanh bất động sản được công ty chú trọng phát triển trong vài năm trở lại đây trong đó tập trung vào hai dự án chính là dự án Bắc An Khánh và dự án chung cư kết hợp văn phòng N05. Dự án khu phức hợp chung cư kết hợp văn phòng N05 đã được hoàn thành và sẽ được ghi nhận 100% doanh thu trong năm 2010. Theo kế hoạch của Công ty doanh thu trong lĩnh vực bất động sản trong năm 2010 sẽ đạt khoảng 981 tỷ VND. Chúng tôi cho rằng doanh thu từ dự án N05 đảm bảo cho VCG hoàn thành kế hoạch này.

Nhu cầu tăng vốn nhằm tài trợ cho các dự án: hiện tại VCG đang có nhu cầu vốn rất lớn để tài trợ cho các dự án đang được triển khai ( ví dụ, công tác xây dựng cơ sở hạ tầng của dự án Bắc An Khánh được dự kiến cần một số vốn là 3000 tỷ VND), tuy nhiên VCG không thể tiếp tục sử dụng vốn vay do, mức đòn bẩy tài chính của Công ty đã ở mức rất cao (khoảng 9 lần). Dựa trên thực tế này và kế hoạch kinh doanh của Công ty, chúng tôi cho rằng VCG sẽ tăng vốn điều lệ lên 3000 tỷ VND bằng cách phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với giá là 10,000 VND/ cổ phiếu. Trên thực tế, kế hoạch tăng vốn đã được đặt ra gần một năm nay song hồ sơ xin tăng vốn của công ty vẫn chưa được thông qua.

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

**Công ty phát triển bất động sản hàng đầu miền:** Thương hiệu Vinaconex được biết đến với những dự án bất động sản quy mô lớn và chất lượng cao như khu đô thị Trung Hòa Nhân Chính và Khu đô thị Splendoria với diện tích hơn 300 ha. Không nhiều công ty có thể có được một dự án bất động sản quy mô lớn như dự án Splendoria như Vinaconex.

**Công ty đang xây dựng một quy trình sản xuất khép kín:** Trong hoạt động sản xuất vật liệu xây dựng, Vinaconex có các sản phẩm xi măng tại nhà máy xi măng Cẩm Phả, gạch lát nền tại Công ty đá ốp lát Vinaconex hay bê tông tại Công ty Vinaconex Xuân Mai... Trong hoạt động xuất nhập khẩu máy xây dựng, Vinaconex có các đơn vị chuyên thực hiện hoạt động này.

**ĐỊNH GIÁ**

Với giả định VCG sẽ ghi nhận một phần doanh thu và lợi nhuận từ dự án N05 và quá trình tái cơ cấu của Công ty được thực hiện thành công, Chúng tôi dự phóng lợi nhuận của Công ty sẽ vào khoảng 442 tỷ VND. EPS dự kiến trong năm 2010 có thể đạt 2387 đồng/cổ phần. Với mức PE trung bình ngành hiện tại là 14, mức giá hợp lý cho cổ phiếu VCG là 33,419 VND/ cổ phiếu trong khi mức giá hiện tại là 46,400 VND/cổ phiếu. **Chúng tôi khuyến nghị Bán đối với cổ phiếu này.**

**RỦI RO CHÍNH**

Hoạt động đầu tư hiện tại của VCG đang không hiệu quả và đó chính là nguyên nhân chủ yếu khiến Công ty thua lỗ trong năm 2009. Bên cạnh đó, đòn bẩy tài chính của Công ty đang ở mức rất cao khiến hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty gặp nhiều rủi ro, đồng thời hạn chế khả năng tiếp tục vay vốn của Công ty.

Đơn vị: triệu VND

| Mô hình thu nhập                        | 2007               | 2008              | 2009              | 2010E             |
|---|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                  | <b>7,047,551</b>   | <b>9,583,214</b>  | <b>13,017,168</b> | <b>14,318,884</b> |
| Giá vốn hàng bán                        | -6,085,549         | -8,884,382        | -11,249,788       | -12,385,835       |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                    | <b>962,002</b>     | <b>698,832</b>    | <b>1,767,379</b>  | <b>1,933,049</b>  |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i>               | <i>13.65%</i>      | <i>7.29%</i>      | <i>13.58%</i>     | <i>13%</i>        |
| Thu nhập hoạt động khác                 | 81,125             | 451,870           | 180,240           | 180,240           |
| Chi phí bán hàng                        | -60,140            | -98,212           | -336,032          | -357,972          |
| Chi phí QLDN                            | -354,389           | -501,883          | -597,995          | -644,350          |
| Chi phí hoạt động khác                  | -39,254            | -21,600           | -579,554          | -213,469          |
| <b>Lợi nhuận trước thuế&amp;lãi vay</b> | <b>589,344</b>     | <b>529,007</b>    | <b>434,037</b>    | <b>897,498</b>    |
| Thu nhập từ đầu tư                      | 124,919            | 307,589           | 409,051           | 280,520           |
| Lãi vay ròng                            | -249,555           | -305,949          | -687,181          | -588,955          |
| <b>Thu nhập ròng từ tài chính</b>       | <b>-124,635</b>    | <b>1,640</b>      | <b>-278,130</b>   | <b>-308,436</b>   |
| <b>Phân lãi/lỗ từ ct liên quan</b>      | <b>476,311</b>     | <b>545,698</b>    | <b>191,417</b>    | <b>589,063</b>    |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>             | <b>-41,745</b>     | <b>-53,753</b>    | <b>12,068</b>     | <b>-147,266</b>   |
| <i>Tỷ lệ thuế trên lợi nhuận</i>        | <i>9%</i>          | <i>10%</i>        | <i>-6%</i>        | <i>25%</i>        |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>               | <b>434,567</b>     | <b>399,055</b>    | <b>5,821</b>      | <b>441,797</b>    |
| Tỷ lệ cổ tức                            | 0%                 | 0%                | 0%                | 5%                |
| Lợi nhuận giữ lại                       | <b>434,567</b>     | <b>399,055</b>    | <b>5,821</b>      | <b>349,257</b>    |
| Số cổ phiếu bình quân (Triệu)           | 149,985            | 149,985           | 167,533           | 185,080           |
| Số cổ phiếu cuối năm (Triệu)            | 149,985            | 149,985           | 185,080           | 185,080           |
| Thu nhập/cổ phiếu (VND)                 | 2,897              | 2,661             | 31                | 2,387             |
| Cổ tức cổ phiếu thường (VND)            | 0                  | 0                 | 0                 | 500               |
| <i>Tỷ lệ trả cổ tức/LN (cp thường)</i>  | <i>NA</i>          | <i>NA</i>         | <i>0.00%</i>      | <i>20.95%</i>     |
| <b>Cash flow Statements</b>             | <b>2007</b>        | <b>2008</b>       | <b>2009</b>       | <b>2010E</b>      |
| Lợi nhuận ròng                          | 434,567            | 399,055           | 5,821             | 441,797           |
| Điều chỉnh tăng giảm:                   |                    |                   |                   |                   |
| Khấu hao                                | 971,710            | 16,241            | 621,797           | 1,233,807         |
| Thay đổi hàng tồn kho                   | -3,154,521         | -1,572,446        | -935,253          | -615,531          |
| Thay đổi khoản phải thu                 | -4,319,004         | -725,624          | -1,045,045        | -442,275          |
| Thay đổi khoản phải trả                 | 5,540,381          | 2,320,437         | 3,121,016         | -350,553          |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động KD</b>        | <b>-526,867</b>    | <b>437,663</b>    | <b>1,768,336</b>  | <b>267,244</b>    |
| Thay đổi TSCĐ hữu hình                  | -9,904,247         | -820,952          | -2,002,023        | -1,500,000        |
| Thay đổi đầu tư ngắn hạn                | -267,438           | -60,324           | 150,226           | 0                 |
| Thay đổi đầu tư dài hạn                 | -960,977           | -575,793          | -151,950          | 0                 |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động Đ.Tư</b>      | <b>-11,132,661</b> | <b>-1,457,069</b> | <b>-2,003,747</b> | <b>-1,500,000</b> |
| Cổ phần phát hành                       | 2,424,082          | -131,174          | 1,195,218         | 0                 |
| Thay đổi các quỹ khác                   | 42,530             | 68,897            | 951,109           | 0                 |
| Thay đổi các khoản nợ vay               | 1,930,959          | 1,184,219         | 438,347           | 0                 |
| Thay đổi nợ dài hạn                     | 8,962,690          | 130,098           | -867,207          | 0                 |
| Chia cổ tức cho cổ đông                 | -92,513            | -554,904          | -264,962          | -92,540           |
| <b>Dòng tiền hoạt động T.chính</b>      | <b>13,267,748</b>  | <b>697,136</b>    | <b>1,452,504</b>  | <b>-92,540</b>    |
| <b>Dòng tiền thuần</b>                  | <b>1,608,220</b>   | <b>-322,270</b>   | <b>1,217,093</b>  | <b>-1,325,296</b> |
| Tiền mặt đầu kỳ                         | 0                  | 1,608,220         | 1,285,973         | 2,503,043         |
| <b>Tiền mặt cuối kỳ</b>                 | <b>1,608,220</b>   | <b>1,285,973</b>  | <b>2,503,043</b>  | <b>1,177,747</b>  |
| <b>Ước tính dòng tiền tự do</b>         |                    |                   |                   |                   |
| Lợi nhuận ròng                          | 434,567            | 399,055           | 5,821             | 441,797           |
| Cộng thêm chi phí khấu hao              | 971,710            | 16,241            | 621,797           | 1,233,807         |
| (-) tăng TSLD, không kể tiền mặt        | -7,472,274         | -2,251,421        | -1,859,433        | -1,057,807        |
| (+) tăng VNNH                           | 7,471,340          | 3,504,656         | 3,559,363         | -350,553          |
| (-) tăng nguyên giá TSMMTB              | -2,381,159         | -1,537,830        | -6,919,077        | -1,500,000        |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                  | <b>-975,816</b>    | <b>130,702</b>    | <b>-4,591,529</b> | <b>-1,232,756</b> |

| Bảng cân đối kế toán            | 2007              | 2008              | 2009              | 2010E             |
|---------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>         |                   |                   |                   |                   |
| Tiền & tương đương tiền         | 1,608,220         | 1,285,973         | 2,503,043         | 1,177,747         |
| Đầu tư tài chính                | 267,438           | 327,762           | 177,536           | 177,536           |
| Khoản phải thu                  | 3,765,548         | 4,378,636         | 5,129,082         | 5,492,175         |
| Hàng tồn kho                    | 3,154,521         | 4,726,968         | 5,662,221         | 6,277,752         |
| Chi phí trả trước, TSNH khác    | 552,205           | 618,091           | 791,825           | 871,008           |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>9,347,932</b>  | <b>11,337,430</b> | <b>14,263,707</b> | <b>13,996,218</b> |
| <b>Tài sản máy móc thiết bị</b> |                   |                   |                   |                   |
| Nguyên giá                      | 2,381,159         | 3,918,989         | 10,838,065        | 12,338,065        |
| Giá trị hao mòn                 | -971,710          | -987,951          | -1,609,748        | -2,843,555        |
| Tài sản cố định ròng            | 1,409,449         | 2,931,037         | 9,228,317         | 9,494,510         |
| Tài sản và đầu tư dài hạn khác  | 8,485,315         | 8,390,880         | 3,746,641         | 3,746,641         |
| <b>Tổng tài sản</b>             | <b>19,242,696</b> | <b>22,659,347</b> | <b>27,238,665</b> | <b>27,237,369</b> |
| <b>Vay nợ ngắn hạn</b>          |                   |                   |                   |                   |
| Vay ngắn hạn                    | 1,930,959         | 3,115,178         | 3,553,525         | 3,553,525         |
| Khoản phải trả                  | 4,869,280         | 6,934,099         | 7,632,897         | 8,483,449         |
| Nợ khác                         | 671,101           | 926,719           | 3,348,937         | 2,147,833         |
| <b>Tổng vay nợ ngắn hạn</b>     | <b>7,471,340</b>  | <b>10,975,996</b> | <b>14,535,359</b> | <b>14,184,806</b> |
| <b>Vay nợ dài hạn</b>           | <b>8,962,690</b>  | <b>9,092,788</b>  | <b>8,225,581</b>  | <b>8,225,581</b>  |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>           | <b>1,762,741</b>  | <b>1,636,491</b>  | <b>2,980,854</b>  | <b>3,330,110</b>  |
| Cổ phiếu thường                 | 1,499,852         | 1,499,852         | 1,850,804         | 1,850,804         |
| Quỹ đầu tư phát triển           | 59,889            | 171,685           | 244,289           | 244,289           |
| Lợi nhuận giữ lại               | 342,054           | 186,204           | -72,937           | 276,320           |
| Các nguồn, quỹ khác             | -139,053          | -221,249          | 958,697           | 958,697           |
| <b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b> | <b>0</b>          | <b>954,072</b>    | <b>1,496,872</b>  | <b>1,496,872</b>  |
| <b>Tổng vay nợ &amp; VCSH</b>   | <b>18,196,770</b> | <b>22,659,347</b> | <b>27,238,665</b> | <b>27,237,369</b> |

| Tăng trưởng ,tỷ suất (%)          |     |      |       |       |
|-----------------------------------|-----|------|-------|-------|
| <b>Tăng trưởng Doanh thu</b>      |     | 36%  | 36%   | 10%   |
| <b>Tăng trưởng EBITDA</b>         |     | NA   | -137% | 79%   |
| <b>Tăng trưởng EBIT</b>           |     | -10% | -18%  | 107%  |
| <b>Tăng trưởng lợi nhuận ròng</b> |     | -8%  | -99%  | -538% |
| <b>Tăng trưởng EPS</b>            |     | -8%  | -99%  | -538% |
| <b>Tỷ suất LN gộp</b>             | 14% | 7%   | 14%   | 14%   |
| <b>Tỷ suất EBITDA</b>             |     |      |       |       |
| <b>Tỷ suất EBIT</b>               | 8%  | 6%   | 3%    | 6%    |

| Tỷ số                         |     |     |       |        |
|-------------------------------|-----|-----|-------|--------|
| <b>ROE</b>                    | 25% | 24% | 0.20% | 13.27% |
| <b>ROA</b>                    | 2%  | 2%  | 0.02% | 1.62%  |
| <b>Số ngày hàng tồn kho</b>   | 189 | 194 | 184   | 185    |
| <b>Số ngày khoản phải thu</b> | 195 | 167 | 144   | 140    |
| <b>Số ngày khoản phải trả</b> | 292 | 285 | 248   | 250    |
| <b>Vay nợ ròng/VCSH</b>       |     |     |       |        |

| Định giá               |    |    |       |    |
|------------------------|----|----|-------|----|
| <b>PE</b>              | NA | NA | 51.30 | 14 |
| <b>PB</b>              | NA | NA |       |    |
| <b>Lợi suất cổ tức</b> |    | NA | NA    | NA |

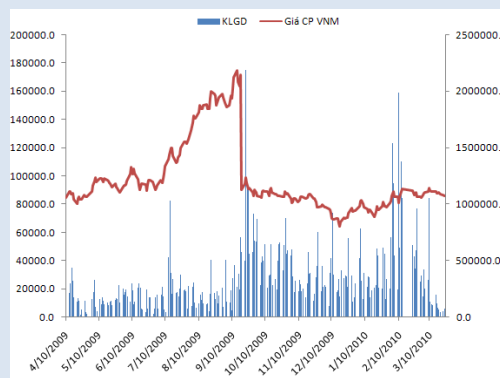
Chú thích: TSLD = tài sản lưu động; VNNH = vay nợ ngắn hạn; TSMMTB = Tài sản máy móc thiết bị; TSNH: Tài Sản Ngắn Hạn; VCSH: vốn chủ sở hữu; EBIT: lợi nhuận trước thuế và lãi vay; EBITDA: Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao  
 Nguồn: Chứng Khoán Thăng Long

**Lê Tất Thành**  
**Chuyên viên phân tích**  
 Email: [thanhlh@thanglongsc.com.vn](mailto:thanhlh@thanglongsc.com.vn)

Mã: **VNM - Sàn: HOSE**  
 Ý kiến phân tích: **MUA**  
 Giá mục tiêu: **113,429 VND**

**THỐNG KÊ**  
 88.500

Giá ngày 6/4/2010  
 Ngành: Thực phẩm và đồ uống  
 Mô hình kinh doanh: Các sản phẩm sữa  
 Niêm yết từ 19/1/2006  
 Số cổ phiếu lưu hành 351.265.300  
 Số cổ phiếu thực tế giao dịch 351.265.300  
 Vốn hóa (tỷ VND) 32.667  
 Giá cao 52 tuần (VND) 177.000  
 Giá thấp 52 tuần (VND) 64.000  
 KLGĐ trung bình 10 ngày  
 % Thay đổi giá 1 tháng 4.68%  
 % Thay đổi giá 3 tháng 9.82%  
 % Thay đổi giá 6 tháng 5.30%  
 % Thay đổi giá 12 tháng 107.18%  
 % Sở hữu nước ngoài 49.0%  
 % Giới hạn sở hữu nước ngoài 49.0%  
 Beta 52 tuần 0.81  
 Nguồn: TSC



| <b>ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH</b> | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>2010E</b> |
|----------------------------|-------------|-------------|--------------|
| Assets                     | 5,967       | 8,482       | 9,710        |
| Equity                     | 4,762       | 6,638       | 8,412        |
| Gross Revenue              | 8,209       | 10,613      | 14,601       |
| EBIT                       | 1,379       | 2,476       | 3,206        |
| EAT                        | 1,323       | 2,376       | 2,805        |
| EPS                        | 7,546       | 6,765       | 7,908        |
| Dividend                   | 2,900       | 4,000       | 3,000        |
| PE                         | 5.83        | 11.09       | 15.29        |
| PB                         | 1.56        | 4.08        | 5.39         |
| Sales Growth               | 23.5%       | 29.3%       | 37.6%        |
| EPS Growth                 | 29.6%       | -5.0%       | 16.8%        |
| Gross Profit Margin        | 31.6%       | 36.5%       | 0.0%         |
| Net Profit Margin          | 15.2%       | 22.4%       | 19.2%        |
| Return on Total Asset      | 22.4%       | 33.0%       | 30.9%        |
| Return on Equity           | 28.1%       | 43.1%       | 39.7%        |
| Dividen Yield %            | 7.0%        | 5.3%        | NA           |

Nguồn: VNM, TSC

**CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM – (VNM : HOSE) 2010**

June 4,

Mức tiêu thụ sữa của thị trường Việt nam hiện rất thấp so với các nước trong khu vực và trên thế giới là cơ hội thể hiện tiềm năng tăng trưởng của VNM trong dài hạn. Trong ngắn hạn, doanh thu của VNM được dự báo sẽ có đột biến lớn nhất kể từ năm 2003 do VNM đã giành được thị phần từ các đối thủ cạnh tranh với các sản phẩm sữa quan trọng. Chúng tôi dự báo EPS năm 2010 vào khoảng 7,903 đồng và với mức PE trung bình ngành là 14.34, chúng tôi dự báo VNM sẽ đạt giá 113,429 vào cuối năm. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu này.

**GIỚI THIỆU DOANH NGHIỆP**

VNM tiền thân là Công ty Sữa, Café Miền Nam, trực thuộc Tổng Công ty Lương Thực. Năm 1992, VNM chính thức đổi tên thành Công ty cổ phần Sữa Việt Nam

Hiện tại, VNM sản xuất kinh doanh 6 nhóm sản phẩm chính là sữa bột và bột dinh dưỡng; sữa đặc; sữa nước (sữa tươi); sữa chua, kem và phô mai; nước ép, sữa đậu nành; nước tinh khiết; cà phê.

**DIỄN BIẾN MỚI**

Từ thông tin của AC Nielsen, doanh thu 3 nhóm sản phẩm (sữa nước, sữa đậu nành, sữa chua) tại 6 thành phố lớn của VNM trong hai tháng đầu năm lần lượt là 118.7 tỷ và 111.6 tỷ đồng. Trong đó, doanh thu tháng 2 tại 6 thành phố này đã tăng trưởng gần 91% so với mức 58.6 tỷ đồng cùng kỳ năm 2009.

Xét trong tương quan với các doanh nghiệp khác trong ngành, thị phần sữa nước (chiếm 34.6% doanh thu nội địa của VNM) của VNM đã gia tăng đáng kể so với tháng 2 năm ngoái.

| <b>Thị phần sữa nước tại 6 thành phố lớn</b> | <b>T2/2009</b> | <b>T2/2010</b> |
|--|----------------|----------------|
| Vinamilk                                     | 46.6%          | 53.2%          |
| Dutch Lady                                   | 47.6%          | 34.1%          |
| Mộc Châu                                     | 2.7%           | 3.3%           |
| Tân Việt Xuân                                | 1.2%           | 2.2%           |
| Nutifood                                     | 1.0%           | 3.6%           |
| IDP  | 0.9%           | 3.6%           |
| <b>Tổng cộng</b>                             | <b>100%</b>    | <b>100%</b>    |

Nguồn: AC Nielsen

Thông tin cập nhật tại Đại hội cổ đông 2009 của VNM, kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm 2010:

| <b>Chỉ tiêu kế hoạch - Tỷ đồng</b> | <b>KH 2010</b> | <b>TH 2009</b> | <b>Tăng trưởng</b> |
|------------------------------------|----------------|----------------|--------------------|
| Tổng doanh thu                     | 14,428         | 10,820         | 33.3%              |
| Lợi nhuận trước thuế               | 3,137          | 2,731          | 14.9%              |
| Lợi nhuận sau thuế                 | 2,666          | 2,376          | 12.2%              |

Nguồn: VNM

Kết quả kinh doanh quý I/2010, VNM đạt 3,305 tỷ đồng doanh thu (23% kế hoạch, tăng 56.7% so với cùng kỳ) và 817 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (vượt 30.6% kế hoạch, tăng 68.4% so với cùng kỳ).

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

- Mức tiêu thụ sữa bình quân đầu người còn thấp, 11 kg/ người/ năm.
- Ngành Sữa được Chính Phủ quan tâm đầu tư và phát triển.
- Sản phẩm đáp ứng nhu cầu của người tiêu dùng về khẩu vị và yêu cầu môi trường, chất lượng.
- Đứng đầu trong ngành sữa về thương hiệu, thị phần.
- Hệ thống phân phối rộng lớn.
- Dần chiếm lĩnh nguồn nguyên liệu sữa tươi trong nước và gia tăng thị phần sữa bột

**ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2010 của VNM tăng 37.1%, cao nhất từ năm 2003 trở lại đây do việc VNM đã giành được thị phần từ đối thủ cạnh tranh Dutch Lady với các sản phẩm quan trọng. Do VNM là cổ phiếu được quan tâm khá phổ biến, chúng tôi sử dụng chỉ số PE của các công ty cùng ngành trên thế giới là 14.34. Với EPS 2010 dự báo ở mức 7,903 đồng, chúng tôi xác định giá mục tiêu cuối năm của VNM là 113,429 đồng. Mức giá này cao hơn 28.17% so với giá đóng cửa ngày 6/4/2010. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu này.

**RỦI RO CHÍNH**

- Phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu.
- Rủi ro vệ sinh an toàn thực phẩm
- Chính sách quản lý giá của Chính Phủ thay đổi gây bất lợi cho các doanh nghiệp trong ngành.



• Rủi ro đầu tư tài chính ngắn hạn vào chứng khoán niêm yết và chưa niêm yết

**TỔNG HỢP TÀI CHÍNH**

| Mô hình thu nhập (tỷ VND)               | 2008               | 2009               | 2010E             |
|---|--------------------|--------------------|-------------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                  | <b>8,208,982</b>   | <b>10,613,771</b>  | <b>14,601,060</b> |
| Giá vốn hàng bán                        | (5,610,969)        | (6,735,062)        | (9,490,689)       |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                    | <b>2,598,013</b>   | <b>3,878,709</b>   | <b>5,110,371</b>  |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i>               | <i>31.6%</i>       | <i>36.5%</i>       | <i>35.0%</i>      |
| Thu nhập hoạt động khác                 | (1,052,308)        | (1,245,476)        | (1,635,319)       |
| Chi phí bán hàng                        | (297,804)          | (292,942)          | (365,027)         |
| Chi phí QLDN                            | <b>1,378,074</b>   | <b>2,476,250</b>   | <b>3,206,183</b>  |
| Chi phí hoạt động khác                  | 264,810            | 439,936            | 189,460           |
| <b>Lợi nhuận trước thuế&amp;lãi vay</b> | <b>(197,621)</b>   | <b>(184,828)</b>   | <b>(90,359)</b>   |
| Thu nhập từ đầu tư                      | <b>67,189</b>      | <b>255,108</b>     | <b>99,101</b>     |
| Lãi vay ròng                            | 130,173            | 143,031            | 102,157           |
| <b>Thu nhập ròng từ tài chính</b>       | <b>-</b>           | <b>(7,072)</b>     | <b>(6,000)</b>    |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>             | <b>1,445,263</b>   | <b>2,731,358</b>   | <b>3,305,284</b>  |
| Thuế thu nhập                           | 122,615            | 355,291            | 499,899           |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>               | <b>8.5%</b>        | <b>13.0%</b>       | <b>15.1%</b>      |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số            | <b>1,322,648</b>   | <b>2,376,067</b>   | <b>2,805,385</b>  |
| Cổ tức trả (VND/cổ phiếu)               | 2,900              | 4,000              | 3,000             |
| Lợi nhuận giữ lại                       | 814,348            | 971,067            | 1,741,097         |
| Số cổ phiếu bình quân (m)               | 87,638             | 263,263            | 353,006           |
| Số cổ phiếu cuối năm (m)                | 175,276            | 351,250            | 354,763           |
| Thu nhập/cổ phiếu (VND)                 | 7,546              | 6,765              | 7,908             |
| Cổ tức cổ phiếu thường (VND)            | 2,900              | 4,000              | 3,000             |
| Tỷ lệ trả cổ tức/LN (cp thường)         | 38.4%              | 59.1%              | 37.9%             |
| <b>Báo cáo dòng tiền</b>                | <b>2008</b>        | <b>2009</b>        | <b>2010E</b>      |
| Lợi nhuận ròng                          | <b>1,322,648</b>   | <b>2,376,067</b>   | <b>2,805,385</b>  |
| Điều chỉnh tăng giảm:                   |                    |                    |                   |
| Khấu hao                                | 1,117,999          | 225,023            | 279,516           |
| Thay đổi hàng tồn kho                   | (1,775,342)        | 463,577            | (1,026,735)       |
| Thay đổi khoản phải thu                 | (700,082)          | (325,744)          | (8,762)           |
| Thay đổi khoản phải trả                 | 784,280            | 755,043            | (655,323)         |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động KD</b>        | <b>749,503</b>     | <b>3,493,966</b>   | <b>1,394,081</b>  |
| Thay đổi TSCĐ hữu hình                  | (3,326,221)        | (818,379)          | (1,000,999)       |
| Thay đổi đầu tư ngắn hạn                | (374,002)          | (1,940,251)        | 372,047           |
| Thay đổi đầu tư dài hạn                 | (570,657)          | (31,822)           | (19,281)          |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động Đ.Tư</b>      | <b>(4,270,880)</b> | <b>(2,790,452)</b> | <b>(648,234)</b>  |
| Cổ phần phát hành                       | 3,862,678          | 1,700,452          | 375,907           |
| Thay đổi các quỹ khác                   | 146,812            | 70,819             | 285,643           |
| Thay đổi các khoản nợ vay               | 188,222            | (174,939)          | 59,691            |
| Thay đổi nợ dài hạn                     | 181,930            | 74,395             | 43,931            |
| Chia cổ tức cho cổ đông                 | (519,611)          | (2,286,760)        | (1,687,156)       |
| <b>Dòng tiền hoạt động T.chính</b>      | <b>3,860,031</b>   | <b>(616,033)</b>   | <b>(921,983)</b>  |
| <b>Dòng tiền thuần</b>                  | <b>338,654</b>     | <b>87,481</b>      | <b>(176,136)</b>  |
| Tiền mặt đầu kỳ                         | -                  | 338,654            | 426,135           |
| <b>Tiền mặt cuối kỳ</b>                 | <b>338,654</b>     | <b>426,135</b>     | <b>249,999</b>    |
| <b>Dòng tiền thuần dự phóng</b>         | <b>2008</b>        | <b>2009</b>        | <b>2010E</b>      |
| Lợi nhuận ròng                          | 1,322,648          | 2,376,067          | 2,805,385         |
| Cộng thêm chi phí khấu hao              | 1,117,999          | 225,023            | 279,516           |
| (-)tăng TSLĐ, không kể tiền mặt         | (2,474,949)        | 146,180            | (1,036,319)       |
| (+) tăng VNNH                           | 972,502            | 580,104            | (595,632)         |
| (-) tăng nguyên giá TSMMTB              | (2,725,543)        | (519,792)          | (733,387)         |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                  | <b>(1,787,343)</b> | <b>2,807,582</b>   | <b>719,563</b>    |

*Đơn vị: Triệu VND*

| Bảng Cân Đối Kế Toán (tỷ VND)        | 2008             | 2009             | 2010E            |
|--------------------------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>              |                  |                  |                  |
| Tiền & tương đương tiền              | 338,654          | 426,135          | 250,000          |
| Đầu tư tài chính                     | 374,002          | 2,314,253        | 1,942,206        |
| Khoản phải thu                       | 646,385          | 728,634          | 876,588          |
| Hàng tồn kho                         | 1,775,342        | 1,311,765        | 2,338,500        |
| Chi phí trả trước, TSNH khác         | 53,222           | 288,370          | 150,000          |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>         | <b>3,187,605</b> | <b>5,069,157</b> | <b>5,557,294</b> |
| <b>Tài sản cố định</b>               |                  |                  |                  |
| Nguyên giá                           | 2,725,543        | 3,245,335        | 3,978,722        |
| Trừ khấu hao lũy kế                  | (1,117,999)      | (1,343,022)      | (1,622,538)      |
| Tài sản cố định ròng                 | 1,607,544        | 1,902,313        | 2,356,184        |
| Tài sản dài hạn khác                 | 1,171,810        | 1,510,566        | 1,796,637        |
| <b>Tổng Tài Sản</b>                  | <b>5,966,959</b> | <b>8,482,036</b> | <b>9,710,115</b> |
| <b>Vay nợ ngắn hạn</b>               |                  |                  |                  |
| Vay ngắn hạn                         | 188,222          | 13,283           | 72,974           |
| Khoản phải trả                       | 709,816          | 1,455,475        | 809,000          |
| Nợ khác                              | 74,464           | 83,848           | 75,000           |
| <b>Tổng vay nợ ngắn hạn</b>          | <b>972,502</b>   | <b>1,552,606</b> | <b>956,974</b>   |
| <b>Vay nợ dài hạn</b>                | <b>181,930</b>   | <b>256,325</b>   | <b>300,256</b>   |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>                | <b>4,761,913</b> | <b>6,637,739</b> | <b>8,412,241</b> |
| Cổ phiếu thường                      | 1,752,757        | 3,512,653        | 3,547,626        |
| Quỹ đầu tư phát triển                | 869,697          | 1,756,283        | 2,036,649        |
| Lợi nhuận giữ lại                    | 803,037          | 892,344          | 2,010,573        |
| Nguồn ngân sách & quỹ khác           | 1,336,422        | 476,459          | 817,394          |
| <b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>      | <b>50,614</b>    | <b>35,366</b>    | <b>40,643</b>    |
| <b>Tổng vay nợ &amp; VCSH</b>        | <b>5,966,959</b> | <b>8,482,036</b> | <b>9,710,115</b> |
| <b>Tăng trưởng &amp; tỷ suất (%)</b> | <b>2008</b>      | <b>2009</b>      | <b>2010E</b>     |
| Tăng trưởng Doanh thu                | 23.5%            | 29.3%            | 37.6%            |
| Tăng trưởng EBITDA                   |                  |                  |                  |
| Tăng trưởng EBIT                     | 44.6%            | 95.8%            | 21.1%            |
| Tăng trưởng lợi nhuận ròng           | 29.6%            | 90.3%            | 18.0%            |
| Tăng trưởng EPS                      | <b>29.6%</b>     | <b>-5.0%</b>     | <b>16.8%</b>     |
| Tỷ suất LN gộp                       | <b>31.6%</b>     | <b>36.5%</b>     | <b>0.0%</b>      |
| Tỷ suất EBITDA                       |                  |                  |                  |
| Tỷ suất EBIT                         | 17.0%            | 25.8%            | 0.0%             |
| <b>Các chỉ số</b>                    | <b>2008</b>      | <b>2009</b>      | <b>2010E</b>     |
| ROE                                  | 28.1%            | 43.1%            | 39.7%            |
| ROA                                  | 22.4%            | 33.0%            | 30.9%            |
| Số ngày hàng tồn kho                 | 112.9            | 84.3             | 70.2             |
| Số ngày khoản phải thu               | 28.9             | 23.7             | 25.5             |
| Số ngày khoản phải trả               | 42.4             | 43.4             | 31.4             |
| Vay nợ ròng/VCSH                     | 24.2%            | 27.3%            | 14.9%            |
| Độ che phủ lãi vay - EBIT(x)         | 51.8             | 411.4            | 287.4            |
| <b>Định giá so sánh</b>              | <b>2008</b>      | <b>2009</b>      | <b>2010E</b>     |
| PE                                   | 5.83             | 11.09            | 15.29            |
| PB                                   | 1.56             | 4.08             | 5.39             |
| Lợi suất cổ tức                      | 7.0%             | 5.3%             | NA               |

Notes: CA = current assets; CL = current liabilities; PEaC = Property and Equipment at Cost

Source: Thang Long Securities

**Nguyen Manh Tu**  
**Chuyên viên phân tích**  
 Email: [tunm@thanglongsc.com.vn](mailto:tunm@thanglongsc.com.vn)

Mã: **VSH**- Sàn: **HSX**  
 Ý kiến phân tích: **GIỮ**  
 Giá mục tiêu: **VND 15,059**

**THỐNG KÊ CỔ PHIẾU**  
 14,400

|   |             |
|---|-------------|
| Giá ngày 6/4/2010                                 | 14,400      |
| Ngành: Điện – Năng lượng                          |             |
| Mô hình kinh doanh: Đầu tư – xây dựng – khai thác |             |
| Thủy điện   |             |
| Niêm yết từ                                       | 07/18/2005  |
| Số cổ phiếu lưu hành                              | 125,000,000 |
| Số cổ phiếu thực tế giao dịch                     |             |
| Vốn hóa (tỷ VND)                                  | 3,176       |
| Giá cao 52 tuần (VND)                             | 44,900      |
| Giá thấp 52 tuần (VND)                            | 15,000      |
| KLGD trung bình 10 ngày                           | 568,534     |
| % Thay đổi giá 1 tháng                            | 7.14%       |
| % Thay đổi giá 3 tháng                            | 12.9%       |
| % Thay đổi giá 6 tháng                            | 145.16%     |
| % Thay đổi giá 12 tháng                           | 87.74%      |
| % Sở hữu nước ngoài                               | 23.86%      |
| % Giới hạn sở hữu nước ngoài                      | 49%         |
| Beta 52 tuần                                      | 0.84        |
| Nguồn: TSC  |             |

**CTCP THỦY ĐIỆN VĨNH SƠN – SÔNG HINH**

June 4, 2010

Chúng tôi định giá VSH ở mức 15,059 đồng/cp, cao hơn 4.58% giá đóng cửa ngày 6/4/2010. Chúng tôi khuyến nghị GIỮ cổ phiếu này với hai điểm nhấn quan trọng là (i) chúng tôi đã định giá trên cơ sở thận trọng và (ii) từ năm 2011 công ty sẽ có khoản tiết kiệm chi phí khoảng 40 tỷ do khấu hao giảm.

**GIỚI THIỆU CÔNG TY**

Công ty cổ phần Thủy Điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh là tên gọi được đổi từ tháng 7/2000 của Nhà máy Thủy Điện Vĩnh Sơn trực thuộc Công Ty Điện lực III. Công ty có 4 tổ máy hoạt động, cung cấp sản lượng điện hơn 600 triệu KWh vào lưới điện quốc gia hằng năm. Tính ở thời điểm hiện tại, công ty cung cấp khoảng 0.9% công suất phát điện và 1.1% sản lượng điện thương phẩm quốc gia.

Trong lĩnh vực chính là sản xuất và kinh doanh điện, sản lượng điện mỗi năm luôn tăng cao và vượt kế hoạch đề ra, năm 2007 đạt 658.686 triệu KWh, năm 2008 đạt 859.167 triệu KWh, năm 2009 đạt 923.810 triệu KWh, với doanh thu năm 2009 là 606.25 tỷ đồng tăng 118.63% so với kế hoạch đề ra.

Cuối năm 2009, công ty phát hành cổ phiếu thưởng tỷ lệ 2 : 1, tăng vốn điều lệ lên 2,062 tỷ đồng. Việc mở rộng hồ C của nhà máy Vĩnh Sơn góp phần nâng tổng sản lượng lên thêm 78 triệu KWh, ngoài ra công ty còn được chấp thuận chủ trương đầu tư một số dự án thủy điện khác.

**DIỄN BIẾN MỚI**

**Kết quả sản xuất kinh doanh quý 1:** sản lượng điện sản xuất đạt 191,17 triệu KWh giảm 28% so với cùng kỳ 2009, trong đó tính riêng tháng 3 đạt 63,3 triệu KWh. Doanh thu điện tháng 3 đạt 32,65 tỷ đồng, tính lũy kế quý 1/2010 là 98,85 tỷ đồng, nhưng chỉ tính tạm thời bằng 90% hợp đồng cũ.

**Mức nước tại các hồ chứa đang thấp hơn mức nước hoạt động bình thường:** Theo VSH, tại thời điểm 1/4/2010, mức nước của cả 3 hồ của Vĩnh Sơn (A,B,C) và 1 hồ của Sông Hinh đều ở dưới mức nước hoạt động bình thường. Cụ thể mức nước hiện tại/mức nước hoạt động bình thường của 4 hồ lần lượt là: 774.43/775, 824.08/826, 976.29/981, 206.97/209. Mức nước hiện tại thấp hơn so với cùng kỳ năm 2009, dẫn tới sản lượng điện trong kỳ cũng kém hơn năm trước.

**Hợp đồng bán điện mới với EVN:** Hiện VSH đang trong quá trình đàm phán ký lại hợp đồng mua bán điện với EVN, trong khi giá bán điện của EVN vừa tăng 6,8%. Điều này dẫn tới có nhiều khả năng VSH sẽ thành công trong việc đàm phán nâng giá bán điện cho EVN, dự báo có thể tăng khoảng 5% (Giá bán điện hợp đồng cũ là 476đ cho các tháng 7,8,9 và 580đ cho các tháng còn lại)

**Tình hình đầu tư:** Dự án thủy điện Thượng Kon Tum (220MW), dự án thủy điện Vĩnh Sơn 2,3(96MW) hiện đang thi công phần hạ tầng đường lộ. Dự kiến dự án Vĩnh Sơn 3 sẽ hoàn thành và đi vào vận hành vào quý 4/2011. Dự án Thượng Kon Tum sẽ hoàn thành năm 2014

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

Là một đơn vị lớn trong ngành điện với tổng sản lượng điện lên đến hơn 900 triệu KWh/năm 2009, tương đương 2.4% công suất quốc gia. Trong khi đó, nhu cầu điện năng phục vụ cho hoạt động sản xuất và tiêu dùng tăng nhanh với tốc độ 16-17%/năm. Năm 2010, dự báo nhu cầu điện có thể tăng 18%. Đây là cơ sở tạo tiền đề cho doanh thu bán điện của công ty tăng trưởng ổn định và có thể đột biến.

Một điểm nhấn quan trọng là công ty sắp khấu hao xong toàn bộ thiết bị máy móc của nhà máy thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh. Theo ước tính của chúng tôi, bắt đầu năm 2011 VSH có thể có lợi nhuận hoạt động cao hơn do giảm 40 tỷ đồng tiền khấu hao.

Việc đang đàm phán ký lại hợp đồng mua bán điện mới với EVN mở ra khả năng tăng doanh thu và lợi nhuận nếu giá bán mới được tăng lên. Chúng tôi kỳ vọng VSH có thể tăng được 5% giá bán cho EVN năm 2010 vì cung không đủ cầu.

**ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi ước tính giá trị cổ phiếu VSH là 15,059 đ/cp dựa trên giả định PE 2010F là 9 lần và ước tính EPS năm 2010 đạt 1,672 VNĐ. Chúng tôi cũng lưu ý rằng đây là đánh giá thận trọng bởi VSH là một cổ phiếu ưa thích của khối nhà đầu tư nước ngoài. PE của nhóm cổ phiếu ngành sản xuất điện tại thị trường thế giới hiện ở mức 12.9 (Yahoo Finance 14/04).

**RỦI RO CHÍNH**

Hiện công ty đang đàm phán lại hợp đồng mua bán điện với EVN. Nếu giá bán mới thấp hơn so với chúng tôi dự báo, doanh thu và lợi nhuận của công ty sẽ giảm so với kỳ vọng.

**NHỮNG ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH**

|                      | 2008  | 2009  | 2010E |
|----------------------|-------|-------|-------|
| Tài sản              | 2,459 | 2,483 | 2,524 |
| Vốn sở hữu           | 2,022 | 2,142 | 2,214 |
| Doanh thu            | 202.1 | 305.9 | 281.5 |
| EBIT                 | 240.9 | 359.6 | 329   |
| EAT                  | 323.7 | 370.9 | 256.8 |
| EPS                  | 1,982 | 2,697 | 1,564 |
| Cổ phần mỗi cổ phiếu | 600   | 2,400 | 1,800 |
| PE                   | 25    | 10.3  | 9.8   |
| PB                   | 3.2   | 1.8   | 1.4   |
| %Tăng doanh thu      | -15%  | 30.7% | -3.7% |
| % Tăng EPS           | -14%  | 44.4% | -42%  |
| % Lãi biên gộp       | 54.6% | 63.6% | 60.4% |
| % Lãi biên ròng      | 68.7% | 76.5% | 69.5% |
| ROA                  | 10.4% | 14.9% | 12.8% |
| ROE                  | 12.7% | 17.3% | 14.6% |
| Lãi cổ tức           |       |       |       |

Source : Company, TSC

**TỔNG HỢP TÀI CHÍNH**
*Đơn vị: Triệu đồng*

| Mô hình thu nhập (VND)                                      | 2007            | 2008            | 2009            | 2010E           |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                                      | <b>370,162</b>  | <b>483,680</b>  | <b>465,834</b>  | <b>497,045</b>  |
| Giá vốn hàng bán  | -168,040        | -177,685        | -184,318        | -193,847        |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>  | <b>202,122</b>  | <b>305,995</b>  | <b>281,516</b>  | <b>303,197</b>  |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i>                                   | <i>55%</i>      | <i>63%</i>      | <i>60%</i>      | <i>61%</i>      |
| Thu nhập hoạt động khác                                     | 12              | 72              | 106             | 0               |
| Chi phí bán hàng  | 0               | 0               | 0               | 0               |
| Chi phí QLDN  | -7,606          | -10,168         | -14,556         | -14,911         |
| Chi phí hoạt động khác                                      | -3              | -21             | -6              | 0               |
| <b>Lợi nhuận trước thuế &amp; lãi vay</b>                   | <b>194,525</b>  | <b>295,878</b>  | <b>267,059</b>  | <b>288,286</b>  |
| Thu nhập từ đầu tư  | 75,835          | 100,549         | 82,105          | 82,000          |
| Lãi vay ròng  | -15,980         | -26,545         | -19,280         | -17,055         |
| <b>Thu nhập ròng từ tài chính</b>                           | <b>59,855</b>   | <b>74,004</b>   | <b>62,825</b>   | <b>64,945</b>   |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>                                 | <b>254,379</b>  | <b>369,882</b>  | <b>329,884</b>  | <b>353,231</b>  |
| Thuế thu nhập   | -560            | -739            | 12,621          | 12,363          |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>                                   | <b>-0.2%</b>    | <b>-0.2%</b>    | <b>3.8%</b>     | <b>3.5%</b>     |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số                                | <b>254,939</b>  | <b>370,620</b>  | <b>323,741</b>  | <b>340,868</b>  |
| Cổ tức trả (VND/cổ phiếu)                                   | 1.400           | 1.800           | 1.500           | 1.500           |
| Lợi nhuận giữ lại   | <b>62,447</b>   | <b>123,131</b>  | <b>14,379</b>   | <b>31,506</b>   |
| Số cổ phiếu bình quân (m)                                   | 130,750         | 137,494         | 171,868         | 206,241         |
| Số cổ phiếu cuối năm (m)                                    | 137,494         | 137,494         | 206,241         | 206,241         |
| Thu nhập/cổ phiếu (VND)                                     | <b>1.950</b>    | <b>2.696</b>    | <b>1.884</b>    | <b>1.653</b>    |
| Cổ tức cổ phiếu thường (VND)                                | 1.400           | 1.800           | 1.500           | 1.500           |
| <i>Tỷ lệ trả cổ tức/LN (cp thường)</i>                      | <i>71.80%</i>   | <i>66.78%</i>   | <i>79.63%</i>   | <i>90.8%</i>    |
| <b>Báo cáo dòng tiền</b>                                    | <b>2007</b>     | <b>2008</b>     | <b>2009</b>     | <b>2010E</b>    |
| Lợi nhuận ròng  | 254,939         | 370,620         | 323,741         | 340,868         |
| Điều chỉnh tăng giảm:                                       | 0               | 0               | 0               | 0               |
| Khấu hao  | 139,002         | 150,838         | 151,010         | 151,708         |
| Thay đổi hàng tồn kho                                       | 2,403           | 2,529           | 306             | -1,249          |
| Thay đổi khoản phải thu                                     | -41,139         | -28,812         | -359            | -2,355          |
| Thay đổi khoản phải trả                                     | 12,119          | -10,260         | 18,422          | -30,039         |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động KD</b>                            | <b>367,325</b>  | <b>484,916</b>  | <b>493,120</b>  | <b>458,934</b>  |
| Thay đổi TSCĐ hữu hình                                      | -24,661         | -14,602         | -79,894         | -5,000          |
| Thay đổi đầu tư ngắn hạn                                    | -452,826        | -315,000        | 40,000          | 0               |
| Thay đổi đầu tư dài hạn                                     | -10,419         | 451             | -3,569          | -67,568         |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động Đ.Tư</b>                          | <b>-487,906</b> | <b>-329,151</b> | <b>-43,462</b>  | <b>-72,568</b>  |
| Cổ phần phát hành   | 519,036         | 71,500          | 266,809         | 0               |
| Thay đổi các quỹ khác                                       | -6,159          | -39             | 2,201           | 0               |
| Thay đổi các khoản nợ vay                                   | -19,910         | 2,943           | -73,303         | 0               |
| Thay đổi nợ dài hạn   | -107,978        | -89,013         | 24,264          | 30,000          |
| Chia cổ tức cho cổ đông                                     | -91,037         | -322,275        | -521,337        | -309,362        |
| <b>Dòng tiền hoạt động T.chính</b>                          | <b>293,952</b>  | <b>-336,884</b> | <b>-301,366</b> | <b>-279,362</b> |
| <b>Dòng tiền thuần</b>                                      | <b>173,371</b>  | <b>-181,119</b> | <b>148,292</b>  | <b>107,004</b>  |
| Tiền mặt đầu kỳ   | 53,510          | 228,784         | 47,989          | 196,281         |
| <b>Tiền mặt cuối kỳ</b>                                     | <b>228,784</b>  | <b>47,989</b>   | <b>196,281</b>  | <b>303,285</b>  |
| <b>Dòng tiền thuần dự phóng</b>                             |                 |                 |                 |                 |
| Lợi nhuận ròng  | 254,939         | 370,620         | 323,741         | 340,868         |
| Cộng thêm chi phí khấu hao (-) tăng TSLĐ, không kê tiền mặt | -38,735         | -26,283         | -53             | -3,603          |
| (+) tăng VNNH   | -7,791          | -7,317          | -54,881         | -30,039         |
| (-) tăng nguyên giá TSMMTB                                  | -126,093        | -262            | -8,388          | -5,000          |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                                      | <b>221,323</b>  | <b>487,596</b>  | <b>411,429</b>  | <b>453,934</b>  |

| Bảng Cân Đối Kế Toán (VND)      | 2007             | 2008             | 2009             | 2010E            |
|---------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>         |                  |                  |                  |                  |
| Tiền & tương đương tiền         | 228,784          | 47,989           | 196,281          | 303,285          |
| Đầu tư tài chính                | 510,685          | 825,685          | 785,685          | 785,685          |
| Khoản phải thu                  | 70,558           | 99,350           | 99,715           | 102,132          |
| Hàng tồn kho                    | 23,362           | 20,832           | 20,526           | 21,775           |
| Chi phí trả trước, TSNH khác    | 49               | 69               | 63               | 0                |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>833,438</b>   | <b>993,926</b>   | <b>1,102,270</b> | <b>1,212,877</b> |
| <b>Tài sản cố định</b>          |                  |                  |                  |                  |
| Nguyên giá                      | 2,896,959        | 2,897,222        | 2,905,610        | 2,910,610        |
| Trừ khấu hao lũy kế             | 1,324,417        | 1,475,255        | 1,626,265        | 1,777,973        |
| Tài sản cố định ròng            | 1,572,543        | 1,421,967        | 1,279,345        | 1,132,637        |
| Tài sản dài hạn khác            | 53,469           | 67,358           | 142,432          | 210,000          |
| <b>Tổng Tài Sản</b>             | <b>2,459,449</b> | <b>2,483,250</b> | <b>2,524,047</b> | <b>2,555,515</b> |
| <b>Vay nợ ngắn hạn</b>          |                  |                  |                  |                  |
| Vay ngắn hạn                    | 101,279          | 104,222          | 30,918           | 30,918           |
| Khoản phải trả                  | 21,808           | 11,476           | 29,724           | 0                |
| Nợ khác                         | 69               | 141              | 315              | 0                |
| <b>Tổng vay nợ ngắn hạn</b>     | <b>123,156</b>   | <b>115,838</b>   | <b>60,957</b>    | <b>30,918</b>    |
| <b>Vay nợ dài hạn</b>           | <b>314,007</b>   | <b>224,994</b>   | <b>249,258</b>   | <b>279,258</b>   |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>           | <b>2,022,286</b> | <b>2,142,418</b> | <b>2,213,832</b> | <b>2,245,338</b> |
| Cổ phiếu thường                 | 1,374,943        | 1,374,943        | 2,062,412        | 2,062,412        |
| Quỹ đầu tư phát triển           | 0                | 71,500           | 21,500           | 21,500           |
| Lợi nhuận giữ lại               | 260,966          | 309,637          | 112,041          | 143,547          |
| Nguồn ngân sách & quỹ khác      | 386,377          | 386,338          | 17,879           | 17,879           |
| <b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b> | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>0</b>         | <b>0</b>         |
| <b>Tổng vay nợ &amp; VCSH</b>   | <b>2,459,449</b> | <b>2,483,250</b> | <b>2,524,047</b> | <b>2,555,515</b> |

| Tăng trưởng & tỷ suất (%)  | 2007   | 2008   | 2009   | 2010E  |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Tăng trưởng Doanh thu      | -15.2% | 30.7%  | -3.7%  | 6.7%   |
| Tăng trưởng EBITDA         |        |        |        |        |
| Tăng trưởng EBIT           | -18.2% | 52.1%  | -9.7%  | 7.9%   |
| Tăng trưởng lợi nhuận ròng | -5.9%  | 45.4%  | -12.6% | 5.3%   |
| Tăng trưởng EPS            | -55.4% | 38.2%  | -30.1% | -12.3% |
| Tỷ suất LN gộp             | 54.6%  | 63.3%  | 60.4%  | 61.0%  |
| Tỷ suất EBITDA             |        |        |        |        |
| Tỷ suất EBIT               | -47.4% | -38.8% | -42.7% | -42.0% |

| Các chỉ số                          | 2007         | 2008         | 2009         | 2010E        |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>ROE</b>                          | <b>12.7%</b> | <b>17.3%</b> | <b>14.6%</b> | <b>15.2%</b> |
| <b>ROA</b>                          | <b>10.4%</b> | <b>14.9%</b> | <b>12.8%</b> | <b>13.3%</b> |
| <b>Số ngày hàng tồn kho</b>         | <b>51</b>    | <b>43</b>    | <b>41</b>    | <b>41</b>    |
| <b>Số ngày khoản phải thu</b>       | <b>25</b>    | <b>46</b>    | <b>47</b>    | <b>74</b>    |
| <b>Số ngày khoản phải trả</b>       |              |              |              |              |
| <b>Vay nợ ròng/VCSH</b>             | <b>21.6%</b> | <b>15.9%</b> | <b>14.0%</b> | <b>13.8%</b> |
| <b>Độ che phủ lãi vay - EBIT(x)</b> |              |              |              |              |
| <b>Định giá so sánh</b>             |              |              |              |              |
| <b>PE</b>                           | <b>25</b>    | <b>10.38</b> | <b>9.68</b>  | <b>9.07</b>  |
| <b>PB</b>                           | <b>3.17</b>  | <b>1.8</b>   | <b>1.42</b>  | <b>1.37</b>  |
| <b>Lợi suất cổ tức</b>              | <b>14%</b>   | <b>18%</b>   | <b>15%</b>   | <b>15%</b>   |

Notes: TSLĐ = tài sản lưu động; VNNH = vay nợ ngắn hạn; TSMMTB = Tài sản máy móc thiết bị; TSNH: Tài Sản Ngắn Hạn; VCSH: vốn chủ sở hữu; EBIT: lợi nhuận trước thuế và lãi vay; EBITDA: Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao

Nguồn: Chứng Khoán Thăng Long

## SẢN PHẨM

Sản phẩm này được phát triển dựa trên phiên bản trước đây có tên gọi là **Báo cáo Lạm phát và Chính sách Tiền tệ hàng tháng**. Trong phiên bản mới **Triển vọng Việt nam**, chúng tôi gắn các chuyển động kinh tế với diễn biến thị trường chứng khoán. Sự thay đổi này phản ánh những kết quả nghiên cứu thực nghiệm của chúng tôi về mối liên hệ chặt chẽ giữa chỉ số thị trường và những thay đổi về chỉ số lạm phát và chính sách tiền tệ. Bình luận về kinh tế bao gồm lạm phát, chính sách tiền tệ và những chuyển dịch kinh tế được viết bởi Phạm Thế Anh (Tiến sỹ Kinh tế, ĐH Manchester, Anh). Bình luận về những tác động tới thị trường chứng khoán được viết bởi Quách Mạnh Hào (Tiến sỹ Kinh tế Tài chính, ĐH Birmingham, Anh). Chứng khoán Thăng Long phát hành báo cáo này, nhưng những sai sót nếu có thuộc về các tác giả. Chúng tôi cảm ơn khách hàng đã đọc và gửi phản hồi về các sản phẩm của chúng tôi.

## KHOẢNG PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Nhóm nghiên cứu kinh tế được phụ trách bởi Phạm Thế Anh (Tiến sỹ, Manchester, UK) đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Nhóm nghiên cứu cổ phiếu do Đỗ Hiệp Hòa (MBA Hawaii; ứng viên CFA III) phụ trách đưa ra các báo cáo về công ty niêm yết, công ty tiềm năng và ngành. Khoảng Phân tích và Tư vấn đầu tư cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua hai bản tin là The Investor Daily và The Investor Journal Weekly.

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THĂNG LONG



Được thành lập vào năm 2000, Công ty CP Chứng khoán Thăng Long là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Công ty được thành lập theo Luật chứng khoán Việt Nam, cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn. Với trên 400 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Thăng Long hiện là một trong những Công ty Chứng khoán được biết tới nhiều nhất tại Việt nam. Khách hàng của chúng tôi bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp trong nước. Là thành viên của tập đoàn MB bao gồm Ngân hàng MB, Công ty Địa ốc MB, Công ty quản lý tài sản MB và Công ty Quản lý quỹ MB Capital, Thăng Long có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho các khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp. Từ khi được thành lập, Thăng Long đã được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng thứ nhất về thị phần môi giới năm 2009
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán.
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty vừa trong nước.

## VĂN PHÒNG

**Trụ sở Công ty:** Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Ma St., Ba Đình, Hanoi. Phone: +84(4) 3726 2600. **Website:** [www.thanglongsc.com.vn](http://www.thanglongsc.com.vn)

**Trụ sở Phân tích:** Tầng 4, Tòa nhà Vinaconex, 34 Lang Ha St., Ba Đình, Hanoi. Phone: +84(4) 4456 8668. E: [research@thanglongsc.com.vn](mailto:research@thanglongsc.com.vn)

## QUYỀN TỪ CHỐI

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của Công ty Chứng khoán Thăng Long. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những khách hàng hiện tại của Công ty Chứng khoán Thăng Long. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© **Bản quyền. Công ty Chứng khoán Thăng Long 2006-2010, TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO.** Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của Công ty Chứng khoán Thăng Long.