

Ngày 22 tháng 11 năm 2011



## BÁO CÁO CHUYÊN ĐỀ

### CTCP Chứng khoán

### Rồng Việt – Rong Viet Securities

Lầu 1 – 2 – 3 – 4

Toà nhà Viet Dragon

141 Nguyễn Du, Quận 1

TP.Hồ Chí Minh, Việt Nam

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax: (84 8) 6291 7986

[www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

[info@vdsc.com.vn](mailto:info@vdsc.com.vn)

### Phòng Phân tích & Tư vấn đầu tư

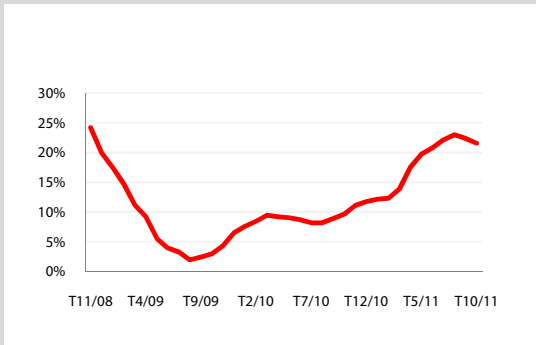
Báo cáo chuyên đề nghiên cứu

[phan\\_tich@vdsc.com.vn](mailto:phan_tich@vdsc.com.vn)

# CẬP NHẬT CỔ PHIẾU TRIỂN VỌNG 2011

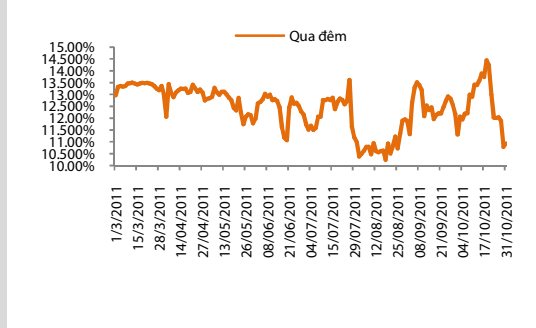
**KINH TẾ VĨ MÔ**

**Diễn biến chỉ số CPI theo năm**



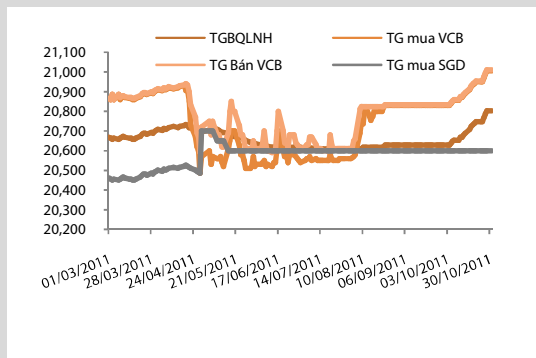
Nguồn: GSO

**Diễn biến lãi suất liên ngân hàng**



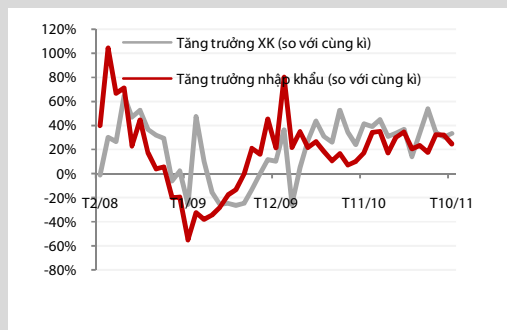
Nguồn: SBV

**Diễn biến tỷ giá trong thời gian qua**



Nguồn: SBV, Vietcombank

**Tăng trưởng xuất nhập khẩu trong thời gian qua**



Nguồn: GSO

**Kinh tế vĩ mô quý III/2011**

**Tăng trưởng kinh tế**

Chín tháng đầu năm 2011, tăng trưởng GDP đạt 5,76% so với cùng kỳ năm 2011. Khu vực công nghiệp và xây dựng có mức đóng góp cao nhất, tiếp đến là dịch vụ và nông nghiệp.

**Lạm phát**

Sau giai đoạn bùng phát kéo dài trong nửa đầu năm và thiết lập mức cao nhất kể từ năm 2008 vào tháng 8/2011, lạm phát bắt đầu cho tín hiệu đã qua đỉnh và đi vào xu hướng hạ nhiệt. Mức tăng lạm phát theo năm giảm từ 23,02% so với cùng kỳ tháng 8 xuống còn 22,42% so với cùng kỳ tháng 9. Biến động lạm phát trong giai đoạn này phụ thuộc phần lớn vào biến động giá các mặt hàng lương thực thực phẩm – nhóm hàng chiếm tỷ trọng 40% trong rổ hàng hóa tính CPI nhưng ít chịu sự tác động của chính sách thắt chặt tiền tệ.

**Lãi suất**

Trong quý III/2011, NHNN thực hiện khá linh hoạt giải pháp chính sách tiền tệ chặt chẽ và thận trọng nhằm hỗ trợ thanh khoản cho các NHTM, kiểm soát lạm phát và ổn định kinh tế vĩ mô. Lãi suất huy động VND từ tháng 9 được hầu hết các NHTM đưa về mức trần 14%/năm. Lãi suất cho vay theo đó cũng hạ nhẹ từ cuối tháng 9: lãi suất cho vay lĩnh vực sản xuất nông nghiệp và xuất khẩu ở mức 17-19%; lãi suất cho vay sản xuất - kinh doanh khác ở mức 17-21%/năm. Đối với USD, lãi suất huy động được giữ ổn định 2%/năm. Lãi suất cho vay các kỳ hạn ngắn, trung và dài hạn ổn định phổ biến ở 6 – 8%.

Việc áp trần lãi suất huy động 14% đã dẫn đến sự dịch chuyển dòng tiền tiết kiệm sang các kênh đầu tư khác có mức sinh lời cao hơn. Tổng số dư tiền gửi tại các tổ chức tín dụng bắt đầu có dấu hiệu suy giảm trong tháng 10 (giảm 0,74% so với tháng 9, trong đó VND giảm 1,29% và USD tăng 1,73%). Các NHTM thiếu vốn phải tìm đến kênh huy động trên thị trường liên ngân hàng. Lãi suất thị trường liên ngân hàng do vậy liên tục biến động và cá biệt có thời điểm tăng mạnh lên mức 27 - 30% trong tháng 10.

**Tỷ giá**

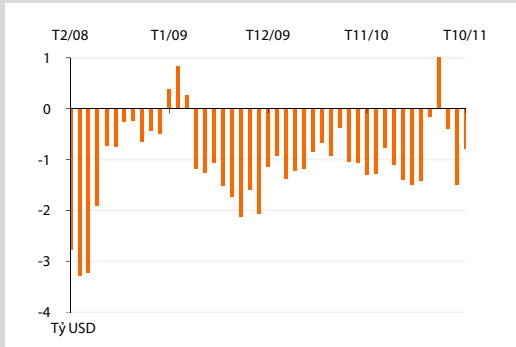
Bắt đầu từ đầu quý III/2011, tỷ giá đã xuất hiện một số căng thẳng bởi nhiều nguyên nhân. Trước hết, sức hấp dẫn của VND giảm do lãi suất huy động bị kéo xuống 14% làm tăng nhu cầu nắm giữ USD. Ngoài ra, tác động mạnh nhất lên tỷ giá trong giai đoạn này là sự biến động mạnh của thị trường vàng và chênh lệch giữa giá vàng trong nước và thế giới tăng cao. Nửa cuối tháng 9/2011, tỷ giá trên thị trường tự do có thời điểm lên mức 21.300 VND/USD.

**Các vấn đề kinh tế quý IV/2011**

Lạm phát theo năm đã đi qua đỉnh và xu hướng hạ nhiệt vẫn đang được duy trì, tạo cơ sở vững chắc hơn cho chủ trương giảm lãi suất của NHNN. Tuy vậy, kinh tế vĩ mô trong nước trong quý cuối năm vẫn phải đối diện với nhiều thách thức.

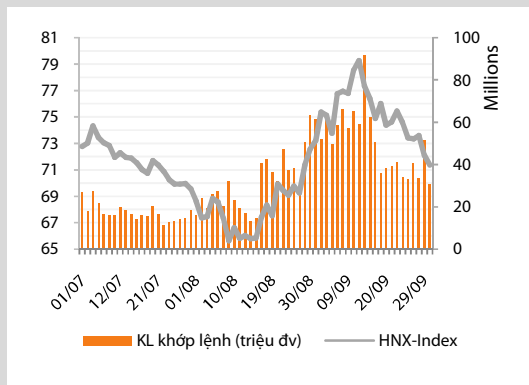
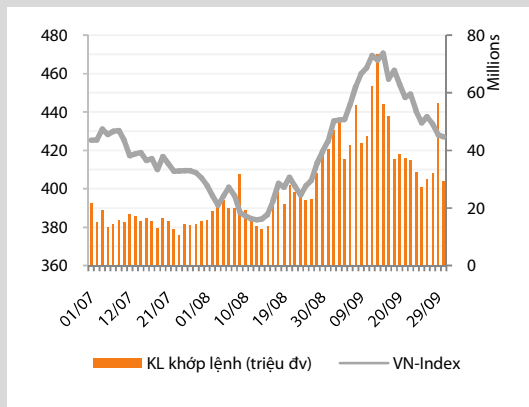
**Tái cấu trúc hệ thống ngân hàng.** Thông tin truyền thông cho thấy ngày càng có nhiều trường hợp đổ vỡ tín dụng với quy mô lớn do ảnh hưởng của chính sách thắt chặt tiền tệ, đặc biệt đối với lĩnh vực phi sản xuất. Nợ xấu ngành ngân hàng có biểu hiện tăng nhanh trong thời gian qua. Bên cạnh đó, biến động lãi suất trên thị trường liên ngân hàng sau khi trần lãi suất huy động 14% bị kiểm soát chặt chẽ cho thấy sự yếu kém của một số NHTM. NHNN vì vậy đã đưa ra kế

**Diễn biến nhập siêu trong thời gian qua**



Nguồn: GSO

**Biến động hàng ngày VNIndex & HNIIndex**



Nguồn: RongvietSecurities

hoạch cải tổ hệ thống và bắt đầu bằng việc ban hành Thông tư hướng dẫn số 34 ban hành ngày 28/10/2011 về trình tự, thủ tục thu hồi giấy phép, thanh lý tài sản của tổ chức tín dụng và kiểm soát các tổ chức này trước khi vỡ nợ nhằm tạo hành lang cho sự sáp nhập giữa các ngân hàng. Thông tư 34 sẽ có hiệu lực từ ngày 11/12/2011 và sẽ là cơ sở để tiến hành quy trình phá sản, mua bán & sáp nhập trong hệ thống ngân hàng.

**Tỷ giá.** Tăng trưởng tín dụng ngoại tệ trong 7 tháng đầu năm lên đến 25%, tương đương mức dư nợ ngoại tệ tăng thêm khoảng 5,4 tỷ USD. Nhu cầu USD để đáo hạn các khoản vay này vào cuối năm sẽ là sức ép lớn nhất đối với tỷ giá. Ngoài ra, giá vàng thế giới biến động bất thường có thể ảnh hưởng đến thị trường vàng trong nước và gián tiếp khiến USD tăng giá. Cán cân thanh toán quốc tế được dự báo thặng dư từ 4 – 5 tỷ USD là cơ sở hỗ trợ NHNN can thiệp tiền tệ và giữ mức biến động tỷ giá USD không vượt quá 1%. Tuy nhiên, với sự dồn nén áp lực giảm giá VND bắt đầu từ cuối quý III/2011, khả năng sẽ có đợt giảm giá VND mới của NHNN vào đầu quý I/2012.

**Lạm phát.** Số liệu thống kê cho thấy đang có sự bất cân đối giữa sản xuất – tiêu dùng, dẫn đến nguy cơ thiếu hụt nguồn cung. Ngoài ra, thời tiết bất lợi và nhu cầu hàng hóa tăng lên trong giai đoạn kinh tế thế giới phục hồi có thể sẽ khiến giá lương thực thực phẩm tăng cao trong thời gian tới. Thêm vào đó, theo tính chu kỳ, CPI thường tăng nhanh vào giai đoạn cuối năm khi nhu cầu chi tiêu dịp lễ tết tăng đang là những thách thức mới đối với lạm phát cuối năm. Với giải pháp bán hàng bình ổn đang được áp dụng, chúng tôi kỳ vọng lạm phát năm nay sẽ trong khoảng 18 – 19%.

**Thị trường chứng khoán Quý III/2011 và triển vọng Quý IV/2011**

Các tranh cãi xung quanh việc nâng trần nợ khiến nền kinh tế lớn nhất thế giới lần đầu tiên bị hạ một bậc xếp hạng tín nhiệm và cơn bão nợ công khu vực châu Âu bất ngờ cho thấy thực tế trầm trọng hơn rất nhiều so với thông tin lan truyền trước đó, tạo điều kiện mở ra chu kỳ tăng giá mới của vàng và kéo dài gần hết quý III. Trong nước, lãi suất vẫn giữ mức đỉnh của năm 2008 do hậu quả của chính sách thắt chặt tiền tệ từ đầu năm và lạm phát cao chưa được kiểm soát. Hoạt động kinh doanh 6 tháng đầu năm của các doanh nghiệp niêm yết theo đó bị ảnh hưởng nặng nề và phần lớn không đạt chỉ tiêu kế hoạch của năm. Sức hấp dẫn của TTCK vì vậy sụt giảm nghiêm trọng trong nửa đầu quý III, điểm số thị trường cùng với thanh khoản suy giảm nghiêm trọng.

Từ giữa tháng 8/2011, thông điệp đưa lãi suất huy động và cho vay về mức 14% và 17 - 19% được Thống đốc NHNN nêu lên tại kỳ họp đầu tiên của Quốc hội khóa 13 đã xoa dịu phần nào sự căng thẳng của thị trường. Bên cạnh đó, nhiều thông tin vĩ mô tích cực khác như dự trữ ngoại hối cải thiện, giao thương bất ngờ xuất siêu trong tháng 8, lạm phát có dấu hiệu đã đạt đỉnh càng củng cố thêm khả năng mục tiêu hạ lãi suất sẽ thành công. NĐT lạc quan hơn trong giai đoạn này, thị trường có ba tuần tăng điểm và cải thiện thanh khoản. Trạng thái trầm lắng trở lại trong hai tuần cuối tháng 9 sau khi các yếu tố xoa dịu đã phát huy hết tác dụng. Chốt phiên ngày 30/09, VNIndex đạt 427,06 điểm và HNIIndex đạt 71,34 điểm, giảm lần lượt 1,3% và 4% so với cuối quý II/2011.

Làn sóng rút vốn khỏi thị trường mới nổi của khối NĐT nước ngoài diễn ra mạnh mẽ trong quý III/2011. Tại Việt Nam, khối này bán ròng mạnh nhất trong tháng 9 và tổng giá trị bán ròng trong quý III là hơn 1.000 tỷ đồng. Tuy vậy, trái với làn sóng rút vốn trên sàn niêm yết, hàng loạt thương vụ M&A và mua chiến lược được khối ngoại thực hiện ngoài sàn trong giai đoạn này cho thấy sự hấp dẫn

tại thị trường Việt Nam vẫn rất lớn. Các thương vụ điển hình có ngân hàng Mizuho mua cổ phần của Vietcombank, Diego hoàn tất việc nâng tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu Halico, chuyển nhượng nội khối cổ phiếu STB và MSN...

Trong quý IV/2011, các yếu tố chi phối tâm lý NĐT và là rào cản đối với sự tham gia của dòng tiền còn khá lớn. Từ thế giới, diễn biến nợ công khu vực châu Âu là vấn đề chính yếu được quan tâm. Trong nước, lạm phát đã đi qua đỉnh song khó có khả năng duy trì mức tăng thấp do thời tiết bất lợi và tính mùa vụ. Lãi suất kỳ vọng giảm nhẹ nhưng mức giảm sẽ không đủ để giúp các doanh nghiệp tạo được KQKD đột biến, trong khi đó áp lực tăng tỷ giá khá lớn vào thời điểm cuối năm khi các khoản vay bằng USD đáo hạn. Ngoài ra, truyền thông về nợ xấu của các NHTM và tình hình thanh khoản của các công ty chứng khoán, và thời hạn đưa tỷ lệ tín dụng phi sản xuất về 16% đang gây kể trong bối cảnh TTCK ề uột và thị trường BĐS đóng băng càng khiến áp lực tâm lý nặng nề.

Ở chiều ngược lại, một số yếu tố ví mô trong nước đang bộc lộ kết quả tích cực. Lãi suất không còn nóng; dự trữ ngoại hối khá dồi dào và nhập siêu giảm sẽ là yếu tố hỗ trợ cho việc thực thi chính sách ổn định tỷ giá cuối năm. Trước những thách thức cũng như triển vọng trên, thanh khoản và điểm số thị trường sẽ chưa thể bứt phá mạnh trong quý IV nhưng chúng tôi lạc quan về triển vọng ổn định trong trung và dài hạn. Ngoài ra, sự suy giảm kéo dài đã khiến nhiều cổ phiếu bị định giá thấp so với tiềm năng tăng trưởng, cơ hội sàng lọc và tích lũy cổ phiếu có cơ bản tốt sẽ đến với NĐT trong quý IV/2011.

#### **Cập nhật danh mục đầu tư**

Báo cáo này là bản cập nhật của 'Báo cáo Cổ phiếu triển vọng năm 2011' đã được cập nhật và phát hành vào ngày 15/08/2011. Về quan điểm lựa chọn cổ phiếu, chúng tôi vẫn giữ nguyên các tiêu chí lựa chọn đã được xác định trong Báo cáo trước đây. Báo cáo này cập nhật một số nội dung sau:

- Kết quả kinh doanh quý 3 và lũy kế 9 tháng năm 2011 của các công ty được đề cập trong Báo cáo.
- Đánh giá lại triển vọng kinh doanh 3 tháng còn lại của năm và kết quả kinh doanh của cả năm 2011.
- Định giá lại các công ty trên cơ sở triển vọng kinh doanh năm 2011 và tình hình kinh tế hiện tại.

#### **Các thay đổi**

So với Báo cáo cập nhật đã phát hành vào đầu quý III/2011, Báo cáo cập nhật lần này có một số thay đổi như sau:

- Trên cơ sở tổng hợp các yếu tố về tình hình vĩ mô và kết quả kinh doanh, chúng tôi đã đánh giá lại triển vọng của từng doanh nghiệp cụ thể. Do vậy, việc định giá lại các doanh nghiệp là điều tất yếu. Sau khi định giá lại, chỉ có duy nhất PGS là có giá mục tiêu được điều chỉnh tăng. Các doanh nghiệp có giá mục tiêu được điều chỉnh giảm gồm: PGD, HPG, PHR, EIB.
- Một trường hợp chúng tôi phải đưa ra khỏi danh sách khuyến cáo đầu tư là SJS do các rắc rối xung quanh vấn đề quản trị và tính pháp lý của dự án Nam An Khánh, nguồn thu chủ yếu của SJS trong vài năm tới. Sau khi có kết luận chính thức về tính pháp lý của dự án này, chúng tôi sẽ tiến hành đánh giá lại và bổ sung trở lại vào danh sách khuyến cáo nếu xét thấy phù hợp.
- Chúng tôi cũng bổ sung vào danh sách khuyến cáo đối với công ty DIG

do xét thấy các yếu tố phù hợp với tiêu chí lựa chọn đầu tư.

**Lưu ý**

Quý nhà đầu tư cần tham khảo giá khuyến nghị mục tiêu của chúng tôi để có quyết định đầu tư phù hợp. Trường hợp thị giá của cổ phiếu thấp hơn đáng kể so với giá khuyến nghị, quý nhà đầu tư có thể cân nhắc mua vào nếu xét thấy phù hợp với tiêu chí đầu tư của riêng quý vị. Tương tự, quý nhà đầu tư có thể chủ động chốt lời nếu đã đạt được kỳ vọng theo khuyến cáo của chúng tôi hoặc theo kỳ vọng của chính quý vị. Một số trường hợp cổ phiếu có thị giá cao hơn giá khuyến nghị của chúng tôi tại thời điểm phát hành, chúng tôi vẫn duy trì các cổ phiếu này trong danh sách khuyến cáo do (1) các cổ phiếu này vẫn phù hợp với tiêu chí lựa chọn và (2) trong trường hợp giá cổ phiếu có biến động, quý nhà đầu tư có thể tham khảo quan điểm của chúng tôi để có quyết định phù hợp.

**Bảng cập nhật hiệu quả khuyến nghị “Cổ phiếu triển vọng 2011”:**

Mã CK	Giá khuyến nghị	Giá @ thời điểm phát hành báo cáo (15/08/2011)	Giá @ 22/11/2011	Giá cao nhất kể từ thời điểm cập nhật @ 15/08/2011	Giá thấp nhất kể từ thời điểm cập nhật @ 15/08/2011
VNM	128.400	115.000	142.000	144.000	115.000
PGD	45.521	33.400	32.900	37.900	31.300
DPM	36.165	29.800	28.900	35.800	28.800
HPG	33.231	26.900	18.900	30.700	18.700
PGS	22.348	16.800	24.900	27.000	16.800
PHR	37.866	30.000	22.900	31.500	22.900
EIB	19.400	15.000	14.800	16.300	13.800
KLS	13.000	9.800	9.700	13.600	9.700
SJS	30.000	24.200	17.200	32.800	16.000

**DANH SÁCH KHUYẾN CÁO ĐẦU TƯ**

Mã CK	Giá mục tiêu	Lý do	Rủi ro	Mục đích đầu tư	
<b>VNM</b>	128.000	Khả năng tăng trưởng bền vững và mạnh mẽ trong thời gian dài. Kết quả kinh doanh năm 2011 tiếp tục tăng trưởng cao bất chấp khó khăn của nền kinh tế	Thanh khoản thấp Giá ít biến động trong ngắn hạn	Dài hạn	Giá trị
<b>PGD</b>	42.000	Sản lượng khí phân phối tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2011. Giá dầu và các loại nhiên liệu khác tăng tạo thuận lợi cho PGD trong việc gia tăng lợi nhuận.	Lợi nhuận gộp thu hẹp qua các năm do giá đầu vào do PVGas ấn định trong khi PGD không thể tăng giá tương ứng cho khách hàng	Trung hạn	Tăng trưởng
<b>DPM</b>	36.000	Giá phân bón đứng ở mức cao	Biến động tỷ giá, giá lúa gạo và giá dầu sẽ ảnh hưởng đến tỷ suất lợi	Trung hạn	Giá trị

			<p>nhuận</p> <p>Khả năng thừa cung khi các nhà máy sản xuất phân đạm đi vào hoạt động từ năm 2012</p>		
<b>HPG</b>	19.000	<p>Sản lượng tăng do Khu liên hợp hoạt động hết công suất trong năm 2011</p> <p>Dây chuyền sản xuất có chiều sâu</p>	<p>Thị trường thép xây dựng đang chịu ảnh hưởng nặng từ khó khăn của nền kinh tế</p> <p>Tỷ suất lợi nhuận phụ thuộc vào biến động giá thép thế giới</p> <p>Phân khúc thép xây dựng sẽ cạnh tranh rất cao khi các dự án lớn của các đối thủ trong ngành đi vào hoạt động</p>	Trung hạn	Tăng trưởng
<b>PGS</b>	28.000	<p>Sản lượng tăng mạnh do sản phẩm CNG đang trong giai đoạn mở rộng thị trường</p> <p>Giá dầu tăng giúp PGS điều chỉnh tăng giá bán với khách hàng, giúp bù trừ phần giá đầu vào tăng</p>	<p>Giá bán LPG và CNG phụ thuộc nhiều vào giá dầu</p> <p>Khả năng tăng sản lượng CNG phụ thuộc vào khả năng mở rộng khách hàng</p>	Trung hạn	Tăng trưởng
<b>PHR</b>	32.000	<p>Giá cao su tăng mạnh giúp lợi nhuận PHR tăng mạnh</p>	<p>Tăng trưởng lợi nhuận phụ thuộc vào giá cao su thế giới, vào giá dầu và nhu cầu cao su tự nhiên. Khả năng tăng trưởng nhờ sản lượng là không cao do diện tích đang khai thác bị thu hẹp trong khi các dự án trồng mới chưa thể đưa vào khai thác trong ít nhất 1 – 2 năm tiếp theo</p>	Ngắn hạn	Giá trị
<b>EIB</b>	18.300	<p>Tốc độ tăng trưởng tài sản nhanh</p> <p>ROE ngày càng cải thiện</p> <p>Khả năng hoàn thành kế hoạch kinh doanh 2011</p>	<p>Phụ thuộc vào chính sách tiền tệ và khả năng tăng trưởng của nền kinh tế</p>	Trung – dài hạn	Tăng trưởng
<b>KLS</b>	13.000	<p>Tiền mặt chiếm phần lớn trong cơ cấu tài sản</p> <p>Tỷ lệ thị giá/tiền quanh mức 1,0 (x)</p>	<p>Tâm lý e ngại đối với cổ phiếu công ty chứng khoán trong giai đoạn thị trường chứng khoán gặp nhiều khó khăn</p>	Trung hạn	Cơ hội
<b>DIG</b>	23.000	<p>Có quỹ đất thương mại lớn và có giá trị lớn</p> <p>Nguồn thu khá chắc chắn trong năm 2011 và năm tiếp theo 2012</p>	<p>Khả năng bán hàng trong bối cảnh thị trường bất động sản khó khăn</p> <p>Phụ thuộc vào tiến độ/khả năng thanh toán của các đối tác</p> <p>Chính sách vĩ mô của Chính phủ đối với bất động sản, chính sách tiền tệ đối với khu vực phi sản xuất</p>	Trung – Dài hạn	Giá trị

**MCK: VNM (HSX)**

**CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM**

**DÀI HẠN**

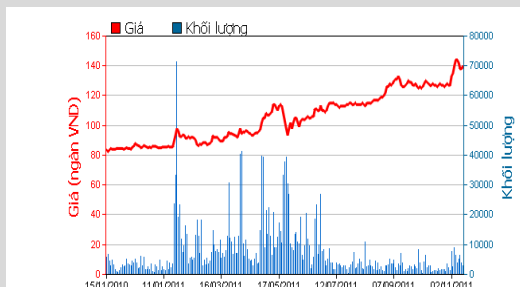
**ĐỊNH GIÁ 128.400**

**Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (@ 22/11/11) (VND)	142.000
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	144.000
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	81.262*
Số CP đang lưu hành	370.721.660
KLGBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	48.355
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	52.642
Trailing P/E (x)	13,4
Forward P/E (2011) (x)	13,4
P/BV (30/9/2011) (x)	4,6

\* Giá điều chỉnh

**Đồ thị giá 52 tuần**



Nguồn: HSX

**Các chỉ tiêu tài chính cơ bản**

Đv: Tỷ đồng	2009A	2010A	3Q/11	2011F
DT	10.614	15.753	15.652	20.364
LNTT	2.731	4.251	3.752	4.725
LNST	2.376	3.616	3.176	3.930
VĐL	3.513	3.531	3.708	5.562
VCSH	6.456	7.964	11.540	12.218
TTS	8.482	10.773	14.336	15.027
ROA (%)	28,0	33,6	-	26,2
ROE (%)	36,8	45,4	-	32,2
EPS (VND)	6.769	10.251	8.767	7.065
GTSS (VND)	18.378	22.562	31.121	21.966
Cổ tức (%)	30	40	-	30

Nguồn: BCTC\_VNM và RongViet Securities ước tính

**HÀNG TIÊU DÙNG – THỰC PHẨM ĐỒ UỐNG**

Mặc dù thị trường âm đạm và diễn biến tiêu cực, cổ phiếu VNM đã luôn ở trong xu hướng tăng. Kể từ báo cáo “cổ phiếu triển vọng” của Rong Viet cập nhật ngày 15/08/2011, VNM đã tăng đến mức giá kỳ vọng của chúng tôi và duy trì khá lâu, trước khi có sự bứt phá mạnh mẽ sau thông tin chốt danh sách nhận cổ phiếu thưởng vào đầu tháng 11. Chúng tôi cho rằng VNM đã đạt mức giá hợp lý với những kỳ vọng vào kết quả kinh doanh trong năm nay.

**Kết quả kinh doanh quý III khả quan.** Trong quý III, VNM đạt doanh thu 5.697 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 1.062 tỷ đồng. Tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 29,4%, tiếp tục giảm so với con số 6 tháng là 32,3%. Tuy nhiên, doanh thu tăng nhẹ so với bình quân hai quý trước giúp kết quả kinh doanh vẫn rất khả quan.

Như đã đề cập trong báo cáo trước, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm là do chi phí nguyên liệu tăng song VNM không điều chỉnh việc tăng giá tương ứng. VNM thực hiện cam kết bình ổn giá đối với sữa bột và chỉ có 1 đợt tăng giá 5% vào đầu năm đối với nhóm sữa tươi và sữa chua.

**VNM có thể vượt hơn 10% kế hoạch năm 2011.** Với kết quả ổn định như trên, lũy kế 9 tháng, VNM đã đạt 15.652 tỷ đồng doanh thu và 3.176 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế. Dễ thấy, khả năng đạt lợi nhuận cả năm 4.000 tỷ đồng nằm trong tầm tay của công ty này. Đây là kết quả kinh doanh ấn tượng nhưng không quá bất ngờ trước vị thế dẫn đầu ngành hàng thiết yếu tại thị trường nội địa.

**VNM chia cổ phiếu thưởng tỷ lệ 2 : 1.** Trên thực tế, việc chia cổ phiếu thưởng cơ bản không làm tăng thêm lợi ích cho cổ đông ngoài việc thị giá được điều chỉnh giảm và tăng thanh khoản. Trong trường hợp này, nhà đầu tư có thể nhận được nhiều cổ tức hơn nhờ việc chia tách, vì theo kế hoạch, VNM sẽ tiếp tục chia 10% cổ tức tiền mặt trên mỗi cổ phiếu, như vậy, tỷ lệ cổ tức thực sẽ là 35%.

**Các kế hoạch đầu tư vẫn chưa có thông tin mới.** Như chúng tôi đã cập nhật trong báo cáo lần trước, các dự án dự kiến hoàn thành trong năm nay như nhà máy Dielac 2 tại KCN Việt Nam – Singapore, nhà máy sữa Mega tại Bình Dương, nhà máy sữa Đà Nẵng tại KCN Khánh Hòa đều bị kéo dài thời gian sang năm sau. Dự kiến năm nay, VNM chỉ giải ngân khoảng trên 3.000 tỷ đồng so với kế hoạch 4.255 tỷ.

Bên cạnh đó, dự án phát triển đàn bò sữa của VNM cũng khó có thể thực hiện theo đúng lộ trình đạt 80.000 con vào năm 2015 do gặp khó khăn trong việc phát triển trang trại bò sữa. Đàn bò sữa của VNM hiện nay vào khoảng 6.000 con và chưa có kế hoạch nhập thêm trong năm nay.

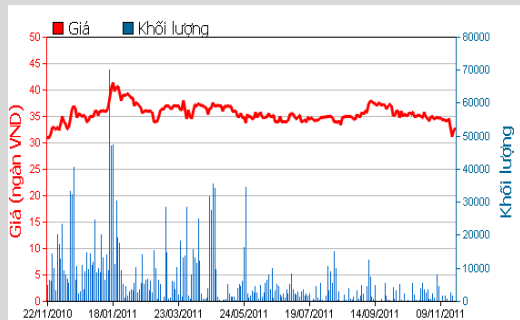
**Cạnh tranh trong ngành sẽ ngày càng tăng.** Với sự xuất hiện đối thủ cạnh tranh được giới truyền thông xem là đối thủ nặng ký- TH Milk, chưa thể kết luận điều gì trong thời gian ngắn, tuy nhiên, chắc chắn cạnh tranh sẽ mạnh mẽ hơn và thị phần sẽ bị ảnh hưởng. Điều này kéo theo các chi phí cho quảng cáo và bán hàng,... sẽ gia tăng. Đây là điều mà nhà đầu tư cần quan tâm đối với Vinamilk, doanh nghiệp đã có gần 10 năm tăng trưởng không ngừng.

**MCK: PGD (HSX)**

**TRUNG HẠN**

<b>ĐỊNH GIÁ</b>	<b>42.038</b>
<b>Chỉ tiêu cơ bản</b>	
Giá (@ 22/11/11) (VND)	32.900
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	41.400
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	31.000
Số CP đang lưu hành	42.900.000
KLGBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	8.198
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.411,4
Trailing P/E (x)	5,3
Forward P/E (2011) (x)	4,5
P/BV (30/09/2011) (x)	1,7

**Đồ thị giá 52 tuần**



Nguồn: HSX

**Các chỉ tiêu tài chính cơ bản**

Đv: Tỷ đồng	2010A	9T/2011	2011KH	2011F
DT	2.123,4	2.367,4	3.158,0	3.502,4
LNTT	289,3	341,3	172,0	413,7
LNST	216,9	255,8	129,0	310,3
VĐL	428,6	429,0	429,0	429,0
VCSH	718,0	834,0	-	885,9
TTS	977,6	1.320,2	-	1.348,4
ROA (%)	22,2	-	-	23,0
ROE (%)	30,2	-	-	35,0
EPS (VND)	6.241	-	-	7.233
GTSS (VND)	16.751	19.441	-	20.650
Cổ tức (%)	30	-	23	30

Nguồn: BCTC\_PGĐ và RongViet Securities ước tính

**CTCP PHÂN PHỐI KHÍ THẤP ÁP ĐẦU KHÍ VIỆT NAM**

**TIỆN ÍCH CÔNG CỘNG - GAS**

Lũy kế 9 tháng, kết quả kinh doanh của PGD thấp hơn một ít so với mức dự phóng của chúng tôi do giá khí bán ra trong quý 3 là 7,14 USD/MMBTU thay vì 7,25 USD/MMBTU như dự phóng. Sang quý 4, hai dự án ở KCN Nhơn Trạch và KCN Hiệp Phước lại tiếp tục bị chậm tiến độ nên ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ. Ngoài ra, nhiều khả năng giá khí đầu vào sẽ tăng mạnh hơn giá khí bán ra trong quý 4. Vì vậy, lợi nhuận dự phóng bị sụt giảm so với dự báo ban đầu.

Giá nhiều loại nhiên liệu tăng và đặc biệt là chi phí sử dụng các loại nhiên liệu – năng lượng truyền thống như LPG, điện, than,... đang tăng cao và nguồn cung không ổn định khiến sản phẩm khí thấp áp PGD phân phối có khả năng mở rộng thị trường. Với đặc thù kinh doanh rủi ro thấp, trong khi tỷ suất lợi nhuận cao và tỷ lệ cổ tức hấp dẫn, Công ty lại vẫn đang trong giai đoạn mở rộng và tăng trưởng ổn định, việc PGD đang được giao dịch ở mức giá 3x là rất đáng xem xét.

**Giá khí đầu vào và đầu ra tăng mạnh so với cùng kỳ.** Giá khí đầu vào trong quý 3 gần tương đương với quý 2 ở mức gần 6 USD/MMBTU trong khi giá bán bình quân lại giảm nhẹ từ 7,39 USD/MMBTU xuống còn 7,14 USD/MMBTU. Do đó, tỷ suất lãi gộp trong quý 3 đã bị sụt giảm so với quý 2. Lũy kế 9 tháng, giá đầu vào bình quân là 5,79 USD/MMBTU, tăng 19,9% so với cùng kỳ, và giá bán ra bình quân là 7,19 USD/MMBTU, tăng 19,8% so với cùng kỳ. Trong quý 4, nhiều khả năng giá khí đầu vào sẽ tăng mạnh (dự kiến gần 30%) nên tỷ suất lãi gộp trong quý 4 sẽ bị sụt giảm.

**Kết quả kinh doanh lũy kế 9 tháng đạt mức cao so với cùng kỳ.** Lũy kế 9 tháng, sản lượng tiêu thụ của PGD tăng 22,7% so với cùng kỳ và đạt hơn 16 triệu MMBTU. Cùng với giá bán và tỷ giá tăng, PGD đã đạt doanh thu 2.367,4 tỷ, tăng 57,6% so với cùng kỳ. Mặc dù giá đầu ra tăng ít hơn giá đầu vào làm cho tỷ suất lãi gộp giảm nhẹ (từ 19% xuống 18,8%), nhưng tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu chỉ còn 4,2% so với con số của cùng kỳ là 6,2%, nên lợi nhuận sau thuế của PGD tăng 72,6% so với cùng kỳ và đạt 255,8 tỷ.

**Dự phóng:** Do hai dự án ở KCN Nhơn Trạch và KCN Hiệp Phước bị chậm tiến độ nên lũy kế 9 tháng, PGD chỉ hoàn thành khoảng 65,6% kế hoạch sản lượng tương đương 401 triệu m3. Bên cạnh đó, hai dự án nhiều khả năng sẽ đi vào hoạt động từ giữa quý 4 thay vì đầu quý 4 như ước tính ban đầu của chúng tôi nên sản lượng tiêu thụ dự phóng điều chỉnh giảm xuống khoảng 555 triệu m3 (dự phóng ban đầu là 570 triệu m3). Ngoài ra, giá khí mua vào và bán ra bình quân trong năm lần lượt là 6,4 USD/MMBTU và 7,6 USD/MMBTU. Cùng với dự phóng lợi nhuận từ hoạt động tài chính và các chi phí hoạt động khác, chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của PGD vào khoảng 310,3 tỷ, tương đương mức EPS là 7.233 đồng/cp.

Triển vọng tăng trưởng của PGĐ là khá tốt. Hiện các hệ thống ống dẫn đến đến các KCN của PGĐ chỉ hoạt động khoảng 40-50% công suất nên khả năng tăng sản lượng tiêu thụ vẫn còn. Ngoài ra, hai dự án mở rộng thị trường đến KCN Nhơn Trạch và KCN Hiệp Phước cũng tạo điều kiện cho PGĐ tiếp cận các đối tượng khách hàng mới.

Tuy nhiên, PGĐ phải chịu rủi ro lớn đến từ biến động về giá khí đầu vào. Hiện PVGas, cổ đông lớn và là nhà cung cấp chính cho PGĐ, đang khai thác khoảng 6,7 tỷ m3/năm và phần lớn khí khai thác (hơn 90%) được ưu tiên sử dụng cho sản xuất điện đạm và giá bán cũng được ưu đãi hơn so với giá bán cho sản xuất công nghiệp khác. Chính vì vậy, một trong những cách mà PVGas có thể gia tăng lợi nhuận là tăng giá

*bán khí cho PGD. Tuy nhiên, với việc PVGas sở hữu khoảng 50% cổ phần của PGD, chúng tôi cho rằng PVGas vẫn sẽ tạo điều kiện cho PGD tiếp tục phát triển nhưng sẽ không tăng trưởng mạnh mẽ như giai đoạn vừa qua. Mặt khác, giá bán khí của PGD vẫn còn thấp hơn khá nhiều so với các loại nhiên liệu khác nên PGD vẫn có thể tăng giá bán để bù đắp cho việc tăng giá đầu vào. Mặc dù vậy, tỷ suất lãi gộp trong các năm tới có thể tiếp tục suy giảm do tốc độ tăng giá bán chậm hơn tăng giá đầu vào để thu hút khách hàng mới.*

**MCK: DPM (HSX)**

**CTCP PHÂN ĐẠM VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ**

**TRUNG HẠN**

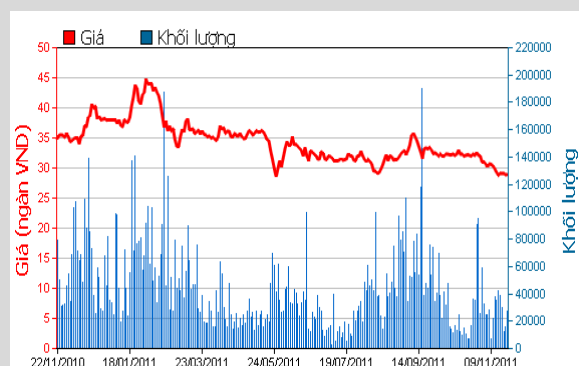
**HÓA CHẤT – PHÂN BÓN**

**ĐỊNH GIÁ 36.165**

**Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (@ 22/11/11) (VND)	28.900
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	44.700
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	28.500
Số CP đang lưu hành	377.644.200
KLGDBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	268.821
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	10.913,9
Trailing P/E (x)	6,4
Forward P/E (2011) (x)	3,8
P/BV (30/09/2011) (x)	1,4

**Đồ thị giá 52 tuần**



Nguồn: HSX

**Các chỉ tiêu tài chính cơ bản**

Đv: tỷ đồng	2010 A	9T/2011	2011P	2011(F)
DT	6.618,8	6.849,2	7.000,0	9.562,8
LNTT	1.921,6	2.569,3	1.570,0	3.327,3
LNST	1.703,2	2.257,4	-	2.899,1
VĐL	3.800,0	3.800,0	-	3.800,0
VCSH	6.193,8	7.834,6	-	8.173,0
TTS	7.418,6	9.100,1	-	9.681,9
ROE	27,5%	-	-	35,5%
ROA	23,0%	-	-	29,9%
EPS (VNĐ)	4.499	5.978	-	7.677
GTSS (VNĐ)	16.299	20.620	-	21.642
Tỷ lệ cổ tức	20%	-	15%	20%

Nguồn: DPM và Rong Viet Securities tổng hợp

Giá phân bón cao là yếu tố chính dẫn tới kết quả kinh doanh rất khả quan của DPM trong 9 tháng đầu năm. So với dự phóng của chúng tôi trong báo cáo khuyến nghị quý 2, kết quả kinh doanh thấp hơn chút ít do sản lượng tiêu thụ quý 3 không được cao như dự báo trong khi giá tiêu thụ bình quân gần tương đương với dự phóng của chúng tôi. Do đó, trong báo cáo cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh giảm sản lượng tiêu thụ làm doanh thu và lợi nhuận dự phóng cũng giảm theo.

**Giá phân bón đã tăng mạnh từ đầu năm và DPM đã khấu hao gần hết máy móc thiết bị.** Trong 9 tháng đầu năm, giá bán urê Phú Mỹ bình quân khoảng 8.286 đồng/kg, tăng hơn 40% so với mức giá tiêu thụ bình quân của cùng kỳ năm trước. Ngoài ra, DPM chỉ đang phải khấu hao dây chuyền thu hồi khí CO2 và một số tài sản cố định khác nên chi phí khấu hao đã giảm đáng kể trong năm nay.

**Giá khí đầu vào tăng.** Giá khí đầu vào trong năm nay tăng lên 4,59 USD/MMBTU so với mức giá 3,55 USD/MMBTU của năm 2010. Trong năm tiếp theo, giá khí sẽ được điều chỉnh tăng lên 6,5 USD/MMBTU làm chi phí khí đầu vào tăng thêm hơn 750 tỷ.

**Kết quả kinh doanh lũy kế 9 tháng rất khả quan.** Kết thúc quý 3, nhờ giá phân bón tăng, doanh thu của DPM là 6.849,2 tỷ, hoàn thành 97,8% kế hoạch và tăng 45,9% so với cùng kỳ. Tỷ suất lãi gộp của DPM vẫn duy trì xu hướng tăng và đạt 41,3% trong khi cùng kỳ năm trước chỉ đạt 35,6%. Ngoài ra, chỉ số chi phí bán hàng và chi phí quản lý trên doanh thu đều sụt giảm so với cùng kỳ. Về các hoạt động tài chính, mặc dù chi phí tài chính tăng thêm gần 8 tỷ so với cùng kỳ do lãi vay nhưng các khoản lãi tiền gửi tăng mạnh (đạt 332,6 tỷ) làm cho lợi nhuận từ hoạt động tài chính tăng 111 tỷ so với cùng kỳ. Nhờ đó, lợi nhuận ròng đạt 2.257,4 tỷ tăng 84,5% so với cùng kỳ.

**Dự phóng:** Sau khi cập nhật kết quả kinh doanh của quý 3, sản lượng tiêu thụ dự kiến cho cả năm 2011 là 785.000 tấn, thấp hơn chút ít so với dự phóng ban đầu của chúng tôi là 800.000 tấn. Ngoài ra, giá tiêu thụ urê Phú Mỹ bình quân dự phóng cho cả năm là 8.486 đồng/kg, gần tương đương với giá dự phóng ban đầu là 8.522 đồng/kg. Cùng với các mảng hoạt động khác bao gồm phân phối phân bón (trong đó có sản phẩm NPK mới đưa vào thị trường từ tháng 6) và sản xuất điện nên doanh thu dự phóng năm 2011 của DPM là 9.562,8 tỷ, tăng 44,5% so với năm 2010. Mặc dù giá khí đầu vào tăng nhưng nhờ phần lớn máy móc hết khấu hao và giá phân bón cao nên chúng tôi dự phóng tỷ suất lãi ròng năm 2011 là 30,3%, tăng so với con số 25,7% của năm 2010. Do đó, LNST dự kiến năm 2011 là 2.899,1 tỷ, tương đương mức EPS là 7.677 đồng/cp.

Từ năm 2012, nguồn cung phân đạm trong nước sẽ vượt nhu cầu trong nước khi các dự án nhà máy phân đạm hoàn thành và đi vào hoạt động. Trên thị trường thế giới, tổng cung cũng ngày càng cao hơn tổng cầu nên với mức giá cao như hiện tại thì nhiều khả năng giá phân bón sẽ có xu hướng giảm. Bên cạnh đó, giá khí đầu vào sẽ liên tục tăng làm giảm đi biên lợi nhuận của Công ty. Vì vậy, nhiều khả năng lợi nhuận ròng của DPM trong các năm tiếp theo sẽ thấp hơn năm 2011. Vì vậy, nhà đầu tư nên cân nhắc diễn biến giá phân bón trước khi quyết định đầu tư dài hạn vào cổ phiếu này.

**MCK: HPG (HSX)**

**CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT**

**TRUNG HẠN**

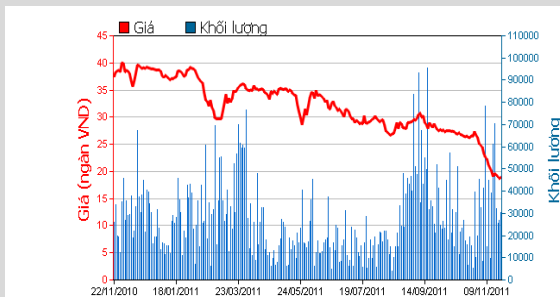
**CÔNG NGHIỆP - VẬT LIỆU XÂY DỰNG**

**ĐỊNH GIÁ 18.700**

**Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (@22/11/11) (VND)	18.900
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	39.600
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	18.700
Số CP đang lưu hành	313.618.830
KLGBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	354.258
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	5.927
Trailing P/E (x)	4,0
Forward P/E (2011) (x)	5,1
P/BV (BV 30/09/11) (x)	0,8

**Đồ thị giá 52 tuần**



Nguồn: HSX

**Các chỉ tiêu tài chính cơ bản**

Đv: Tỷ đồng	2009A	2010A	9T2011	2011F
DT	8.123	14.267	13.403	16.890
LNTT	1.510	1.564	1.316	1.439
LNST	1.272	1.349	1.086	1.178
VĐL	1.964	3.178	3.178	3.178*
TTS	10.243	14.904	17.321	17.576
VCSH	4.899	6.485	7.358	7.450
ROA (%)	13,5%	15,1%	6,3%	6,7%
ROE (%)	20,4%	20,8%	14,8%	15,8%
EPS (VND)	6.477	4.550	3.449	3.740
GTSS (VND)	24.947	20.403	23.509	23.442
Cổ tức (%)	10	30		40*

\*: Giả sử Công ty chưa trả cổ tức trong quý IV

Nguồn: BCTC HPG

Trong báo cáo trước, người viết khuyến nghị mua cổ phiếu Hòa Phát dựa trên những kỳ vọng về sự hỗ trợ của yếu tố mùa vụ và giá thép không giảm nhiều, chi phí tài chính ổn định. Tuy nhiên những yếu tố này diễn ra không đúng như kỳ vọng và ảnh hưởng mạnh đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Dự đoán những tác động này sẽ còn kéo dài đến nửa đầu năm sau và HPG khó có thể đạt mức tăng trưởng trở lại. Mức giá hợp lý được xác định bởi phương pháp P/E và P/B hiện tại khoảng 18.700 đồng/cổ phiếu, gần tương đương với mức giá tham chiếu ngày 18/11/2011. HPG đang được giao dịch gần với giá trị hợp lý của mình, thấp hơn cả giá trị sổ sách, tuy nhiên, hiện tại chưa phải là thời điểm phù hợp để nắm giữ cổ phiếu HPG vì dự kiến HPG cũng như các doanh nghiệp thép nói chung vẫn còn phải chờ một thời gian khá dài để hoạt động kinh doanh hồi phục trở lại, ít nhất là trong trung hạn.

**Các dự án vẫn đang trong quá trình thực hiện.** Nhà máy than coke và nhiệt điện II đang trong quá trình hoàn thành phần điện. Dự án Mandarin hiện đã được xây xong tầng 3. Riêng về lĩnh vực xi măng, do hoạt động không hiệu quả nên HPG đã tiến hành chuyển nhượng toàn bộ nhà máy này cho Vissai Ninh Bình trong quý III vừa rồi.

**Kết quả kinh doanh Quý III/2011 của HPG cho thấy sự sụt giảm mạnh về lợi nhuận ròng.** Nếu như trong quý I và quý II, lợi nhuận ròng của HPG lần lượt đạt 528 và 456 tỷ đồng, đến quý III, lợi nhuận chỉ đạt ở mức thấp gần 101 tỷ đồng. Để giải thích cho sự sụt giảm này có những nguyên nhân chính sau: (1) Giá bán sụt giảm khiến lợi nhuận gộp giảm mạnh, so với quý trước lợi nhuận gộp giảm đến 30%, (2) chi phí tài chính tăng 39% so với quý trước, chủ yếu là sự gia tăng trở lại của chi phí chênh lệch tỷ giá (phát sinh từ thanh toán), (3) Ngoài ra, thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp trở về mức 25% do đã hết thời hạn ưu đãi.

**Dự kiến kết quả kinh doanh quý IV vẫn chưa thể khả quan và HPG chỉ hoàn thành 67% kế hoạch lợi nhuận.** Đầu ra ngành thép tiếp tục gặp khó khăn hơn trong quý IV do tình hình bất động sản chưa khởi sắc và yếu tố mùa vụ dường như yếu thế trước những khó khăn về dòng vốn. Bên cạnh đó, giá thép và giá than thế giới đang trên đà giảm liên tiếp sẽ tạo áp lực giảm giá trong nước trong khi chi phí đầu vào vẫn còn cao, khả năng lợi nhuận gộp trong quý IV của HPG vẫn sẽ ở mức thấp. Hơn nữa, kiểm soát chi phí tài chính cũng là một áp lực không nhỏ cho DN khi chi phí vay khó giảm xuống do dư nợ vay dài hạn tiếp tục tăng và lãi suất trái phiếu mà HPG trả cho trái chủ đã tăng từ 14,5% lên 17,5%/năm. Tỷ giá đã tăng 0,85% kể đầu quý IV đến nay, khiến cho chi phí chênh lệch tỷ giá vẫn tiếp tục là gánh nặng (trong quý III, tỷ giá tăng 0,1% tương ứng với chi phí chênh lệch tỷ giá là 96 tỷ đồng)

Từ những khó khăn trên, người viết có sự điều chỉnh về dự phóng kết quả kinh doanh của HPG trong quý IV cũng như cả năm 2011. Ước tính trong quý cuối, doanh thu và lợi nhuận lần lượt đạt 3.487 và 92 tỷ đồng, nâng tổng doanh thu và lợi nhuận ròng cả năm lên lần lượt 16.890 tỷ đồng (đạt 97% kế hoạch) và 1.178 tỷ đồng (đạt 67% kế hoạch), theo đó EPS ở mức 3.740 đồng/CP.

**HPG vẫn tiếp tục gặp khó khăn trong nửa đầu năm sau.** Dự thảo tái cấu trúc hệ thống ngân hàng, tập đoàn, tổng công ty và DNNN sẽ được đưa ra tại Quốc hội kỳ họp thứ III (tháng 05-06/2012), do vậy còn một khoảng thời gian khá dài để kỳ vọng nền kinh tế chuyển biến tích cực hơn, theo đó đầu ra cho ngành thép có thể tiếp tục gặp khó khăn trong thời gian chưa diễn ra hoạt động tái cấu trúc này. Bên cạnh đó, nếu như HPG thực hiện đầu tư Khu liên hợp Hòa Phát giai đoạn II theo như kế hoạch (đầu năm 2012), dư nợ vay dài hạn sẽ tăng mạnh, đi cùng với nó là chi phí lãi vay cũng tăng mạnh.

**MCK: PGS (HSX)**

**CTCP KINH DOANH KHÍ HÓA LỎNG MIỀN NAM**

**TRUNG HẠN**

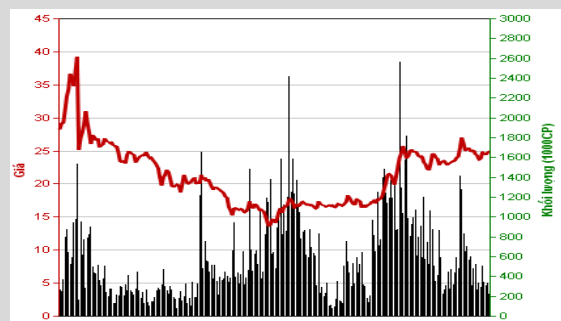
**TIỆN ÍCH CÔNG CỘNG - GAS**

**ĐỊNH GIÁ** **28.260**

**Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (@ 22/11/11) (VND)	24.900
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	29.000
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	13.600
Số CP đang lưu hành	38.000.000
KLGDBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	360.120
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	946,2
Trailing P/E (x)	2,7
Forward P/E (2011) (x)	3,4
P/BV (30/09/2011) (x)	1,3

**Đồ thị giá 52 tuần**



Nguồn: HNX

**Các chỉ tiêu tài chính cơ bản**

Đv: Tỷ đồng	2010	9T/2011	2011P	2011F
DT	3.705,5	4.074,9	4.100	5.680,0
LNTT	312,1	359,9	180,1	431,2
LNST	225,7	224,4	-	276,6
VĐL	158,8	380,0	380,0	380,0
VCSH	2.485,6	701,0	-	786,0
TTS	350,6	2.904,4	-	2.856,2
ROA (%)	9,1	-	-	35,2%
ROE (%)	64,3	-	-	9,7%
EPS (VND)	14.555	5.905	-	7.279
GTSS (VND)	22.078	18.447	-	20.685
Cổ tức (%)	31,0	-	23	25%

Nguồn: BCTC PGS và Rong Viet Securities tổng hợp

Lũy kế 9 tháng, lợi nhuận của PGS đã cao hơn kỳ vọng của chúng tôi khá nhiều do mảng CNG có giá bán và sản lượng cao hơn dự phóng ban đầu. Tuy nhiên, sang quý 4, giá khí đầu vào của CNG nhiều khả năng sẽ tăng lên nên lợi nhuận trong quý 4 sẽ bị ảnh hưởng. Do đó, trong báo cáo này, kết quả kinh doanh dự phóng năm 2011 được điều chỉnh phù hợp hơn với tình hình hoạt động thực tế của Công ty. Trong các năm tiếp theo, mức độ tăng trưởng lợi nhuận phụ thuộc vào sự phát triển của sản phẩm khí CNG và rủi ro lớn nhất đối với sản phẩm này là biến động giá đầu vào.

**Giá tiêu thụ bình quân 9 tháng của LPG và CNG đều tăng mạnh so với năm 2010.** Giá LPG bán lẻ sau khi đạt đỉnh 380.000 đồng/bình 12kg vào tháng 5 đã giảm trở lại và hiện đang ở mức 346.000 đồng/bình 12 kg (tăng 6,5% so với giá đầu năm). Nhờ đó, giá tiêu thụ LPG bình quân của PGS trong 9 tháng đầu năm tăng hơn 30% so với năm 2010. Bên cạnh đó, giá bán CNG bình quân cũng đạt gần 15 USD/MMBTU, tăng gần 55,8% so với giá bán bình quân của năm 2010. Tuy nhiên, giá khí đầu vào CNG có thể bị tăng lên gần 30% nên lợi nhuận từ CNG trong quý 4 sẽ bị sụt giảm

**Kết quả kinh doanh 9 tháng tăng trưởng vượt bậc so với cùng kỳ.** Lũy kế 9 tháng, trong khi sản lượng tiêu thụ của các sản phẩm như LPG, xăng dầu và nhớt không có nhiều khác biệt so với năm trước thì sản lượng tiêu thụ CNG đã tăng mạnh, đạt 81 triệu m3 và cao hơn 45,7% sản lượng của cả năm 2010. Cùng với yếu tố tăng giá bán, doanh thu 9 tháng của PGS đạt 4.074,9 tỷ, tăng 63,9% so với cùng kỳ. Doanh thu từ mảng CNG có lợi nhuận biên cao tăng lên đáng kể, chiếm khoảng 24,2% cơ cấu doanh thu so với con số 11,7% của cả năm trước. Nhờ đó, tỷ suất lãi gộp tăng đáng kể, từ 8,5% lên 18,1%, nên mặc dù các chi phí khác như chi phí bán hàng, chi phí quản lý và lãi vay cũng tăng mạnh và đặc biệt không còn có khoản lợi nhuận từ thanh lý cổ phiếu PGD nhưng LNST đạt 224,4 tỷ, tăng 19,2% cùng kỳ. Nếu không xét đến lợi nhuận từ thanh lý PGD trong năm trước thì tốc độ tăng trưởng của lợi nhuận gần 170%.

**Dự phóng:** Dựa trên kết quả hoạt động của Công ty trong 9 tháng đầu năm cũng như dự báo diễn biến tình hình kinh doanh trong thời gian còn lại của năm, chúng tôi cho rằng PGS hoàn toàn có khả năng hoàn thành kế hoạch sản lượng đối với CNG (106,5 triệu m3). Tuy nhiên, kế hoạch sản lượng của LPG nhiều khả năng sẽ không hoàn thành và chỉ đạt khoảng 96,5 triệu m3 do áp lực cạnh tranh cao. Trong thời gian còn lại của năm, giá LPG và CNG được dự phóng sẽ tiếp tục tăng theo giá khí thế giới do nhu cầu khí đốt để sưởi ấm gia tăng ở các nước phương Tây. Dự kiến doanh thu của PGS năm 2011 đạt 5.680,4 tỷ, tăng 53,3% so với cùng kỳ. Sau khi ước tính các chi phí lớn như chi phí mua khí, chi phí khấu hao, chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp và lãi vay, chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt khoảng 276,6 tỷ, tương đương mức EPS là 7.279 đồng/cp.

Đối với PGS, động lực chủ yếu cho sự tăng trưởng hiện nay là sản phẩm CNG với ưu đãi về giá đầu vào. Trong tương lai, nhiều khả năng sự ưu đãi này sẽ giảm bớt nên PGS buộc phải gia tăng sản lượng để tiếp tục gia tăng lợi nhuận. Với lợi thế về giá so với các loại nhiên liệu khác, triển vọng tăng trưởng của sản phẩm này là khá tốt. Tuy nhiên, một rủi ro dài hạn cần phải tính đến là khả năng “nhường” lại các khách hàng đã xây dựng được cho PGD tại một số khu vực nhất định khi công ty này lắp đặt được đường ống dẫn khí đến các khu vực đó. Gần nhất có lẽ là khu vực Nhơn Trạch và Hiệp Phước. Mặc dù vậy, với tính linh hoạt của xe bồn, PGS có thể vận chuyển khí đến các khách hàng xa đường ống nên Công ty vẫn có được phân khúc thị trường của riêng mình.

**MCK: PHR (HSX)**

**CTCP CAO SU PHƯỚC HÒA**

**NGẮN HẠN**

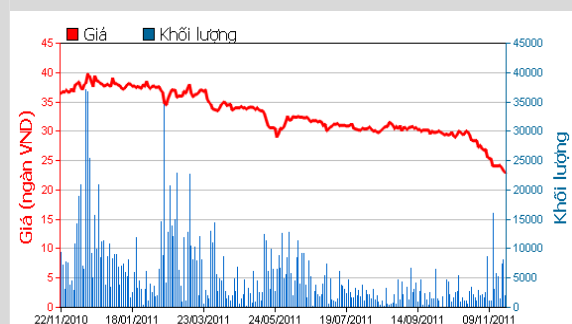
**ĐỊNH GIÁ**

**31.566**

**Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (@ 22/11/11) (VND)	22.900
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	39.700
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	22.900
Số CP đang lưu hành	78.975.047
KLGDBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	51.187
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.808,5
Trailing P/E (x)	3,7
Forward P/E (2011) (x)	2,7
P/BV (30/09/2011) (x)	1,1

**Đồ thị giá 52 tuần**



Nguồn: HSX

**Các chỉ tiêu tài chính cơ bản**

Đv: tỷ đồng	2010	9T/2011	2011P	2011(F)
DT	2.030,1	1.887,4	1.902	2.565,3
LNTT	661,6	635,4	-	907,1
LNST	502,2	478,1	466,3	684,9
VĐL	813,0	813,0	-	813,0
VCSH	1.284,4	1.636,1	-	1.706,6
TTS	2.305,4	2.864,4	-	2.971,3
ROA (%)	21,8	-	-	23,1
ROE (%)	39,2	-	-	40,1
EPS (VND)	6.268	6.000	-	8.600
GTSS (VND)	15.798	20.124	-	20.992
Cổ tức (%)	30,0	-	30,0	30,0

Nguồn: BCTC\_PHR và RongViet Securities ước tính

**NGUYÊN LIỆU CƠ BẢN – CAO SU TỰ NHIÊN**

Kết quả kinh doanh lũy kế 9 tháng của PHR rất ấn tượng, đạt tỷ lệ cao so với kế hoạch và cao hơn so với dự phóng trong báo cáo quý 2 của chúng tôi. Nguyên nhân chủ yếu là do giá cao su vẫn duy trì ở mức cao trong khi sản lượng tiêu thụ không chênh lệch nhiều so với dự phóng của chúng tôi. Trong báo cáo cập nhật này, doanh thu dự phóng cao hơn trong báo cáo lần đầu do giá bán bình quân dự phóng được điều chỉnh tăng, tuy nhiên, lợi nhuận dự phóng lại tăng không đáng kể do sản lượng tiêu thụ đối với cao su tự khai thác giảm đi chút ít.

Nhà đầu tư quan tâm đến cổ phiếu cao su có thể cân nhắc nắm giữ cổ phiếu PHR do có tính thanh khoản tốt hơn và tỷ lệ cổ tức/thị giá cũng tương đối hấp dẫn so với ngành. Tuy nhiên, nhà đầu tư cần phải cân nhắc rủi ro về giá cao su.

**Giá cao su đang có xu hướng giảm.** Sau khi vượt qua mức giá 6.000 USD/tấn trong tháng 4, giá cao su RSS 3 bắt đầu giảm dần đến khoảng 4.100 USD/tấn vào tháng 10 do nỗi lo về khủng hoảng nợ Châu Âu. Trong thời gian gần đây, giá cao su RSS 3 đã về khoảng 3.500 USD/tấn. Mặt khác, nguồn cung từ Thái Lan sắp bị ảnh hưởng do sắp vào mùa mưa ở miền Nam Thái Lan. Vì vậy, giá cao su RSS 3 nhiều khả năng sẽ không tiếp tục xu hướng giảm và có thể tăng lại về mức 4.000 USD/tấn vào cuối năm.

**Kết quả kinh doanh lũy kế 9 tháng 2011 vượt trội so với năm trước.** Trong 9 tháng đầu năm, sản lượng khai thác đạt 12.880 tấn, đạt 64,4% kế hoạch năm. Ngoài ra, sản lượng thu mua bên ngoài đạt 4.787,8 tấn nên sản lượng tiêu thụ đạt 17.954 tấn. Mặt khác, giá bán bình quân luôn được duy trì ở mức cao, đạt 99,6 triệu đồng/tấn trong khi giá bán bình quân của cả năm trước là 63,47 triệu đồng/tấn, giúp Công ty đạt doanh thu 1.887,4 tỷ, tăng 36,2% so với cùng kỳ. Bên cạnh đó, giá bán tăng cao cũng là nguyên nhân chính làm cho tỷ suất lãi ròng tăng từ 23% lên 25,3%. Nhờ đó, LNST đạt 478,1 tỷ, tăng 50% so với cùng kỳ.

**Dự phóng:** Trên cơ sở sản lượng tiêu thụ trong 9 tháng đầu năm và kế hoạch khai thác của Công ty trong 3 tháng cuối năm, chúng tôi có một số điều chỉnh nhỏ về sản lượng tiêu thụ dự phóng với sản lượng khai thác là 19.716 tấn (ban đầu là 20.000 tấn) và thu mua là 6.200 tấn (ban đầu là 6.000 tấn). Giá tiêu thụ bình quân dự phóng trong cả năm được tăng từ 91,94 triệu đồng/tấn lên 93,97 triệu đồng/ tấn nên doanh thu ước đạt 2.565,3 tỷ. Trên cơ sở xác định các khoản mục chi phí trong cơ cấu giá vốn hàng bán, chúng tôi dự phóng tỷ suất lãi gộp năm nay vào khoảng 35,5%. Sau khi xem xét các chi phí hoạt động khác và lợi nhuận từ thanh lý vườn cây, LNST của PHR được dự báo là 685 tỷ, tương đương mức EPS là 8.600 đồng/cp.

Hàng năm, PHR phải thanh lý khoảng 550 ha vườn cây già cỗi nhưng nhờ có các vườn cây trẻ hơn gối đầu nên sản lượng khai thác có khả năng được duy trì trong mức 19.000 – 20.000 tấn/năm. Từ năm 2015, sản lượng khai thác mới có khả năng tăng lên khi dự án vườn cao su ở Campuchia bắt đầu được đưa vào khai thác. Vì vậy, có thể thấy là triển vọng trong vòng vài năm tới của PHR hoàn toàn phụ thuộc vào giá cao su. Trong khi đó, với tình hình kinh tế thế giới đang có nhiều bất ổn và nguồn cung cao su tiếp tục tăng lên trong các năm tới, sức ép giảm giá cao su là không nhỏ. Vì vậy, nhà đầu tư cần cân nhắc kỹ lưỡng xu hướng giá cao su trước khi đầu tư vào PHR.

**MCK: EIB (HSX)**

**DÀI HẠN**

**ĐỊNH GIÁ**

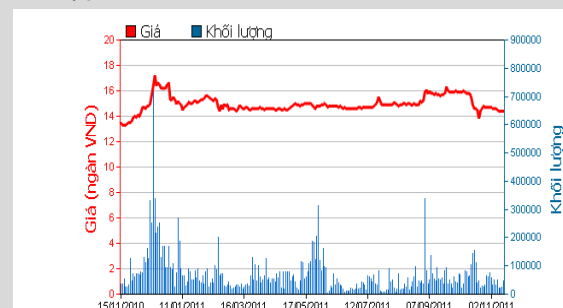
**18.300**

**Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (@ 22/11/11) (VND)	14.800
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	16.300*
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	12.214*
Số CP đang lưu hành	1.056.006.875
KLGBDQ/phiên (10 phiên gần nhất)	481.066
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	15.629
Trailing P/E (x)	6,6
Forward P/E (2011) (x)	6,4
P/BV (30/09/2011) (x)	1,02

\* Giá đã điều chỉnh

**Đồ thị giá 52 tuần**



Nguồn: HSX

**Chỉ số tài chính cơ bản**

Đv: tỷ đồng	2010	9T/2011	2011F
Tổng thu nhập	3.670	3.694	4.925
Lợi nhuận trước thuế	2.378	2.702	3.201
Lợi nhuận sau thuế	1.815	2.028	2.433
Dư nợ cho vay	62.348	68.902	74.787
Huy động vốn	112.375	115.139	104.958
Vốn điều lệ	10.560	10.560	12.356
Vốn chủ sở hữu	14.782	15.302	17.428
Tổng tài sản	131.128	146.867	156.042
ROA (%)	1,4		1,56%
ROE (%)	13,5		13,96%
Giá trị sổ sách (VNĐ)	13.998	14.400	14.106
EPS (VNĐ)	1.718		1.969
Cổ tức (%)	13,5		14,6%

Nguồn: EIB, Rongviet Securities

**NGÂN HÀNG TMCP XUẤT NHẬP KHẨU VIỆT NAM**

**TÀI CHÍNH – NGÂN HÀNG**

Những quy định khắt khe để đảm bảo an toàn cho hệ thống ngân hàng gây không ít khó khăn cho các thành phần tham gia nói chung. Tuy nhiên, có vẻ trong khi các ngân hàng nhỏ đối mặt với nhiều rủi ro thì các ngân hàng quy mô lớn và hoạt động căn bản, ổn định càng hưởng lợi. Độ trễ từ kết quả của quy định về trần lãi suất huy động giúp lợi nhuận của các ngân hàng này tăng tốt trong quý III. Kết quả kinh doanh của EIB là một minh chứng. Chính vì vậy, mặc dù thị trường sụt giảm mạnh trong thời gian qua, cổ phiếu EIB vẫn giữ giá tốt do những kỳ vọng trong dài hạn: tỷ suất sinh lời sẽ tiếp tục được cải thiện, chiến lược quản trị thận trọng được đánh giá cao trong khủng hoảng... Ngoài ra, giai đoạn hệ thống ngân hàng diễn ra hoạt động tái cấu trúc có thể là cơ hội có các ngân hàng có nền tảng vững vàng, hoạt động ổn định tạo nên sự bất phá.

Tuy vậy, với diễn biến khá chậm của những giải pháp vĩ mô và trước mắt chưa có nhiều tín hiệu tích cực, chúng tôi điều chỉnh giá kỳ vọng của EIB xuống còn 18.300 VND/CP cho mục tiêu đầu tư dài hạn.

**Kết quả kinh doanh quý III cao hơn các quý trước mặc dù dư nợ tín dụng hầu như không tăng trưởng.** Nhìn chung trong quý III, với độ trễ từ kết quả của việc quy định trần lãi suất huy động, EIB cũng như các ngân hàng có vẻ đã hưởng lợi. Thu nhập thuần từ lãi của EIB đạt 1.443 tỷ đồng, tăng ~9% so với quý II (tăng 80% so với cùng kỳ năm trước), trong khi dư nợ tín dụng tại thời điểm cuối quý III có sự sụt giảm nhẹ ở khoản mục tiền gửi tại các TCTD khác, còn dư nợ cho vay khách hàng hầu như không thay đổi, duy trì ở mức 68,9 ngàn tỷ đồng.

Các hoạt động dịch vụ và kinh doanh khác không có biến động nhiều. Nhờ đã cơ cấu lại danh mục đầu tư chứng khoán vốn và công ty liên kết trong năm trước, EIB hạn chế được thiệt hại từ đợt sụt giảm mạnh của thị trường chứng khoán trong thời gian qua so với các ngân hàng khác.

**EIB có thể vượt kế hoạch năm đã đề ra.** Với lợi nhuận lũy kế ba quý đã đạt 2.701,5 tỷ đồng, hoàn thành kế hoạch 3.000 tỷ đồng có vẻ là nhiệm vụ nhẹ nhàng đối với EIB từ nay đến cuối năm, thậm chí có thể vượt qua con số dự phóng 3.201 tỷ đồng của chúng tôi. Tuy nhiên, báo cáo quý III chưa hợp nhất có thể chưa bao hàm hết kết quả kinh doanh không mấy thuận lợi của các công ty con và công ty liên kết. Bên cạnh đó, chi phí dự phòng rủi ro tín dụng của EIB trong quý III (42,6 tỷ đồng) thấp hơn so với các quý trước và khá thấp so với các ngân hàng khác (MBB: 506,5 tỷ; ACB: 91,8 tỷ, STB: 148,1 tỷ đồng) có thể là một tiến bộ trong quản lý nợ xấu nhưng cũng có thể do chưa phản ánh hết tình hình thực tế. Do vậy, trên quan điểm thận trọng, chúng tôi vẫn duy trì dự báo lợi nhuận sau thuế cả năm đạt khoảng 2.433 tỷ đồng.

**EIB phát hành cổ phiếu thưởng trong tháng 11.** EIB tiếp tục phát hành cổ phiếu thưởng 17% cho cổ đông hiện hữu, động tác này cơ bản chỉ làm tăng quy mô vốn điều lệ và chia nhỏ thêm thị giá cổ phiếu.

**Rủi Ro.** Trong khi dư nợ tín dụng vẫn duy trì thì số dư tiền gửi lại có xu hướng sụt giảm tại thời điểm cuối quý III so với quý II. Điều này dẫn đến khả năng khó có thể tăng dư nợ tín dụng trong quý IV. Ngoài ra, mặc dù đã có thông tin về việc tái cấu trúc ngành ngân hàng nhưng các chi tiết cụ thể vẫn chưa xác định.

**MCK: KLS (HNX)**

**CTCP CHỨNG KHOÁN KIM LONG**

**TRUNG HẠN**

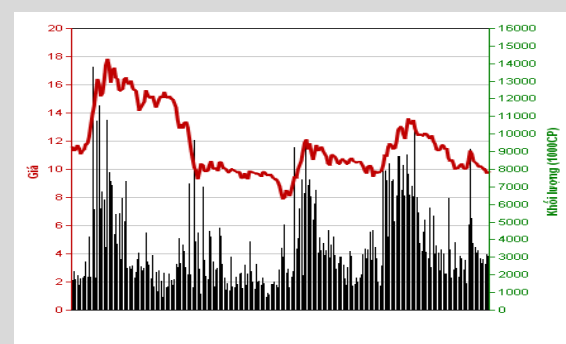
**TÀI CHÍNH – CHỨNG KHOÁN**

**ĐỊNH GIÁ 13.000**

**Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (@ 22/11/11) (VND)	9.700
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	17.400
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	7.800
Số CP đang lưu hành	202.500.000
KLGDBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	2.548.310
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.964
Trailing P/E (x)	11,6
Forward P/E (2011) (x)	11,3
P/BV (BV 30/09/11) (x)	0,8

**Đồ thị giá 52 tuần**



Nguồn: HNX

**Các chỉ tiêu tài chính cơ bản**

Đv: Tỷ đồng	2009	2010	9T/2011	2011F
DT	435	272	296,6	391,6
LNTT	353	(173)	139,4	173,4
LNST	352	(173)	139,4	173,4
VĐL	1.000	2.025	2.025	2.025
TTS	2.342	2.448	2.539,9	2.573,9
VCSH	1.508	2.314	2.453,7	2.487,7
ROA (%)	15,0	-		6,7
ROE (%)	23,3	-		7,0
EPS (VND)	3.520	-938		856
GTSS (VND)	15.083	11.428	12.117	12.284
Cổ tức (%)	3,5	-		-

Nguồn: BCTC KLS, Rongviet Securities

KLS cũng như các công ty chứng khoán, tổ chức đầu tư tài chính trên thị trường hiện nay chưa thể có kết quả kinh doanh khả quan do diễn biến của thị trường tài chính và khó khăn của nền kinh tế nói chung. KLS có kết quả tốt hơn các công ty chứng khoán khác nhờ thu nhập từ nguồn tiền mặt lớn, việc lợi nhuận quý III tốt hơn so với bình quân hai quý trước cho thấy nỗ lực sử dụng nguồn vốn của ban lãnh đạo. Mặc dù lợi nhuận trong giai đoạn hiện tại chủ yếu từ nguồn lãi tiền gửi, hiệu quả không đáng kể so với quy mô vốn và chưa tương xứng với hoạt động của một tổ chức kinh doanh chứng khoán nhưng việc nắm giữ một lượng tiền lớn trong bối cảnh thị trường và nền kinh tế khó khăn như hiện tại là một lợi thế lớn. Do vậy, chúng tôi tiếp tục bảo lưu quan điểm đầu tư cơ hội đối với KLS nhằm đón đầu cơ hội khi thị trường chứng khoán hồi phục. Và xét trên tiêu chí giá trị, việc đầu tư vào một công ty có tỷ lệ thị giá/tiền mặt gần bằng 1,0 (x) vẫn đảm bảo tiêu chí an toàn cho nhà đầu tư.

**Kết quả kinh doanh không có nhiều khác biệt so với 6 tháng đầu năm, khoản tiền mặt 1.700 tỷ vẫn là nguồn đem lại thu nhập chính.** Doanh thu quý III của KLS đạt 96 tỷ đồng, trong đó chủ yếu là thu từ tiền gửi ngân hàng và thu nhập từ hoạt động nguồn vốn khác, đạt 89,3 tỷ, chiếm 93%. Lợi nhuận sau thuế của Công ty đạt 53,75 tỷ đồng. Đây là mức lợi nhuận tốt so với các công ty chứng khoán khác và nhìn hơn so với bình quân hai quý trước. Theo giải trình từ phía KLS, công ty đã đẩy mạnh hoạt động “nguồn vốn” trong quý III, và rõ ràng có sự gia tăng đột biến ở khoản mục phải thu khác trên tài sản ngắn hạn (363,9 tỷ đồng), theo chúng tôi, có thể là một hình thức ủy thác đầu tư vốn.

**Công ty tiếp tục thanh lý các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn.** Trong quý III, có một số thời điểm thanh khoản thị trường được cải thiện, KLS đã “nhanh tay” thanh lý gần 100 tỷ đồng chứng khoán thương mại (trong đó 4,77 tỷ đồng trái phiếu) theo giá trị sổ sách khiến khoản mục này giảm từ 345 tỷ đồng (30/6) xuống còn 246 tỷ (30/09). Như vậy, các khoản đầu tư ngắn hạn của KLS sau trích lập dự phòng tính đến 30/9 chỉ còn 145,2 tỷ đồng. Trong tình huống xấu nhất của thị trường thì chi phí trích lập dự phòng cũng không còn đáng ngại.

Tuy nhiên, như đã đề cập trong báo cáo trước, có đến 230 tỷ đồng khoản đầu tư cổ phiếu không niêm yết chưa trích lập dự phòng kể từ đầu năm. Với diễn biến thị trường đi xuống trong năm, cần thiết có một khoản chiết khấu đáng kể khi đánh giá tài sản này của KLS.

**Lợi nhuận cả năm 2011 dự kiến ổn định.** Chúng tôi nâng mức dự báo kết quả lợi nhuận năm so với báo cáo trước. Doanh thu ước đạt 391,6 tỷ đồng, lợi sau thuế đạt 173,4 tỷ đồng, chấm dứt việc lỗ lũy kế.

**Tài sản chủ yếu của KLS là danh mục tiền mặt lớn.** Tiền mặt và tài sản thanh khoản cao của KLS ước tính chiếm khoảng 89% tổng tài sản.

**Rủi ro:**

Chúng tôi tiếp tục duy trì cảnh báo rủi ro về chi phí trích lập dự phòng chưa được xem xét đối với khoản mục chứng khoán đầu tư chưa niêm yết của KLS. Bên cạnh đó, thị trường kém thanh khoản đang là vấn đề gây khó khăn lớn đối với các công ty hoạt động lĩnh vực đầu tư tài chính nói chung.

**MCK: SJS (HSX)**

**CTCP ĐTP TĐ ĐÔ THỊ VÀ KHU CÔNG NGHIỆP SÔNG ĐÀ**

**TRUNG - DÀI HẠN**

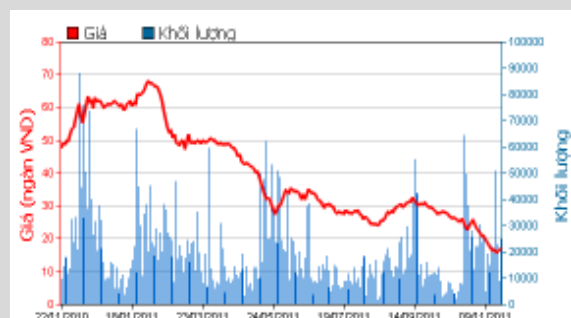
**CÔNG NGHIỆP – XÂY DỰNG VÀ BẤT ĐỘNG SẢN**

**ĐỊNH GIÁ**

**Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (@ 22/11/11) (VND)	17.200
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	68.000
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	16.000
Số CP đang lưu hành	99.041.940
KLGDBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	200.810
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.703,5
Trailing P/E (x)	3,7
Forward P/E (2011) (x)	-
P/BV (30/09/2011) (x)	0,9

**Đồ thị giá 52 tuần**



Nguồn: HSX

**Các chỉ tiêu tài chính cơ bản**

Đv: Tỷ đồng	2009	2010	9T/11	2011F
DT	1.114,9	1.016,7	100,2	
LNTT	886,5	611,4	0,3	
LNST	705,1	457,0	2,7	
VĐL	800	1.000	1.000	
TTS	2.998,5	4.467,4	-	
VCSH	1.764,5	2.177,9	-	
ROA (%)	23,5	10,2	-	
ROE (%)	40,0	21,0	-	
EPS (VND)	8.667	4.587	-	
GTSS (VND)	22.056	21.779	-	
Cổ tức (%)	20,0	20,0	-	

Nguồn: BCTC SJS, Rong Viet securities ước tính

SJS kết thúc 9 tháng đầu năm với kết quả kinh doanh khá bi quan so với kỳ vọng của chúng tôi. Hơn thế nữa, những “lùm xùm” xung quanh vấn đề quản trị tại Công ty đã tạo những hiệu ứng tiêu cực lên uy tín và giá cổ phiếu SJS. Tuy vẫn có ưu điểm là sở hữu quỹ đất lớn (giá trị tài sản cao) nhưng những trục trặc về pháp lý tại dự án Nam An Khánh khiến cho việc ghi nhận nguồn thu từ dự án này bị tạm ngưng đã gây ảnh hưởng lớn đến kết quả kinh doanh trong năm nay và các năm tới của SJS. Do vậy, trong báo cáo lần này chúng tôi tạm thời đưa cổ phiếu SJS ra khỏi danh sách khuyến nghị đầu tư.

**Tiến độ bán hàng tại các dự án trọng điểm trong năm của SJS như Nam An Khánh, Phố Nối, Văn La – Văn Khê không có tiến triển mới trong quý 3/2011.** Điều này một phần là hệ quả của những diễn biến không khả quan của thị trường bất động sản. Bên cạnh đó, vừa qua những thông tin xung quanh vấn đề quản trị tại SJS và tính pháp lý của dự án Nam An Khánh cũng đã tác động tiêu cực lên tâm lý các nhà đầu tư vào dự án này. Tuy nhiên, tính đến thời điểm hiện tại vẫn chưa có kết luận chính thức nào của Chính phủ liên quan đến tính pháp lý của dự án này.

**Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm của SJS khá bi quan.** Cụ thể, trong quý 3/2011 Công ty đạt mức doanh thu là 10,2 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế là -11,5 tỷ đồng; lũy kế 9 tháng đạt 100 tỷ đồng doanh thu và 2,7 tỷ đồng lợi nhuận ròng. So với quý 2/2011 thì trong quý vừa qua, SJS hầu như không ghi nhận khoản thu đáng kể nào, và khoản lỗ trong kỳ chủ yếu là chi phí quản lý doanh nghiệp. Kết quả này thấp hơn rất nhiều so với cùng kỳ năm 2010 và cách rất xa mức kế hoạch 3.500 tỷ đồng doanh thu và 982 tỷ đồng lợi nhuận ròng.

Với những « rắc rối » chưa tháo gỡ về mặt quản trị và về vấn đề pháp lý tại dự án Nam An Khánh, năm 2011 sẽ là một năm cực kỳ khó khăn với SJS. Mặc dù, bên cạnh khu Nam An Khánh, SJS hiện đang sở hữu nhiều dự án lớn tiềm năng như Tiến Xuân – Hòa Bình (1.400ha), Phố Nối – Hưng Yên (100ha), Khu đô thị (KĐT) Sông Đầm – Quảng Nam (600 ha), KĐT trung tâm thành phố Thanh Hóa (139ha), KĐT Bắc Châu Giang (242ha), KĐT Phú Thái – Hải Dương (83ha), Khu trung tâm dịch vụ tổng hợp Hòn Gốm – Vân Phong Khánh Hòa (950ha), KĐT Long Tân – Sông Đà (65ha)...; tuy nhiên, những khúc mắc trên đã triệt tiêu phần nào uy tín cũng như tiềm năng tăng trưởng của SJS. Trong bối cảnh suy thoái chung hiện nay, việc chọn lựa những khoản đầu tư an toàn, đặc biệt về mặt pháp lý, sẽ là ưu tiên của các nhà đầu tư giá trị. Chính vì thế, chúng tôi tạm thời đưa SJS ra khỏi danh mục khuyến cáo đầu tư cho đến khi các thông tin về tính pháp lý của SJS trở nên rõ ràng hơn.

**MCK: DIG (HSX)**

**CTCP ĐẦU TƯ PHÁT TRIỂN XÂY DỰNG**

**TRUNG HẠN**

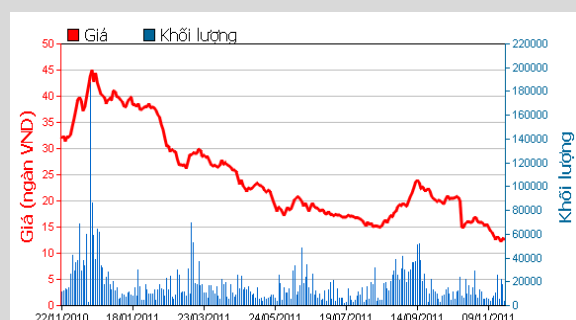
**XÂY DỰNG VÀ BẤT ĐỘNG SẢN**

**ĐỊNH GIÁ 23.000**

**Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (@ 22/11/11) (VND)	12.700
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	45.000
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	12.200
Số CP đang lưu hành	130.000.000
KLGBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	108.438
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.651,0
Trailing P/E (x)	2,8
Forward P/E (2011) (x)	5,1
P/BV (30/09/2011) (x)	0,7

**Đồ thị giá 52 tuần**



Nguồn: HSX

**Các chỉ tiêu tài chính cơ bản**

Đv: Tỷ đồng	2009	2010	9T/11	2011F
DT	1.631,1	1.194,5	565,8	1.057,9
LNTT	696,1	599,9	141,4	427,2
LNST	561,1	399,7	105,2	320,3
VĐL	700	1.000,0	1.000	1.300,0
TTS	3.605,0	4.227,0	5.025,3	4.456,2
VCSH	2.248,2	2.429,4	2.439,7	2.544,8
ROA (%)	15,6%	9,5%	-	7,2%
ROE (%)	24,7%	16,2%	-	12,5%
EPS (VND)	10.323	4.523	-	2.460
GTSS (VND)	32.117	24.294	-	25.448
Cổ tức (%)	10%	5%	-	20%

Nguồn: BCTC DIG, Rong Viet securities ước tính

Trong thời gian qua, những thông tin vĩ mô tích cực như lạm phát có xu hướng giảm, lãi suất huy động tiền đồng được giữ ở mức 14%/năm, và gần nhất là chính sách nới lỏng tín dụng bất động sản vừa được NHNN ban hành... được xem là những tín hiệu tốt có khả năng giúp thị trường bất động sản thoát khỏi khó khăn và giao dịch tăng trở lại. Tuy chưa tạo ra những tác động tích cực mạnh mẽ, nhưng những chuyển biến vĩ mô như trên đã phần nào hứa hẹn một tương lai sáng hơn cho ngành bất động sản trong dài hạn. Vì thế, chúng tôi cho rằng trong bối cảnh hiện nay việc xem xét đầu tư vào những doanh nghiệp bất động sản tốt là một lựa chọn không tồi cho các nhà đầu tư trung và dài hạn.

Với quỹ đất lớn, chiến lược khai thác quỹ đất rõ ràng và khả thi, cộng với kết quả kinh doanh 2011 được dự báo đạt kế hoạch và nhiều nguồn thu chắc chắn cho năm 2012, DIG hiện là doanh nghiệp nổi bật trong ngành bất động sản. Bên cạnh đó, mức giá hợp lý của DIG hiện tại được xác định khoảng 23.000 đồng/cp; cao hơn giá tham chiếu ngày 18/11/2011 khoảng 1,9x. Do đó, theo quan điểm của chúng tôi hiện tại DIG là cổ phiếu rất đáng để các nhà đầu tư lưu ý.

**DIG là doanh nghiệp bất động sản sở hữu quỹ đất lớn nhất cũng như nhiều thuận lợi nổi bật trong số các công ty niêm yết trên sàn hiện nay.**

Cụ thể, với ưu thế là công ty con của Bộ Xây Dựng phần lớn đất đai của DIG được giao chứ không phải đi mua lại hay tự tích lũy như các công ty bất động sản cổ phần tư nhân khác. Hơn thế nữa, phân khúc mà DIG nhắm vào là phát triển các khu đô thị mới, chủ yếu là ở vùng ven Hà Nội và Tp. Hồ Chí Minh là phân khúc hầu như không chịu áp lực cạnh tranh mạnh mẽ. Với số lượng quỹ đất khoảng 478ha, DIG hiện là doanh nghiệp đứng đầu về diện tích quỹ đất, hơn hẳn 2 doanh nghiệp lớn cùng ngành là SJS và BCI.

**Chiến lược khai thác quỹ đất rõ ràng và khả thi.** Cụ thể, với một diện tích lớn trong khi vốn điều lệ không tương xứng (vốn điều lệ hiện tại của DIG khoảng 1.000 tỷ đồng), DIG chọn cách tách nhỏ nhiều phần của dự án, một phần được dành để chuyển nhượng sau khi đã có đất sạch và dùng phần lợi nhuận và dòng tiền này để làm tiếp các phần còn lại của dự án. Một phần của dự án được sử dụng như vốn góp liên doanh bằng quyền sử dụng đất với các đối tác có kinh nghiệm để hưởng thu nhập từ các công ty liên kết liên doanh (ví dụ dự án Đại Phước). Chúng tôi đánh giá đây là một chiến lược hoạt động khá hiệu quả và phù hợp với DIG.

**Khả năng hoàn thành kế hoạch kinh doanh 2011 (đã điều chỉnh) cao nhờ vào nhiều nguồn thu chắc chắn.** Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm của DIG đạt 565,8 tỷ đồng ; lợi nhuận sau thuế là 105,2 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2011 của DIG sẽ ở mức 1.058 tỷ đồng và 320 tỷ đồng đến từ các dự án là Lakeside, Đại Phước và Nam Vĩnh Yên. Đây gần như là những nguồn thu khá chắc chắn do ghi nhận từ những hàng hóa đã bán. Nếu so sánh với nhiều doanh nghiệp bất động sản có khả năng không có nguồn thu trong bối cảnh hiện tại của thị trường bất động sản hiện nay thì DIG được xem như một điểm sáng khi có nguồn thu như trên, tương ứng với EPS là 2.460 đồng/cp.

**Nguồn thu năm 2012 cũng như tiềm năng tăng trưởng dài hạn của DIG là rất khả quan.** Theo nhận định của chúng tôi, trong năm 2012 DIG có thể có nguồn thu khá chắc chắn khoảng 661 tỷ đồng, tương ứng với lợi nhuận gộp là 398 tỷ đồng từ doanh thu chưa ghi nhận của các dự án là Lakeside, An Sơn và Nam Vĩnh Yên. Bên cạnh đó, Đại Phước và Nam Vĩnh Yên là 2 dự án lớn có khả

năng đảm bảo nguồn thu cho DIG trong nhiều năm tiếp theo. Ngoài ra, hiện DIG đang sở hữu khoảng 10 dự án đã là đất sạch, diện tích rộng, chỉ chờ triển khai hạ tầng để kinh doanh khi thị trường bất động sản diễn biến thuận lợi.

**Rủi ro:** Về cơ bản, rủi ro lớn nhất mà DIG phải đối mặt là rủi ro bán hàng. Do hàng hóa của ngành bất động sản là những hàng hóa có giá trị cao và có tính chất đầu cơ nên thường chịu ảnh hưởng lớn từ những chính sách vĩ mô của Chính Phủ. Việc chậm trễ trong kinh doanh sẽ ảnh hưởng đến hoạt động của doanh nghiệp cũng như tiến độ triển khai các phần còn lại của dự án cũng như tiến độ triển khai các dự án khác của DIG.

## CẬP NHẬT BÁO CÁO KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Ngày 22/11/2011



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VDSC tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VDSC thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. Bản quyền thuộc VDSC, 2011.



## CTCP CHỨNG KHOÁN RÔNG VIỆT – VDSC

Tầng 1-2-3-4, Tòa nhà Viet Dragon,  
141 Nguyễn Du - Quận 1 – TP.HCM

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax: (84 8) 6291 7986

Email: [info@vdsc.com.vn](mailto:info@vdsc.com.vn)

Website: [www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

### Chi nhánh Hà Nội

74 Bà Triệu – Quận Hoàn

Kiểm – Hà Nội

Tel: (84 4) 6288 2006

Fax: (84 4) 6288 2008

### Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Tel: (84 58) 382 0006

Fax: (84 58) 382 0008

### Chi nhánh Đà Nẵng

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

Tel: (84 0511) 386 7084

Fax: (84 0511) 386 7085

### Chi nhánh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần  
Thơ

Tel: (84 71) 381 7578

Fax: (84 71) 381 7579