

*Trong báo cáo cập nhật nhanh ngày hôm nay, chúng tôi xin được cập nhật kết quả kinh doanh của 18 công ty sau:*

**Ngành: Sản xuất thực phẩm**
**(trang 1- 4)**

- ❖ Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam – Mã VNM
- ❖ Công ty Cổ phần Bibica – Mã BBC
- ❖ Công ty Cổ phần Dầu thực vật Tường An – Mã TAC
- ❖ Công ty Cổ phần chế biến thực phẩm Kinh Đô Miền Bắc – Mã NKD
- ❖ Công ty Cổ phần Sữa Hà Nội – Mã HNM
- ❖ Công ty Cổ phần Thủy sản Nam Việt – Mã ANV
- ❖ Công ty Cổ phần XNK Thủy hải sản Bến Tre – Mã ABT

**Ngành: Quản lý và phát triển Bất động sản**
**(trang 4-5)**

- ❖ Công ty Cổ phần Đầu tư và Kinh doanh Nhà – Mã ITC
- ❖ Công ty Cổ phần Hoàng Anh Gia Lai – Mã HAG
- ❖ Tổng công ty cổ phần XNK và Xây dựng Việt Nam – Mã VCG

**Ngành: Nguyên vật liệu cơ bản**
**(trang 5-6)**

- ❖ Công ty Cổ phần Than Cọc 6 – Mã TC6
- ❖ Công ty Cổ phần Xi măng Hoàng Mai – Mã HOM
- ❖ Công ty Cổ phần Xi măng Hà Tiên 1 – Mã HT1

**Ngành: Công nghiệp**
**(trang 6)**

- ❖ Công ty Cổ phần Cơ điện lạnh – Mã REE

**Ngành: Tiện ích công cộng**
**(trang 6)**

- ❖ Công ty Cổ phần MT Gas – Mã MTG

**Ngành: Vận hành cảng – khu vực Hải Phòng**
**(trang 7-8)**

- ❖ Công ty Cổ phần Cảng Đoạn Xá – Mã DXP
- ❖ Công ty Cổ phần Container Việt Nam – Mã VSC
- ❖ Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ – Mã DVP

***Chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật kết quả kinh doanh 2009 của các công ty niêm yết và nhận định của các chuyên viên trong những ngày tới.***

**Ngành: Sản xuất thực phẩm (VNM, BBC, TAC, NKD, HNM, ANV, ABT)****❖ Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam – Mã VNM**

VNM công bố kết quả kinh doanh năm 2009, theo đó doanh thu đạt 10.614 tỷ (tăng trưởng 29.3% so với 2008) và lợi nhuận đạt 2,375 tỷ (mức tăng trưởng rất ấn tượng là 90% so với 2008), trong đó hoạt động kinh doanh chủ chốt đóng góp tới 85.7% cơ cấu lợi nhuận, thể hiện khả năng phát triển bền vững của doanh nghiệp. Tổng tài sản cuối 2009 đạt mức 8,531 tỷ VND tăng trưởng 42.9% so với cuối 2008, chủ yếu do (i) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn tăng mạnh (hiện tại công ty đang có khoảng 2650 tỷ tiền mặt và gửi ngân hàng nhàn rỗi); (ii) Hàng tồn kho tăng 351 tỷ (36.7%) so với quý 3/2009 nhưng giảm 26% YoY. Quy trình đầu tư tài sản cố định (xây dựng văn phòng tại Phú Mỹ Hưng, Megafactor và nhà máy nước hoa quả, phát triển hệ thống vận tải...) cũng đang diễn ra, với tốc độ giải ngân chậm hơn kế hoạch 1208 tỷ trong năm 2009 khoảng 32%.

Với đà tăng giá bán lẻ của nhiều công ty sữa ở thị trường đầu ra khoảng 10-15% trong thời gian qua và việc đi vào hoạt động của nhà máy nước hoa quả của VNM đầu năm 2010, chúng tôi tin rằng doanh thu 2010 của VNM có thể tiếp tục tăng trưởng mạnh ở quanh mức 20%. Mặt khác, việc kiểm soát chi phí sản xuất nhờ hợp đồng nguyên liệu giá cố định đã giúp biên lợi nhuận gộp tăng gần 5% so với mức 31.6% của năm 2008, đóng góp rất lớn vào kết quả ấn tượng của 2009. Tuy nhiên, giá sữa nguyên liệu từ quý 3/2009 tới nay có rất nhiều biến động: tạo đỉnh vào tháng 11-12/2009 với mức tăng mạnh khoảng 70% so với đáy vào tháng 6-7/2009, sau đó tới thời điểm hiện tại (giữa tháng 1/2010) giảm nhẹ gần 15% từ đỉnh. Việc hợp đồng nguyên liệu mới cho năm 2010 được kí kết ở mức giá nào sẽ là nhân tố lớn quyết định khả năng tăng trưởng lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chủ chốt của VNM trong năm nay. Chúng tôi sẽ cập nhật về những thông tin kinh doanh 2010 và ước tính lợi nhuận 2010 cho VNM trong báo cáo đầy đủ sắp tới.

**❖ Công ty Cổ phần Bibica – Mã BBC**

Kết thúc năm 2009, doanh thu bán hàng của BBC đạt 633 tỷ đồng, tăng trưởng 15.16% so với năm 2008. Lợi nhuận sau thuế đạt 57,55 tỷ đồng, tăng trưởng 176% so với 2008, tương đương EPS 2009 là 3.732 VND hay P/E ngày 26/1/2010 là 7.9x. Việc lợi nhuận sau thuế đạt tới 57.55 tỷ cho thấy công ty đã tiến hành hoàn nhập khá đầy đủ các khoản dự phòng tài chính do thị trường chứng khoán hồi phục và khả năng trích lập các khoản dự phòng cho khoản đầu tư OTC (theo phỏng vấn công ty) là thấp. Bên cạnh đó, quá trình đầu tư vào nhà máy Bình Dương giai đoạn 2 đã hoàn thành đúng tiến độ cuối năm 2009, doanh thu gia tăng từ dòng Chocopie trong năm 2010 là ít nhất khoảng 150 tỷ và ước tính sơ bộ của ban lãnh đạo về tăng trưởng doanh thu năm 2010 là 34%.

Trong năm 2010, BBC sẽ bắt đầu xúc tiến huy động vốn và đầu tư vào hai dây chuyền đầu tiên trong số bốn dây chuyền của nhà máy mới thứ 2 tại miền Bắc. Hai dây chuyền còn lại sẽ được phân bổ đầu tư trong 2011-2012 và việc tài trợ vốn trước mắt có thể sẽ là khoản vay 10 triệu USD từ đối tác chiến lược Lotte. Chúng tôi thấy rằng trong vòng hai hoặc ba năm tới, năng lực sản xuất của BBC có thể tăng lên khoảng gấp đôi và nếu năng lực phân phối cũng phát triển tương ứng, doanh thu và tầm vóc cũng như vị thế trong ngành của công ty sẽ cải thiện mạnh mẽ. Với mức giá trị sổ sách khoảng 32,577 VND một cổ phiếu và mức P/E hiện tại là 7.9x, chúng tôi tin rằng BBC đang được giao dịch ở mức giá hấp dẫn so với nhiều cổ phiếu trên thị trường.

**❖ Công ty Cổ phần Dầu thực vật Tường An – Mã TAC**

TAC công bố kết quả kinh doanh 2009, theo đó doanh thu cả năm đạt 2645 tỷ VND giảm 10.62% so với 2008, lợi nhuận sau thuế lũy kế cả năm là 29.11 tỷ tăng trưởng 146% so với 2008. Tuy đạt 96% kế hoạch doanh thu và gần 67% kế hoạch lợi nhuận đề ra, 2009 là một năm đầy sóng gió với TAC khi hai quý đầu lãi lớn (33 tỷ sau thuế), quý 3 lỗ mạnh (-68 tỷ sau thuế) và quý 4 lãi vừa đủ (64 tỷ sau thuế) để bù đắp mức lỗ trong quý 3. Chúng tôi thấy rằng giá nguyên liệu đầu vào là yếu tố quyết định tới khả năng lãi lỗ của công ty: trong khi quý 3 giá nguyên liệu giảm liên tục và TAC chịu thiệt hại nặng nề do việc mua nguyên liệu giá đỉnh mà vẫn phải giảm giá bán lẻ do áp lực cạnh tranh để giữ thị phần, thì trong quý 4 giá nguyên liệu lại có xu hướng tăng và TAC chuyển được chi phí gia tăng vào giá thành phẩm trong khi vẫn cân đối được với mục tiêu giữ thị phần đầu ra. Bên cạnh đó, việc hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho (7.7 tỷ), nhập khẩu nguyên liệu chủ yếu bằng tiền Việt và bước đầu mua nguyên liệu từ các đơn vị khác Vocarimex với chào giá cạnh tranh cũng là những yếu tố hỗ trợ cho mức lợi nhuận tốt của quý 4/2009.

Sang năm 2010, với dự kiến giá nguyên liệu tiếp tục đà tăng, công ty đã dự trữ một phần lớn nguyên liệu cho việc sản xuất trong khoảng đầu năm sau và dự kiến kết quả kinh doanh quý 1/2010 sẽ khả quan. Tuy nhiên nếu giá nguyên liệu có biến chuyển khác với dự báo, việc tích trữ nguyên liệu như vậy sẽ lại là rủi ro của TAC như câu chuyện quý 3/2009. Với EPS 2009 là 1,533 VND và mức giá 28,100 VND/cổ phiếu hiện tại, TAC đang được giao dịch ở mức P/E cao là 18.33x. Với nhiều vấn đề trong quản trị doanh nghiệp đặc biệt ở khâu quản lý chi phí nguyên liệu đầu vào, chúng tôi cho rằng tin tốt về kết quả kinh doanh 2009 có thể đã được phản ánh khá nhiều vào mức giá ngày hôm nay. Thông tin tích cực có thể hỗ trợ cho giá của TAC là về việc định giá lại đất và việc liên doanh xây dựng cao ốc trên mảnh đất tại quận Tân Bình, thành phố Hồ Chí Minh (địa bàn của nhà máy Tường An cũ), có thể được công bố trong năm 2010

#### ❖ Công ty Cổ phần chế biến thực phẩm Kinh Đô Miền Bắc – Mã NKD

Kết thúc năm 2009, NKD đạt 767 tỷ đồng doanh thu thuần (92.4% kế hoạch năm, tăng trưởng 11.3% so 2008) và 88,3 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (109% so với kế hoạch năm điều chỉnh, tăng trưởng hàng chục lần so với mức lợi nhuận chưa đầy 1 tỷ đồng năm 2008 do trích lập dự phòng tài chính). Mức lợi nhuận này tương đương với EPS sau pha loãng do chia tách 10:2 là 5,984 VND, mức giá 41,600 VND/cổ phiếu của ngày 27/01/2010 cho thấy NKD đang được giao dịch với P/E 6.95x trên thị trường, thuộc hàng thấp nhất trong các cổ phiếu bánh kẹo đang niêm yết trừ HHC. Kế hoạch tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chủ chốt của NKD sơ bộ cho năm 2010 là 20%, như vậy P/E sơ bộ năm 2010 của NKD có thể ở quanh mức 6x hoặc thậm chí thấp hơn.

Tuy vậy, một trong những rào cản cho đà tăng của cổ phiếu NKD là vấn đề sáp nhập với KDC sẽ được quyết định vào đại hội cổ đông đầu năm nay. Mặc dù công ty sau sáp nhập sẽ có tầm vóc doanh thu và lợi nhuận vượt trội so với NKD hiện tại, nhưng vấn đề thời điểm và quyền lợi cổ đông hiện hữu của NKD sẽ ra sao khi sáp nhập còn là nỗi băn khoăn của nhiều nhà đầu tư. Đồng thời, khi sáp nhập những thế mạnh của NKD như bản cân đối kế toán lành mạnh và tính minh bạch thông tin cũng sẽ bị hòa tan vào khối tài sản đồ sộ và những vấn đề tồn đọng về công bố thông tin của công ty Kinh Đô miền Nam. Khi tâm lý các nhà đầu tư theo quan điểm giá trị vào NKD còn chưa ổn định như vậy, khả năng tăng điểm bền vững của NKD từ nay tới khi cơ cấu sáp nhập được công bố sẽ phụ thuộc vào các yếu tố thị trường nhiều hơn là sức mạnh nội tại của doanh nghiệp. Do đó, chúng tôi tin rằng tin sáp nhập từ cuối quý 3/2009 là một trong những lí do chính khiến NKD thường xuyên bị giao dịch ở mức P/E thấp trong vài tháng qua, bất chấp những yếu tố cơ bản và tốc độ tăng trưởng tốt của doanh nghiệp trong 2009.

#### ❖ Công ty Cổ phần Sữa Hà Nội – Mã HNM

HNM công bố số liệu doanh thu 2009 đạt 316,8 tỷ VND (đạt 92,3% kế hoạch năm, giảm gần 9% so với 2008). Kết quả doanh thu này là một bước thụt lùi ngay cả so với thời điểm vụ việc melamine làm tê liệt hệ thống bán hàng của công ty hồi quý 4 năm 2008, điều đáng lưu ý là: Tuy quý 4/2009 là mùa đông không phải cao điểm cho tiêu thụ sữa, doanh thu quý 4 của HNM vẫn đạt mức cao kỷ lục trong hơn một năm qua (hơn 106 tỷ) và chỉ thua mùa nắng nóng cao điểm bán chạy nhất trong suốt nhiều năm hoạt động của HNM là quý 2 - quý 3 năm 2008. Việc doanh số quý cuối 2009 tăng đột biến như vậy trùng hợp với thời kì công ty thay máu hầu như toàn bộ ban lãnh đạo, đặc biệt là đội ngũ bán hàng mới với nhiều cán bộ dày dặn kinh nghiệm chủ chốt từ các công ty FMCG lớn trong ngành. Chúng tôi tin rằng hệ thống phân phối của HNM đang được cải tổ mạnh mẽ tăng cường hiệu quả, và đây sẽ là cơ sở tốt cho doanh thu 2010 với kế hoạch sơ bộ hết sức táo bạo đưa ra từ phía công ty là tăng trưởng doanh thu 57.8% trong năm 2010.

Về lợi nhuận quý 4/2009 chưa được công bố, chúng tôi không kì vọng một đột biến từ HNM do thực tế giá sữa nguyên liệu tăng hơn 30% trong thời gian này, ước tính không vượt qua mức lợi nhuận ấn tượng của quý 2/2009. Trong trường hợp khả quan, P/E 2009 của HNM có thể dao động quanh mức 7x, không thực sự hấp dẫn hơn so với cổ phiếu cùng ngành VNM đang giao dịch ở P/E 2009 là 11.52x do có quá nhiều yếu tố chưa chắc chắn về tính vững mạnh của doanh nghiệp và tiềm năng tăng trưởng. Bên cạnh đó, hiện tại giá sữa nguyên liệu đã giảm dần so với đỉnh cuối năm 2009, cơ cấu lợi nhuận 2010 sẽ phụ thuộc hoàn toàn vào quy chế quản lý giá nguyên liệu phục vụ cho sản xuất 2010 của HNM trong thời gian này, chúng tôi sẽ tìm hiểu chi tiết từ phía công ty và sẽ cập nhật nhà đầu tư trong thời gian tới. Tuy nhiên hiện tại quan điểm của chúng tôi là HNM là một công ty có nhiều tiềm năng sẽ gây bất ngờ trong 2010 và nhà đầu tư giá trị có thể bắt đầu quan tâm tìm hiểu cổ phiếu này.

#### ❖ Công ty Cổ phần thủy sản Nam Việt – Mã ANV

Công ty cổ phần thủy sản Nam Việt (ANV) vừa công bố kết quả kinh doanh quý IV. Việc tiếp tục xu hướng có lãi trở lại đã không xảy ra, và trên thực tế ANV đã mạnh tay thực hiện dự phòng nợ khó đòi và giảm giá hàng tồn kho, và điều này đã đẩy ANV quay trở lại thua lỗ 101.7 tỷ VND trong quý IV.2009. Mức lỗ cho cả năm 2009 là 176.3 tỷ VND. Lý do chủ yếu đằng sau mức lỗ lớn này là do ANV cố gắng bán tháo số hàng tồn kho (vốn tăng cao từ cuối năm 2009 do thị trường Nga đóng cửa. Hiện tại lượng hàng tồn kho của ANV chỉ ở mức khá thấp là 5000 tấn). Với khoản dự phòng lớn này, thì nhiều khả năng ANV sẽ có lãi trong quý I.2010 cũng như cả năm 2010. Tuy nhiên thì vấn đề thị trường của Nam Việt vẫn khá nan giải, và khó có thể đề nhu cầu có thể quay lại thời điểm đỉnh cao giữa năm 2008 nên mức lãi nếu có sẽ chỉ ở mức trung bình. Dự án ferrocrom dự kiến đưa vào hoạt động vào cuối năm 2010, có lẽ chỉ có thể giúp ANV bớt khó khăn trong 2010, khi mà hoạt động chính của ANV vẫn là chế biến xuất khẩu cá tra.

#### ❖ Công ty Cổ phần XNK Thủy hải sản Bến Tre – Mã ABT

Công ty cổ phần XNK thủy hải sản Bến Tre (ABT) vừa công bố kết quả kinh doanh quý IV. Doanh thu thuần có mức tăng trưởng 47% so với quý trước và 70% so với cùng kỳ, nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp giảm xuống chỉ còn 11.7% (chỉ bằng một nửa so với mức 23.8% của quý III), chủ yếu do ABT thực hiện dự phòng giảm giá hàng tồn kho 10.2 tỷ VND cho cả năm 2009 và điều này đã làm giá vốn hàng bán tăng đáng kể. Hoạt động đầu tư tài chính của ABT vẫn tiếp tục theo xu hướng tích cực và mang lại 20 tỷ VND trong quý IV, giúp lợi nhuận đạt 26.3 tỷ VND trong quý IV và 80.3 tỷ VND cho cả năm 2009. Kế hoạch kinh doanh của năm 2010 của ABT về doanh thu là 550 tỷ VND, lợi nhuận sau thuế ở mức 80 tỷ VND. Chúng tôi tin rằng đây là một kế hoạch kinh doanh có thể đạt được nhờ vào việc hoạt động kinh doanh chính của ABT rất ổn định và sở hữu một danh mục đầu tư khá hấp dẫn và điều này giúp ABT là một cổ phiếu có cơ bản tốt và có khả năng tăng trưởng trong một thị trường chứng khoán có xu hướng đi lên trong năm 2010.

### Ngành: Quản lý và phát triển bất động sản(ITC, HAG, VCG)

#### ❖ Công ty Cổ phần Đầu tư và Kinh doanh Nhà – Mã ITC

ITC thông báo kết quả kinh doanh 2009, doanh thu đạt 847 tỷ (113,23% kế hoạch, tăng trưởng 51.25% so với 2008) và lợi nhuận sau thuế đạt 120.5 tỷ (120.5% kế hoạch, tăng trưởng 58.55% so với 2008). Điều đáng lưu ý là từ đầu năm đến hết quý 3, các nguồn thu chính của ITC đến từ bán căn hộ An Khang, căn nhà 27 Tú Xương và đất nền khu dân cư 6B lô 6 với tỷ suất lợi nhuận trước thuế vào khoảng 22%. Trong khi đó quý 4 các nguồn thu chính của ITC đến từ hoạt động xây lắp với biên lợi nhuận trước thuế thấp chỉ vào khoảng 6.4%. Đồng thời theo phỏng vấn doanh nghiệp, tới giữa năm, chỉ tính riêng cao ốc An Khang với tiến độ bán 210/288 căn hộ (tổng doanh thu gần 800 tỷ và biên lợi nhuận trước thuế khoảng 30%) nếu được hạch toán đầy đủ đã xấp xỉ bằng lợi nhuận cả năm 2009. Dựa trên cơ sở những phân tích này, chúng tôi nhận thấy rằng trong 2009 với mức lợi nhuận 120.5 tỷ, ITC đã quyết định hạch toán các nguồn thu của mình một cách rất cẩn trọng khi xem xét kế hoạch kinh doanh năm 2010 và chính sách tăng trưởng lợi nhuận của công ty.

Trong 2010, với các nguồn thu từ hạch toán phần còn lại đã bán của cao ốc An Khang, căn nhà Tú Xương (vốn là nguồn thu của 2009) và các dự án khác như Thịnh Vượng, Đa Phước, Gia Hòa, khu 6B lô 8... chúng tôi cho rằng khả năng công ty tiếp tục vượt kế hoạch lợi nhuận 2010 sơ bộ là 112 tỷ hoàn toàn khả thi. Tuy nhiên xác suất lớn là vấn đề tương tự năm 2009 sẽ tiếp tục được đặt ra: trong bối cảnh tăng trưởng cho vay bất động sản còn nhiều điểm thất và tâm lý nhà đầu tư bất động sản chưa ổn định, ITC sẽ tiếp tục xem xét khả năng tăng trưởng trong năm 2011 và sẽ lựa chọn hạch toán lợi nhuận một cách thận trọng và tạo đà tăng trưởng cho những năm sau. Hiện tại, ước tính sơ bộ của chúng tôi cho tốc độ tăng trưởng lợi nhuận 2010 của ITC được giữ nguyên ở mức khoảng 20% như đã cung cấp trong báo cáo niêm yết ITC. Với ước tính này, EPS 2010 của ITC được dự báo ở mức 6,280 VND và forward P/E theo mức giá ngày 27/01/2010 là 12.80x, mức trung bình so với thị trường.

#### ❖ Công ty Cổ phần Hoàng Anh Gia Lai – Mã HAG

Kết thúc năm 2009, doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ năm 2009 đạt 4.370,25 tỷ đồng, tăng 132% so với năm 2008; lợi nhuận sau thuế đạt 1.287 tỷ đồng, tăng 68,24% so với năm 2008. Các dự án chính trong mảng bất động sản đóng góp vào cơ cấu lợi nhuận trước thuế năm nay là New Sài Gòn (khoảng 350 tỷ VND), Riverview (khoảng 700 tỷ VND), Phú Hoàng Anh (khoảng 250 tỷ VND) và An Tiến (khoảng 350 tỷ). Ước tính sơ bộ cho lợi nhuận trước thuế năm 2010 là khoảng 2700 tỷ VND, trong đó các dự án bất động sản chính được hạch toán sẽ tiếp tục là Riverview, Phú Hoàng Anh, An Tiến. 2010 cũng là năm đầu tiên HAG có nguồn thu từ thủy điện (lợi



nhuận trước thuế khoảng 50 tỷ) và từ khoáng sản (lợi nhuận trước thuế khoảng 650 tỷ, tuy nhiên mức độ khả thi còn phụ thuộc yếu tố thị trường tiêu thụ đầu ra). Đồng thời, việc kinh doanh sản phẩm truyền thống (gỗ, đá và dịch vụ xây dựng) cũng sẽ đem lại 300-400 tỷ lợi nhuận trước thuế trong 2010.

Tổng tài sản cuối năm 2009 của HAG lên tới 12,196 tỷ VND, trong đó số dư tiền mặt lên tới 1944 tỷ, chủ yếu từ đợt phát hành trái phiếu chuyển đổi vừa qua. Trong năm 2010, với kế hoạch đầu tư mạnh mẽ vào các mảng kinh doanh (thủy điện, bất động sản, khai khoáng...) và trả nợ trái phiếu đáo hạn, dòng tiền ra của HAG có thể lên tới mức trên 5000 tỷ. Theo ước tính sơ bộ của chúng tôi, tuy dòng tiền vào từ các nguồn thu của HAG trong năm nay có thể đủ chi đầu tư, chúng tôi cho rằng lượng tiền thực thu về sẽ có những thời điểm không kịp đáp ứng nhu cầu đầu tư. Như vậy, quản lý dòng tiền một cách chặt chẽ sẽ là vấn đề quan trọng của 2010 và có khả năng HAG sẽ cần tiến hành huy động vốn trong năm.

#### ❖ Tổng công ty cổ phần Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam - VCG

Vinaconex công bố kết quả kinh doanh quý IV năm 2009 với lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh lỗ 277 tỷ đồng, nhưng lợi nhuận sau thuế đạt 151 tỷ đồng nhờ có 489 tỷ đồng lợi nhuận khác. Lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh âm 1 phần do công ty chưa hạch toán lợi nhuận từ các dự án BĐS đang hoàn thành. Doanh thu khác là 962 tỷ đồng là khoản đánh giá lại dự án Xi Măng Cẩm Phả khi chuyển xuống công ty con. Trong khi đó chi phí khác là 474 tỷ đồng là khoản chênh lệch tỷ giá trong giai đoạn đầu tư của dự án. Chúng tôi cũng lưu ý nhà đầu tư rằng khoản lợi nhuận này sẽ bị mất đi trong báo cáo hợp nhất. Tuy nhiên, kết quả hợp nhất nhiều khả năng sẽ khả quan khi mà dự án Cẩm Phả đã có kết quả tốt trong quý IV 2009.

### Ngành: Nguyên vật liệu cơ bản

#### ❖ Công ty Cổ phần Than Cọc 6 – Mã TC6

Than Cọc Sáu (TC6) đã thông báo kết quả kinh doanh năm 2009, doanh thu thuần đạt 2,146 tỷ (tăng 19% so với 2008) và LNST đạt khoảng 52 tỷ (giảm 40% so với 2008), tương đương với EPS 2009 khoảng 5,200 VND. Đây là kết quả kinh doanh khá tốt. Với giá đóng cửa hôm nay 26,000/cổ phiếu, P/E 2009 khoảng 5x. Kết quả quý 4 không đáng ngạc nhiên khi doanh thu và lợi nhuận đều cao (lợi nhuận trước thuế quý 4 cao hơn tổng lợi nhuận trước thuế 3 quý trước cộng lại). Như chúng tôi đã dự kiến được trong báo cáo cập nhật ngành than gần nhất, định mức lợi nhuận năm 2009 đã được quyết định tăng lên từ 2% lên 3%, do thị trường than diễn biến thuận lợi. Định mức lợi nhuận tăng này phản ánh toàn bộ vào kết quả quý 4.

Sang năm 2010, chúng tôi cho rằng triển vọng công ty khá tích cực. Mặc dù kế hoạch sản lượng tiêu thụ không khác nhiều so với năm 2009 (3,6 triệu tấn), chúng tôi kỳ vọng giá than sẽ tốt hơn (cả giá than trong nước và giá than xuất khẩu). Ở thời điểm hiện tại, giá than thế giới đã tăng khoảng 30% so với giá trung bình của năm 2009. Giá than trong nước bán cho ngành điện theo kế hoạch cũng sẽ được điều chỉnh theo giá thị trường trong năm 2010. Hiện tại, định mức lợi nhuận cho năm 2010 được quy định là 3%, tuy nhiên với những diễn biến tốt như trên vừa nói thì chúng tôi cho rằng khả năng tăng định mức lợi nhuận trong năm 2010 (như đã xảy ra trong năm 2009) là hoàn toàn có thể.

#### ❖ Công ty Cổ phần Xi măng Hoàng Mai – Mã HOM

Xi măng Hoàng Mai công bố kết quả kinh doanh 2009 với mức tăng trưởng doanh thu 22% và lợi nhuận 352% so với cùng kỳ năm ngoái. Doanh thu năm 2009 đạt 1.324 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế là 151 tỷ đồng, hoàn thành 102% kế hoạch về doanh thu và 178% kế hoạch lợi nhuận cho năm 2009. Tăng trưởng doanh thu phần lớn được đóng góp bởi sản lượng tiêu thụ với sản lượng tiêu thụ năm 2009 vượt 21% so với 2008. Ngoài ra, tăng trưởng cao của lợi nhuận sau thuế còn do kết quả yếu năm 2008 do ảnh hưởng bởi khủng hoảng kinh tế và lỗ chênh lệch tỷ giá. Lợi nhuận thực hiện cũng vượt khá xa lợi nhuận kế hoạch do kế hoạch của công ty cũng hơi thận trọng và chưa tính đến việc hỗ trợ lãi suất và được hỗ trợ thuế VAT. Riêng trong quý IV, Hoàng Mai đạt 363,5 tỷ doanh thu nhưng tỷ suất lợi nhuận chỉ đạt 10%, thấp hơn mức trung bình 9 tháng là 12%. Việc giảm tỷ suất lợi nhuận do giá than tăng mạnh trong quý IV nhưng giá bán vẫn giữ nguyên. Chúng tôi vẫn quan tâm lạc quan cho triển vọng năm 2010 của Hoàng Mai, khi mà chúng tôi tin rằng giá xi măng sẽ tăng lên bù đắp cho việc giá than tăng. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng tiêu thụ xi măng vẫn sẽ tốt trong năm 2010.

### ❖ Công ty Cổ phần Xi măng Hà Tiên 1 – Mã HT1

Xi Măng Hà Tiên 1 công bố kết quả kinh doanh quý IV 2009 với mức tăng trưởng 21% doanh thu (919 tỷ đồng) nhưng lợi nhuận trước thuế giảm 44% so với cùng kỳ. Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ đóng góp chính cho tăng trưởng doanh thu. Sản lượng tiêu thụ trong quý IV 2009 đạt 785.500 tấn, tăng 21% so với cùng kỳ. Ngoài việc sản lượng tiêu thụ quý IV năm ngoái thấp, mức tăng cao trong năm nay còn do công suất sản xuất của công ty tăng lên từ nhà máy Phú Hữu. Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế giảm 51%, chủ yếu là do chi phí khấu hao và chi phí lãi vay khi nhà máy Phú Hữu đi vào hoạt động, ngoài ra còn có lỗi do chênh lệch tỷ giá và trích lập dự phòng đầu tư chứng khoán. Trong cả năm 2009, HT1 đạt tăng trưởng 11% doanh thu và 136% lợi nhuận trước thuế so với 2008 (tăng trưởng lợi nhuận sau thuế là 107% do công ty bắt đầu phải trả thuế 12.5% năm 2009). Tăng trưởng lợi nhuận nhanh hơn rất nhiều so với tăng trưởng doanh thu là do giá nhập khẩu clinker năm nay thấp hơn nhiều so với cùng kỳ năm ngoái, và công ty cũng được giảm 50% thuế VAT. Cũng nhắc lại rằng quý II năm ngoái công ty ghi nhận lỗ 15 tỷ khi giá nguyên vật liệu tăng trong khi giá bán bị chính phủ kìm hãm. Quý II năm nay công ty lãi 62 tỷ VND. Hà Tiên 1 sẽ gặp rất nhiều khó khăn trong năm 2010, tuy nhiên chúng tôi tin rằng việc sáp nhập với Hà Tiên 2 sẽ giúp cải thiện dòng tiền của công ty sau sáp nhập nên triển vọng của công ty này sẽ sáng sủa hơn.

## Ngành: Công nghiệp

### ❖ Công ty Cổ phần Cơ điện lạnh – Mã REE

Kết thúc năm 2009, REE đạt 1,173 tỷ doanh thu thuần (cao hơn 1 chút cho với ước tính của chúng tôi là 1,086 tỷ), và vượt mức kỳ vọng lợi nhuận sau thuế của chúng tôi (403 tỷ), đạt mức 436 tỷ. EPS 2009 khoảng 5,300 VND/cổ phiếu. Kết quả kinh doanh 2009 tốt hơn dự kiến đã giúp cổ phiếu REE tăng 1.8% trong ngày giao dịch hôm nay trong bối cảnh thị trường giảm điểm. Trong quý 4/2009, hoạt động M&E và Reetech (điều hòa nhiệt độ) đạt kết quả rất tốt, trong khi mảng cho thuê văn phòng vừa đạt mức kỳ vọng. Lợi nhuận HĐKD của M&E và Reetech tăng trưởng tương ứng 13.9% và 11% so với năm 2008. Mảng cho thuê văn phòng vẫn là mảng kinh doanh mang lại nguồn lợi nhuận lớn nhất cho công ty (khoảng 66% tổng LN từ HĐKD).

Sang năm 2010, mảng cho thuê văn phòng sẽ duy trì ổn định, tuy nhiên sẽ có dòng tiền ra để xây dựng tòa nhà văn phòng Số 9 Đoàn Văn Bơ, tòa nhà này được kỳ vọng sẽ mang lại tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận tốt cho mảng này trong năm 2011 (khoảng 30%). Chúng tôi cũng dự đoán tăng trưởng doanh thu 2 con số đối với mảng Reetech do thời tiết có xu hướng trở nên nóng hơn và thu nhập của người dân được cải thiện. Với mảng M&E, tổng giá trị các hợp đồng đã được ký kết và chuyển sang thực hiện trong năm 2010 là 1,660 tỷ, sẽ đảm bảo 1 mức lợi nhuận tương đối tốt trong năm 2010. Tuy nhiên, lợi nhuận từ hoạt động tài chính nhiều khả năng thấp hơn năm 2009 do trong năm 2009 công ty gặp nhiều thuận lợi với sự tăng điểm của thị trường từ đáy thị trường vào đầu năm. Tổng LNST do vậy sẽ thấp hơn năm 2010.

## Ngành: Tiện ích công cộng

### ❖ Công ty Cổ phần MT Gas – Mã MTG

*Sau một năm báo cáo lỗ, năm 2009 MTG đã lãi 11,83 tỷ, P/E2009 là 7,78 x.*

MTGas là công ty chuyên về cung cấp gas hóa lỏng công nghiệp (LPG) là một trong các công ty đã vượt qua giai đoạn lỗ của năm 2008 & quý I/2009 và báo cáo lãi cho năm 2009. Năm 2008, công ty báo cáo lỗ lên tới (15,57 tỷ đồng), và quý I/2009 vẫn lỗ 2 tỷ đồng. Tuy nhiên, vào quý III và IV năm 2009, công ty đã vượt qua được giai đoạn khó khăn và báo cáo lãi khá ấn tượng. Cả năm 2009, công ty đạt doanh thu là 192 tỷ, tương đương 44% tăng trưởng doanh thu, và lợi nhuận đạt 11,83 tỷ, với giá hiện tại tương đương 7,78x. Một điểm tích cực khác là công ty không có nợ dài hạn và khoản nợ ngắn hạn cũng khá nhỏ 5,8 tỷ đồng).

Chúng tôi ghi nhận 2 nỗ lực của MTG trong năm nay để cải thiện tình hình 1) Doanh thu đã tăng ngoạn mục, nhiều hơn mức tăng của LPG trong năm qua, thể hiện công ty đã tăng được khối lượng bán. 2) Công ty đã thay đổi chiến lược không còn đầu tư tài chính mạo hiểm như năm 2008. Năm 2008, công ty phải dự phòng đến 18 tỷ lỗ do đầu tư chứng khoán. Tuy nhiên đến cuối năm 2009, tổng đầu tư chứng khoán ngắn hạn chỉ còn là 1,3 tỷ đồng và thay đổi chiến lược tập trung hơn vào hoạt động cơ bản. (Đầu tư tài chính dài hạn là đầu tư vào các dự án chưa niêm yết).

**Ngành: Vận hành cảng**

*Hiện tại hoạt động kinh doanh của công ty vận hành cảng ở khu vực Hải Phòng vẫn tốt và đều có tăng trưởng so với cùng kỳ năm ngoái. Một phần là do hiện tại vẫn đang thiếu cảng, và một phần cũng nhờ 6 tháng đầu năm, có hiện tượng ứ tắc container hàng đông lạnh ở khu vực cảng Hải Phòng. Nhờ vậy, doanh thu lợi nhuận của các công ty vận hành cảng ở khu vực Hải Phòng đều có mức tăng trưởng rất ấn tượng trong năm 2009. Từ nay đến năm 2015-2016, các cảng cỡ nhỏ và trung bình như DXP, VSC, DVP vẫn sẽ thuận lợi, mặc dù tốc độ tăng trưởng sẽ giảm dần (do các cảng đang hoạt động ở mức công suất cao, và nếu có tăng trưởng thì có thể từ việc đầu tư thêm thiết bị, giảm thời gian làm hàng, hoặc phí xếp dỡ có khả năng tăng khi tình hình xuất nhập khẩu sôi động trở lại, v.v).*

❖ **Công ty cổ phần cảng Đoạn Xá – Mã DXP**

Vừa công bố kết quả kinh doanh quý 4 2009, theo đó riêng trong quý 4, DXP đạt mức doanh thu và LNST lần lượt là 38,5 tỷ đồng và 19.55 tỷ đồng. Mức LNST của DXP trong quý 4 cao hơn các quý khác 1 phần do công ty đã tiến hành điều chỉnh giảm số thuế TNDN phải nộp của 3 quý đầu năm 2009 vào quý 4 2009 (thuế suất tính thuế TNDN của DXP trong năm 2009 là 7%). Lũy kế cả năm 2009, công ty đạt 151 tỷ đồng doanh thu, cao hơn 54,68% so với năm 2008, LNST đạt 61,12 tỷ đồng tăng gấp đôi so với năm 2008.

EPS năm 2009 đạt 11,699 đồng/CP và P/E 2009 đang ở mức 5.8x, mức khá hấp dẫn so với trung bình của thị trường và khi xét tới khả năng DXP vẫn có thể có tăng trưởng trong những năm tới (mặc dù là tăng trưởng chậm dần). Về triển vọng trong dài hạn, DXP cũng đang xem xét các cơ hội đầu tư vào một số cảng khác (góp vốn, liên doanh v.v.). Ngoài ra, công ty cũng đang cân nhắc một số dự án ở khu vực cụm cảng Lạch Huyện và có thể sẽ tiến hành khai thác cầu cảng ở Lạch Huyện (cầu cảng do Vinalines đầu tư).

❖ **Công ty cổ phần Container Việt Nam – Mã VSC**

VSC vừa công bố kết quả kinh doanh quý 4 2009, theo đó trong quý 4, doanh thu thuần đạt 123.9 tỷ đồng tăng 54.6% so với cùng kỳ năm ngoái và LNST đạt 50.1 tỷ đồng, tăng 45.5%. Cả năm 2009, doanh thu và LNST lần lượt đạt 457.5 tỷ đồng và 155 tỷ đồng tăng tương ứng 46.3% và 48.6% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ việc tăng công suất xếp dỡ trong năm 2009. EPS đạt mức khá cao 12,992 đồng/CP và mức PE hiện tại là ~6.7x, cao hơn một chút so với DXP nhưng vẫn ở mức hấp dẫn so với trung bình thị trường.

Công suất hiện tại của cảng đang ở mức khoảng 65%-80% và trong ngắn hạn vẫn có thể được cải thiện bằng cách áp dụng công nghệ thiết bị hiện đại. VSC có 2 cầu tàu, và mỗi cầu tàu có thể tiếp nhận 1 tàu/ ngày (như vậy 1 tuần có thể tiếp nhận được khoảng 12-14 tàu). trong khi đó hiện tại thì đang tiếp nhận khoảng 10 tàu/ tuần. 9 tháng đầu năm, VSC cũng đã đầu tư thêm xe tải chuyên dụng để xếp dỡ nâng chuyển container giúp giảm thời gian làm hàng. Ngoài hoạt động vận hành cảng đem lại nguồn doanh thu và lợi nhuận chính cho VSC (ước tính đóng góp khoảng 60-65% doanh thu và lợi nhuận khoảng 70%), công ty vẫn tiếp tục phát triển các mảng kinh doanh khác như vận tải bộ, xây dựng kho CFS mở rộng hay thi công bãi chứa container (CY), xưởng sửa chữa, v.v. Công ty đã mua thêm 10 xe chở container trong tháng 8 vừa qua với chi phí khoảng 4-5 tỷ đồng, đồng thời VSC cũng tiến hành thanh lý những xe đã cũ. Ngoài ra, trong năm 2009, tận dụng giá tàu hạ xuống so với năm 2008, công ty đã tiến hành đầu tư mua tàu container ACX KOHUTO trọng tải 400 TEU (5,946 DWT), 14 tuổi với giá 2,8 tr USD. Tàu Green star 01 được tiếp nhận trong tháng 8 vừa qua và được đưa vào vận hành luôn để chạy tuyến Feeder Hải Phòng - Đông Bắc Á, trung bình một tuần một chuyến với doanh thu khoảng 50-60.000 USD/chuyến. Do đây là mảng kinh doanh khá mới mẻ nên VSC thuê thuyền viên, thủy thủ và quản lý của VOSCO. Đồng thời cũng tìm mua thêm một tàu có các thông số kỹ thuật cơ bản tương tự ACX KOHUTO với giá khoảng 3 tr USD. Việc đầu tư thêm 2 con tàu container của VSC mục đích để công ty hoàn thiện hơn việc cung ứng chuỗi dịch vụ khép kín door-to-door (supply chain).

❖ **Công ty cổ phần Đầu tư và Phát triển Cảng Đình Vũ**

Trong quý 4 2009, doanh thu và LNST của DVP đạt 76.5 tỷ đồng và 18.99 tỷ đồng. Cả năm 2009, DVP đạt 264.4 tỷ đồng doanh thu và 73.4 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng tương ứng 73.2% và 79.1% so với cùng kỳ năm ngoái. Ước tính sản lượng xếp dỡ đạt khoảng 360,000 TEUs tăng khoảng 50% so với cùng kỳ năm ngoái và hoàn thành 160% kế hoạch container xếp dỡ năm 2009. EPS 2009 đạt khoảng 3669 đồng/CP và tại mức giá hiện tại, P/E 2009 ở mức khoảng 10.9x cao hơn tương đối so với 2 công ty cùng ngành là DXP và VSC.

Trong giai đoạn 2009-2010 công ty chú trọng đầu tư vào trang thiết bị cơ sở hạ tầng nhằm nâng cao năng lực sản xuất kinh doanh. Tổng giá trị đầu tư trong giai đoạn này dự kiến sẽ là khoảng 381 tỷ đồng sử dụng nguồn vốn từ quỹ đầu tư phát triển, vốn vay, vốn tự có và thuê mua tài chính. Mới đây, DVP đầu tư cần cầu Mobile Harbour

Crane loại HNK 208 E với sức nâng 100 tấn, tầm với 100 m đưa vào hoạt động vào đầu tháng 11 năm 2009. Việc đưa cần cẩu Mobile Crane vào hoạt động sẽ nâng cao năng lực xếp dỡ, rút ngắn thời gian giải phóng tàu. Đến giữa năm 2010, mặt bãi sau cầu số 2 cũng sẽ hoàn thành, giúp tăng mặt bằng xếp dỡ container của DVP.



Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước.

Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### KHỎI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

ssiresearch@ssi.com.vn

|                      |                       |                     |
|----------------------|-----------------------|---------------------|
| Lê Lệ Hằng           | Giám đốc khối         | hangl@ssi.com.vn    |
| Nguyễn Đức Hùng Linh | Giám đốc TVĐT         | linhndh@ssi.com.vn  |
| Nguyễn Hồng Dung     | Giám đốc Phân tích    | dzungnh@ssi.com.vn  |
| Nguyễn Thanh Hà      | Giám đốc PT Kinh tế   | hantc@ssi.com.vn    |
| Hoàng Việt Phương    | Phó GD TVĐT           | phuonghv@ssi.com.vn |
| Nguyễn Minh Quân     | Phụ trách dự án       | quanpm@ssi.com.vn   |
| Nguyễn Thu Huyền     | Chuyên viên cao cấp   | huyenntt@ssi.com.vn |
| Tô Thùy Linh         | Chuyên viên cao cấp   | linhtt@ssi.com.vn   |
| Phạm Lưu Hưng        | Chuyên viên Phân tích | hungpl@ssi.com.vn   |
| Phạm Phương Linh     | Chuyên viên Phân tích | linhpp@ssi.com.vn   |
| Nguyễn Đức Minh      | Chuyên viên Phân tích | minhnd@ssi.com.vn   |
| Vũ Cường             | Chuyên viên Phân tích | cuongv@ssi.com.vn   |
| Nguyễn Quỳnh Nga     | Chuyên viên Phân tích | nganq@ssi.com.vn    |
| Nguyễn Công Hiệp     | Chuyên viên Phân tích | hiepn@ssi.com.vn    |
| Trần Tuyết Ngọc      | Trợ lý Khối           | ngocthn@ssi.com.vn  |

[WWW.SSI.COM.VN](http://WWW.SSI.COM.VN)

SAIGON SECURITIES INC.

HO CHI MINH CITY

HA NOI

Thành viên Sở Giao  
Dịch Chứng Khoán Hồ  
Chí Minh, Quy định bởi  
Ủy Ban Chứng khoán  
Nhà nước.

72 Nguyễn Huệ Quận 1  
Thành phố Hồ Chí Minh  
ĐT: (848) 3824 2897  
Fax: (848) 3824 2997  
Email: info@ssi.com.vn

1c Ngô Quyền Hoàn Kiếm  
Hà Nội – Việt Nam  
ĐT: (848) 3936 6321  
Fax: (848) 3936 6311  
Email: ssiresearch@ssi.com.vn