

### Kết quả kinh doanh mới nhất:

Theo VHG, kết quả kinh doanh của công ty trong quý 2 rất khả quan, lợi nhuận quý 2/2010 gấp 10 lần lợi nhuận quý 1/2010. Việc chuyển quyền tham gia góp vốn đầu tư (5%) vào dự án khu liên hợp công nghiệp - dịch vụ An Lưu đã mang lại lợi nhuận 13,5 tỷ đồng là nguyên nhân chính dẫn đến lợi nhuận của VHG tăng đột biến trong quý 2/2010.

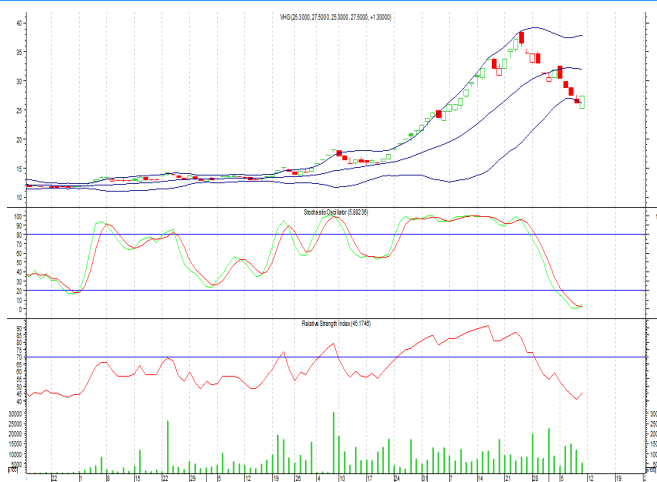
Như vậy, lũy kế 6 tháng đầu năm doanh thu của VHG đạt 140 tỷ đồng bằng 63,64% kế hoạch. Lợi nhuận trước thuế vượt 50% kế hoạch lợi nhuận cả năm và đạt 22,5 tỷ đồng.

Trong năm 2010, VHG đề ra kế hoạch doanh thu là 220 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế 22,5 tỷ đồng. Tuy nhiên, trong 6 tháng đầu năm VHG đã vượt 50% kế hoạch lợi nhuận cả năm.

#### **Các cổ đông lớn của VHG (19/3/2010)**

	Số lượng CP	Tỷ lệ
Đình Công Trạng	3.473.844	13,89%
Huỳnh Tấn Chung	3.069.383	12,27%
Lê Thị Kim Ánh	2.688.675	10,76%
Trương Thị Thanh Hương	380.697	1,53%
Đình Văn Chính	380.697	1,53%

Nguồn: VHG



### **Tình hình giao dịch của cổ phiếu VHG**

Tính đến ngày 9/7/2010

Số CP đang lưu hành	CP	25.000.000
Vốn hóa thị trường	Tỷ VNĐ	687,5
KLGD trung bình 10 phiên	CP	1.133.677
Giá thị trường	VNĐ	27.500
Giá cao nhất 52 tuần	VNĐ	37.100
Giá thấp nhất 52 tuần	VNĐ	10.400
<b>Giá mục tiêu</b>	VNĐ	<b>33.800</b>
EPS 2010	VNĐ	1.393
P/E 2010	Lần	19,7
P/B	Lần	1,57

Nguồn: BSI

### **Thông tin tài chính doanh nghiệp**

Đơn vị: Triệu đồng

	2008	2009	Q1/2010	2010F
Doanh thu thuần	287.377	189.039	64.846	283.558
Lợi nhuận ròng	(17.419)	1.984	2.040	35.786
Tổng tài sản	486.886	527.236	513.844	557.668
Vốn chủ sở hữu	434.032	436.830	438.056	444.872
ROA	-3,42%	0,39%	0,39%	6,68
ROE	-3,67%	0,46%	0,47%	8,11

Nguồn: BSI

## Sơ lược về quá trình phát triển

Công ty Cổ phần Đầu tư và Sản xuất Việt – Hàn (VIET – HAN CORPORATION) được thành lập từ năm 2003, chuyên sản xuất các loại cáp viễn thông với thương hiệu VIET – HAN CABLE được OEM từ Hàn Quốc.

Đến năm 2007, nhà máy cáp viễn thông đạt công suất 3.000.000 km đôi/năm trở thành một trong những nhà máy sản xuất cáp viễn thông hàng đầu Việt Nam, khánh thành giai đoạn 1 nhà máy dây và cáp điện (VPC), nhà máy cáp quang (OPC). Mua lại CTCP Nhựa Việt – Hàn đầu tư xây dựng sản xuất các sản phẩm từ cốt thủy tinh (VPF). Đồng thời, VHG kết ký hợp tác toàn diện với PHON VINH CORP và HANDIC.

Bước sang năm 2008, VHG đã dừng sản xuất sản phẩm cáp đồng viễn thông, một sản phẩm truyền thống của công ty và tiến hành đầu tư vào các dự án bất động sản, dự án trồng cao su.

Hiện nay, VHG tập trung sản xuất 4 nhóm sản phẩm: cáp quang viễn thông, ống nhựa dân dụng, ống và bồn composite (FRP), dây và cáp điện, vật liệu xây dựng. Ngoài ra, VHG tập trung đầu tư vào bất động sản, cao su, khoáng sản theo chiến lược trung và dài hạn của công ty.

## Phân tích hoạt động kinh doanh

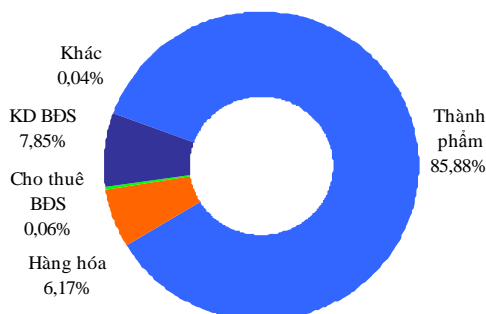
### Hoạt động sản xuất kinh doanh

Từ năm 2008 đến nay, sản phẩm truyền thống cũng là sản phẩm chính của VHG là cáp đồng viễn thông công ty đã dừng sản xuất do nhu cầu của thị trường có sự thay đổi đáng kể.

Hiện trong hoạt động sản xuất, VHG duy trì sản xuất 4 nhóm sản phẩm: Cáp quang với nhà máy cáp quang có năng lực sản xuất 3.000.000 km sợi/năm; ống nhựa dân dụng, ống và bồn composite (FRP) được sản xuất từ nhà máy nhựa có công suất 16.000 tấn sản phẩm/năm và nhà máy FRP có công suất 16.000 tấn sản phẩm/năm; Dây và cáp điện được sản xuất ở nhà máy dây và cáp điện với năng lực sản xuất 10.000 tấn sản phẩm/năm; Gạch ngói với nhà máy công nghệ vật liệu có công suất 80 triệu sản phẩm/năm.

Trong năm 2009, lĩnh vực sản xuất đóng góp 162 tỷ đồng, chiếm 85,88% doanh thu thuần của VHG và đóng góp khoảng 10,5 tỷ đồng vào lợi nhuận gộp của VHG, chiếm 43,66% lợi nhuận gộp của công ty. Mặc dù khó khăn, nhưng hoạt động sản xuất của VHG cũng đóng góp nguồn thu lớn cho công ty. Qua đó thấy được hoạt động sản xuất của VHG dần ổn định.

Cơ cấu doanh thu của VHG năm 2009



Nguồn: BSI

**Các dự án bất động sản**

**Dự án chung cư cao cấp D'EVELYN:** Theo dự kiến của VHG, dự án sẽ được khởi công vào tháng 9/2010 và hoàn thành phần móng vào cuối năm 2010. Hiện tại, phương án thiết kế đã được liên danh tư vấn thiết kế AWP&ABBO bảo vệ thành công.

Dự án nằm trên khu đất 3.000 m<sup>2</sup> tại số 9 Lê Duẩn, Q. Hải Châu, Tp. Đà Nẵng được VHG mua vào năm 2008, với tổng giá trị là 90 tỷ đồng. Theo giá thị trường thì khu đất của dự án có giá khoảng 80 triệu đồng/m<sup>2</sup>.

Quy mô dự án: Chung cư cao 35 tầng và 2 tầng hầm, tổng diện tích sàn là 65.000 m<sup>2</sup>, cung ứng 360 căn hộ. Giá trị đầu tư dự án dự kiến 750 tỷ đồng.

Theo dự kiến, căn hộ sẽ được chào bán thương mại sau khi phần móng được làm xong vào cuối năm 2010. Lợi nhuận từ dự án sẽ được hạch toán từ năm 2011 đến 2013.

Trong năm 2010, VHG sẽ đầu tư khoảng 60 tỷ đồng vào dự án (chi phí thiết kế và xây lắp hoàn thiện phần móng).

Theo đánh giá của chúng tôi, dự án trên sẽ đóng góp lớn vào nguồn lợi nhuận của VHG trong năm 2011 đến 2013, lợi nhuận từ dự án mang lại dự kiến khoảng 150 – 250 tỷ đồng.

**Khu liên hợp công nghiệp – Dịch vụ và Đô thị An Lưu**

Dự án khu liên hợp được quy hoạch gồm: khu công nghiệp, khu dịch vụ thương mại, khu tái định cư, nhà ở công nhân và khu đô thị mới. Quy mô dự án: giai đoạn 1 là 51 ha và giai đoạn 2 dự kiến mở rộng đến 250 ha.

Trong quý II/2010, VHG đã chuyển quyền tham gia góp vốn đầu tư (5%) vào dự án mang lại 13,5 tỷ đồng lợi nhuận cho công ty. VHG dự kiến sẽ tiếp tục chuyển nhượng quyền đầu tư cho các đối tác. Với giá trị đầu tư ban đầu thấp nên việc chuyển nhượng quyền đầu tư cho các đối tác sẽ mang về lợi nhuận lớn cho công ty.

Năm 2010, VHG đã lên kế hoạch đầu tư vào dự án này khoảng 10 tỷ đồng bao gồm: chi phí quy hoạch, đầu tư san lấp mặt bằng, mở rộng quy mô dự án lên 250 ha.

**Cao su**

Dự án trồng cao su là chiến lược dài hạn của VHG trong quá trình phát triển công ty. Tính đến cuối năm 2009, VHG đã trồng được 550 ha trong tổng dự án 4.115 ha tại huyện Đông Giang – Quảng Nam. Tổng vốn đầu tư của dự án lên đến 440 tỷ đồng, thời gian trồng cao su đến hết quý 4/2011 và dự kiến 2015 sẽ bắt đầu đi vào khai thác.

Trong năm 2010, VHG sẽ đầu tư khoảng 50 tỷ đồng để trồng mới 500 – 1.000 ha, chăm sóc vườn cao su năm 2, 3 và triển khai đền bù 1.500 ha.

Trong kế hoạch, VHG sẽ tiếp tục mở rộng diện tích trồng cao su lên 7.000 ha và xây dựng nhà máy chế biến có quy mô trung bình.

**Khoáng sản**

Đây là lĩnh vực được VHG định hướng dài hạn, trong năm 2010 VHG sẽ tập trung nghiên cứu tiền khả thi việc đầu tư khai thác và chế biến Đồng tại Bolivia.

Dự án khai thác và chế biến Đồng với tổng vốn đầu tư ước tính khoảng 10 – 12 triệu USD sẽ được xây dựng tại mỏ Cobrizos thuộc tỉnh Potosi vùng Andes. Sản phẩm

đồng sản xuất tại Cobrizos-Bolivia sẽ được cung cấp chủ yếu cho thị trường Châu Á, đồng thời đảm bảo cung cấp vật tư cho Nhà máy dây và cáp điện Việt-Hàn với sản phẩm mới Limax Cable và dây điện chống cháy Limax-I Cable.

Theo kế hoạch, VHG sẽ đầu tư 20 tỷ đồng vào dự án này trong năm 2010, dự kiến xây dựng nhà máy trong quý 3/2010, với công suất 1.200 tấn đồng cathode/năm, doanh thu dự kiến 160 tỷ đồng/năm.

Ngoài ra, VHG còn có kế hoạch xây dựng nhà máy VOI LIPEZ chế biến công suất 6,000 tấn đồng cathode/năm trong năm 2011, doanh thu dự kiến 800 tỷ/năm.

### **Lợi thế cạnh tranh**

Đối với dự án D'EVELYN và khu liên hợp công nghiệp – dịch vụ và đô thị An Lư, VHG mua đất vào thời điểm giá còn thấp nên chi phí đầu tư ban đầu thấp so với giá trị thị trường hiện tại. Đặc biệt, dự án D'EVELYN nằm ở vị thế được đánh giá là “khu đất vàng” của thành phố Đà Nẵng.

VHG đã sản xuất thành công các sản phẩm các quang ADSS, cáp thả sông và cáp quang chất lượng cao đạt tiêu chuẩn quốc tế. Phát triển thành công sản phẩm dây và cáp điện chống cháy có chất lượng cao theo tiêu chuẩn quốc tế, cáp điện đã sản xuất đến cấp trung thể ngầm và cáp cao thể trần được ngành điện lực đưa lên mạng.

Bolivia được đánh giá là nơi có trữ lượng rất lớn về quặng đồng, hứa hẹn sẽ mang lại nguồn lợi nhuận khá lớn cho VHG trong những năm tới.

### **Những khó khăn và thách thức**

Các sản phẩm mới của VHG như: dây và cáp điện, nhựa công nghiệp, sản phẩm cốt thủy tinh, vật liệu xây dựng... mới đưa ra thị trường vào cuối năm 2008 nên chưa tạo được uy tín và thương hiệu trên thị trường, chịu áp lực cạnh tranh gay gắt từ các đối thủ.

Nguồn nguyên liệu đầu vào phục vụ sản xuất dây cáp điện, cáp quang, cốt thủy tinh... đều phải nhập khẩu nên không kiểm soát được đầu vào. Đây sẽ là thách thức rất lớn trong hoạt động sản xuất của công ty.

Các mảng đầu tư kinh doanh bất động sản, trồng cao su, khai thác khoáng sản khá mới mẻ đối với VHG. Điều này gây ra nhiều khó khăn cho VHG khi tiến hành đầu tư vào các lĩnh vực mới.

Trong kế hoạch phát triển, VHG cùng lúc đầu tư và triển khai nhiều dự án với quy mô lớn nên nguồn vốn hiện tại của VHG không đáp ứng đủ, đòi hỏi công ty phải huy động thêm một lượng vốn lớn để đáp ứng nhu cầu vốn của các dự án trên.

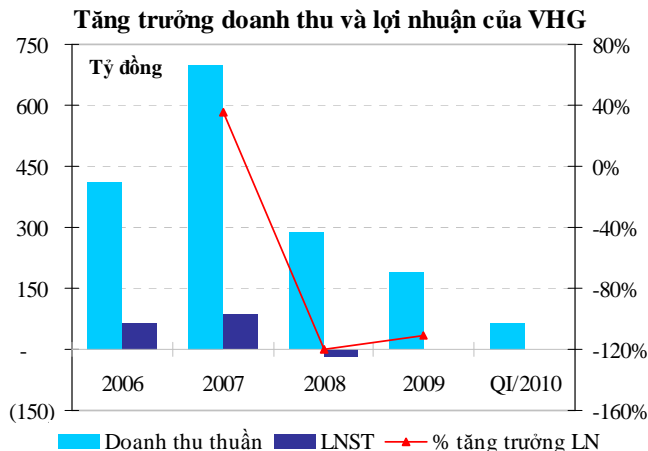
## **Phân tích tài chính doanh nghiệp**

### **Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận**

Hai năm qua là khoảng thời gian khó khăn đối với VHG, khi công ty này quyết định dừng sản xuất cáp đồng viễn thông. Doanh thu và lợi nhuận của VHG giảm khá mạnh trong năm 2008 và 2009. Cụ thể, doanh thu của VHG trong năm 2008 giảm gần 59% so với năm 2007 và tiếp tục giảm 34% trong năm 2009. Lợi nhuận của VHG trong năm 2008 lỗ hơn 17 tỷ đồng cho thấy sự khó khăn của VHG trong giai đoạn này. Qua năm 2009, hoạt động sản xuất kinh doanh được cải thiện giúp VHG thoát lỗ và lợi nhuận đạt gần 2 tỷ đồng.

Sau khi tiến hành tái cấu trúc lại, tình hình hoạt động của VHG được cải thiện

đáng kể trong 6 tháng đầu năm 2010, doanh thu đạt 140 tỷ đồng bằng 65% kế hoạch, lợi nhuận đạt 22,5 tỷ đồng vượt 50% kế hoạch cả năm. Lợi nhuận của VHG tăng vượt trội trong quý 2/2010 phần lớn đến từ việc chuyển nhượng quyền góp vốn đầu tư và dự án khu liên hợp công nghiệp – dịch vụ và đô thị An Lưu. Hoạt động sản xuất của công ty cũng đóng góp lớn vào nguồn lợi nhuận của 6 tháng đầu năm.



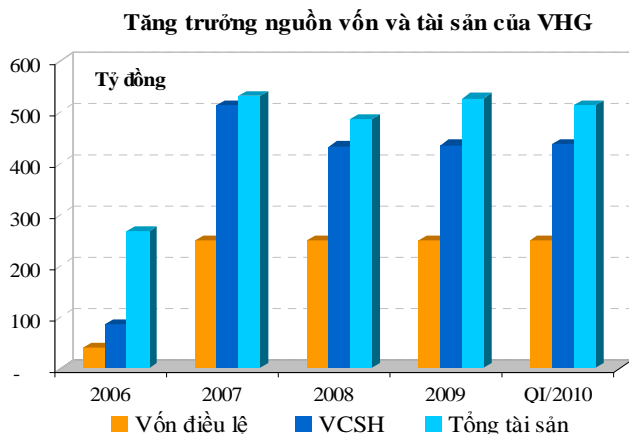
Nguồn: BSI

### Tăng trưởng tổng tài sản và nguồn vốn

Trong những năm gần đây, vốn điều lệ của VHG vẫn duy trì ở mức 250 tỷ đồng dẫn đến nguồn vốn chủ sở hữu của biến động không nhiều. Lợi nhuận của VHG trong những năm qua khá thấp, thậm chí còn bị lỗ trong năm 2008 dẫn đến vốn chủ sở hữu không những không tăng mà còn giảm so với năm 2007. Hiện Vốn chủ sở hữu của VHG đang ở mức 438 tỷ đồng (31/3/2010), giảm gần 15% so với thời điểm cuối năm 2007. Qua đó cho chúng ta thấy được, hoạt động kinh doanh của VHG trong năm vừa gần đây gặp nhiều khó khăn. Tuy nhiên, để đáp ứng nhu cầu vốn tài trợ cho các dự án trong thời gian tới thì nhiều khả năng VHG sẽ phải huy động thêm vốn.

Tương tự với tốc tăng trưởng vốn chủ sở hữu, tổng tài sản của VHG biến động không đáng kể và giảm nhẹ so với thời điểm 2007. Hiện tổng tài sản của VHG đang ở mức gần 514 tỷ đồng, giảm 3,4% so với thời điểm cuối năm 2007.

Tuy nhiên, với chiến lược phát triển của VHG tập trung đầu tư vào lĩnh vực bất động sản, trồng cao su, khai thác khoáng sản đòi hỏi vốn đầu tư lớn nên nhiều khả năng công ty phải huy động nguồn vốn từ chủ sở hữu và các tổ chức tín dụng.



Nguồn: BSI

**Thông tin tài chính của các doanh nghiệp Cấp viễn thông**

Chỉ tiêu so sánh	VHG		CSG		SAM		TLC	
	2009	Q1/2010	2009	Q1/2010	2009	Q1/2010	2009	Q1/2010
Doanh thu thuần	189	65	371	45	426	225	43	19
Lợi nhuận sau thuế	1,98	2,04	34	5	232	26	0,27	0,25
Tổng tài sản	527	514	604	529	2.668	2.628	200	221
Vốn điều lệ	250	250	297	297	654	654	100	100
EPS 4 quý (đồng)	79	149	1.203	1.280	3.648	4.174	27	524
P/E 4 quý	184		9,92		6,59		35	
P/B	1,57		0,69		0,71		1,19	
<b>Hiệu quả hoạt động</b>								
Vòng quay hàng tồn kho	1,85	0,63	3,54	0,45	0,97	0,45	0,98	0,41
Vòng quay khoản phải thu	1,85	0,69	6,95	0,78	2,86	1,08	4,65	1,28
Vòng quay tổng tài sản	0,37	0,12	0,67	0,08	0,17	0,09	0,21	0,09
Hiệu suất sử dụng vốn	0,43	0,15	0,73	0,09	0,18	0,09	0,28	0,12
<b>Khả năng sinh lợi</b>								
Lợi nhuận gộp biên	12,69%	14,52%	12,45%	8,39%	8,26%	19,39%	5,36%	11,36%
Lợi nhuận ròng biên	1,05%	3,15%	9,20%	10,72%	54,33%	11,72%	0,64%	1,30%
ROA	0,39%	0,39%	6,15%	0,86%	9,22%	1,00%	0,13%	0,12%
ROE	0,46%	0,47%	6,70%	0,97%	9,77%	1,07%	0,18%	0,16%
<b>Cấu trúc vốn</b>								
Tổng nợ/VCSH	20,59%	17,26%	17,22%	7,67%	7,90%	5,15%	29,39%	42,84%
Tổng nợ/Tổng tài sản	17,06%	14,71%	14,69%	7,12%	7,29%	4,88%	22,71%	29,99%

Nguồn: BSI

**Cấu trúc nguồn vốn**

Trong những năm vừa qua, nhu cầu vốn để đầu tư mở rộng quy mô sản xuất của VHG không cao nên công ty chủ yếu sử dụng nguồn vốn tự có. Do vậy, tỷ lệ nợ trong cấu trúc nguồn vốn của VHG khá thấp, phần lớn là nợ nhà cung cấp và khoản vay ngắn hạn. Hiện, tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của VHG chỉ ở mức 17,16% (31/3/2010), giảm nhẹ so với mức của cuối năm 2009 và mức tỷ lệ nợ trên tổng tài sản cũng khá thấp ở mức 14,71% vào thời điểm cuối quý 1/2010.

Nếu so sánh tỷ lệ nợ trong cấu trúc nguồn của các doanh nghiệp cùng ngành như SAM, CSG, VHG thì tỷ lệ nợ đều ở mức khá thấp. Điều này cho thấy chúng ta thấy được nhu cầu vốn để đầu tư mở rộng quy mô sản xuất là không cao, triển vọng tăng trưởng của ngành thấp.

Với tỷ lệ nợ trong cấu trúc nguồn vốn khá thấp như vậy thì VHG hoàn toàn có thể huy động nguồn vốn vay từ các tổ chức tín dụng để tài trợ cho các dự án bất động sản, khai thác khoáng sản...



**Hiệu quả hoạt động**

Các chỉ số về vòng quay của VHG có xu hướng giảm trong những năm qua cho thấy hoạt động của VHG không hiệu quả trong khoảng thời gian này. Tuy nhiên so với các doanh nghiệp như CSG, SAM, TLC thì các chỉ số vòng quay hệ quả của VHG không thấp cho thấy được hiệu quả hoạt động của ngành này không cao.

Trong năm 2009, hệ số vòng quay tổng tài sản của VHG là 0,37 lần, đây là mức khá thấp đối với một công ty sản xuất. Nhưng hệ số vòng quay tổng tài sản của VHG chỉ thấp hơn CSG, cao hơn SAM và TLC.

Xét về hiệu quả sử dụng vốn cổ phần, hệ số này của VHG có xu hướng giảm và đang ở mức khá thấp. Cụ thể, hiệu quả sử dụng của VHG ở mức 0,43 lần trong năm 2009, thấp hơn hiệu quả sử dụng vốn của CSG.

**Khả năng sinh lợi**

Sau khi tiến hành tái cấu trúc lại, hoạt động sản xuất kinh doanh của VHG trong năm 2009 đã dần đi vào ổn định. Mặc dù biên lợi nhuận của VHG trong năm 2009 vẫn còn ở mức thấp, biên lợi nhuận gộp ở mức 12,69% và biên lợi nhuận ròng chỉ ở mức 1,05%, nhưng đã được cải thiện rất nhiều so với năm 2008.

Bước sang quý 1/2010, biên lợi nhuận của VHG tiếp tục được cải thiện, biên lợi nhuận gộp đạt mức 14,52% và biên lợi nhuận ròng biên đạt mức 3,15%. Biên lợi nhuận của VHG đang dần được cải thiện là tín hiệu khá lạc quan trong hoạt động sản xuất kinh doanh của VHG.

Bên cạnh đó, tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) và trên tổng tài sản (ROA) của VHG cũng đã được cải thiện, nhưng vẫn còn ở mức rất thấp. Trong năm 2009, ROA và ROE của VHG lần lượt đạt mức 0,39%, 0,47% thấp hơn nhiều so với CSG và SAM.

Trong quý 1/2010, kết quả kinh doanh chuyển biến theo chiều tích cực giúp cho ROA và ROE tiếp tục được cải thiện và lần lượt đạt 0,39%, 0,47%, nhưng vẫn còn ở mức thấp.

**Khả năng thanh toán**

Mặc dù hoạt động sản xuất kinh doanh của VHG trong những năm qua gặp khó khăn, nhưng tỷ lệ nợ trong cấu trúc nguồn vốn khá thấp nên khả năng thanh toán của VHG đang ở mức cao. Tính đến cuối năm 2009, khả năng thanh toán hiện hành của VHG ở mức khá cao 2,85 lần và tăng lên mức 3,22 lần (31/3/2010).

Không những khả năng thanh toán hiện hành của VHG cao mà các tỷ số về khả năng thanh toán đều ở mức khá cao như: khả năng thanh toán nhanh ở mức 2,08 lần, khả năng thanh toán lãi vay 4,01 lần,...vào thời điểm cuối quý 1/2010.

**Kế hoạch và chiến lược phát triển**

Trong chiến lược phát triển của VHG, về trung hạn VHG đầu tư vào các dự án bất động sản, dự án khai thác khoáng sản, vật liệu xây dựng và các dự án đầu tư góp vốn liên doanh liên kết vào các công ty thành viên. Về dài hạn, VHG tập trung đầu tư vào các dự án hạ tầng khu công nghiệp, các dự án cây công nghiệp...

Hiện công ty đang xúc tiến đầu tư vào các dự án trung và dài hạn như: dự án chung cư cao cấp D'EVELYN, Dự án khu liên hợp công nghiệp – dịch vụ và đô thị An Lư, khai thác và chế biến đồng, dự án trồng cao su...

Trong năm 2010, VHG có kế hoạch đầu tư 175 tỷ đồng vào các dự án sau: chung cư D'EVELYN (60 tỷ đồng), khu liên hợp và dịch vụ An Lưu (10 tỷ đồng), dự án G-Thành Công, C-Giang Võ Hà Nội (5 tỷ đồng), dự án khai thác và chế biến đồng tại Bolivia (20 tỷ đồng) và dự án trồng cao su Đông Giang (50 tỷ đồng).

Ngoài ra, VHG nâng công suất nhà máy composite (FRP) lên gấp đôi 10.000 tấn sản phẩm/năm với các dòng sản phẩm ống, bồn đường kính lớn trong quý 3/2010.

Theo đánh giá của BSI, dự án chung cư cao cấp D'EVELYN hứa hẹn sẽ mang lại nguồn doanh thu lớn cho VHG từ 2011 đến 2013, nhờ giá mua đất ở mức thấp. Ngoài ra, dự án khai thác và chế biến Đồng tại Bolivia cũng hứa hẹn mang lại nguồn lợi nhuận lớn cho BSI trong trung hạn.

Về dài hạn, VHG đang kỳ vọng vào dự án trồng cây cao su và dự án khu công nghiệp... sẽ giúp VHG phát triển bền vững.

### **Định giá cổ phiếu**

Trong năm 2010, hoạt động sản xuất của VHG dần đi vào ổn định và các dự án bất động sản bắt đầu mang lại doanh thu cho công ty thông qua việc chuyển quyền góp vốn vào dự án khu liên hợp công nghiệp – dịch vụ và đô thị An Lưu. BSI dự báo, doanh thu của VHG trong năm 2010 đạt khoảng hơn 283 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt khoảng 35,7 tỷ đồng.

#### *Các tham số định giá:*

Dựa vào tiềm năng và nguồn thu của các dự án bất động sản, cao su, khoáng sản của VHG như: dự án chung cư cao cấp D'EVELYN, khu liên hợp công nghiệp – dịch vụ và đô thị An Lưu, dự án trồng cao, khai thác đồng tại Bolivia... BSI dự báo tốc độ tăng trưởng dài hạn của VHG ở mức 7%.

Tỷ suất chiết khấu: Dựa vào mức lãi suất phi rủi ro (lãi suất trái phiếu của Chính phủ) và phần bù rủi ro vốn cổ phần. BSI đưa ra mức tỷ suất chiết khấu là 16%.

Ngoài phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi còn sử dụng phương pháp P/E và P/B để định giá cổ phiếu VHG.

#### *Giá trị cổ phiếu:*

Theo kết quả dự phóng của chúng tôi:

- Giá trị cổ phiếu theo phương pháp FCFE: 39.834 đồng/cổ phiếu.
- Theo phương pháp P/E: Theo kế hoạch và chiến lược phát triển trung hạn, VHG sẽ tập trung đầu tư vào mảng bất động sản. Do vậy nên chúng tôi dựa vào P/E trung bình ngành bất động sản để định giá cho cổ phiếu VHG. Hiện, P/E trung bình ngành bất động sản khoảng 14,12 lần. Nhưng BSI thận trọng xét P/E forward 2010 ở mức 12 lần, EPS 2010 = 1.393 đồng/cổ phiếu, giá hợp lý khoảng 16.718 đồng/cổ phiếu.
- Theo phương pháp P/B: P/B trung bình của ngành bất động sản hiện ở mức 3,01 lần, nhưng VHG là công ty mới bước đầu chuyển sang đầu tư bất động sản chưa có vị thế trên thị trường bất động sản nên BSI xét P/B ở mức 2,5 lần để định giá cổ phiếu VHG, BV 2010 = 17.795 đồng/cổ phiếu, giá hợp lý là 44.487 đồng/cổ phiếu.

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý
FCFE	39.834	50%	19.917
P/E	13.932	30%	5.015



---

P/B	44.487	20%	8.897
			<b>33.830</b>

---

Nguồn: BSI

**Khuyến nghị đầu tư**

VHG đang từng bước chuyển đổi lĩnh vực kinh doanh sang đầu tư kinh doanh bất động sản, khoáng sản, trồng cao su. Các dự án bất động sản của VHG khá tiềm năng, có vị thế thuận lợi và chi phí đầu tư ban đầu thấp, kỳ vọng sẽ đóng góp quan trọng vào nguồn thu cho VHG trong những năm tới.

Song song với việc đầu tư vào các dự án bất động sản, VHG còn đầu tư dài hạn vào dự án trồng cao su và khai thác đồng tại Bolivia. Ngoài ra, hoạt động sản xuất của công ty đã dần đi vào ổn định.

Theo đánh giá của BSI, các dự án của VHG rất có triển vọng và là nguồn lợi nhuận chính cho VHG trong giai đoạn 2011 – 2013. Với tiềm năng phát triển trung và dài hạn chúng tôi định giá cổ phiếu VHG ở mức 33.800 đồng/cổ phiếu.

Kết thúc phiên 9/7/2010, cổ phiếu VHG đang ở mức 27.500 đồng/cổ phiếu tương đương với mức P/E kỳ vọng năm 2010 là 19,7 lần. Đây là mức P/E khá cao, nhưng nếu xét về tiềm năng tăng trưởng trung và dài hạn thì mức giá này không quá cao. BSI khuyến nghị nhà đầu tư có thể xem xét mua tích lũy cổ phiếu này ở mức giá dưới 28.000 đồng/cổ phiếu.

**Tuyên bố miễn trách nhiệm**

---

Báo cáo này được viết và phát hành bởi BSI. Các thông tin trong báo cáo được BSI xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng và mang tính hợp pháp, Tuy nhiên chúng tôi không chịu trách nhiệm về tính đầy đủ và độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này, Các ý kiến, dự báo chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích BSI. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

*Bản quyền © 2010 Công ty CP chứng khoán BETA*

**PHÒNG PHÂN TÍCH - ĐẦU TƯ**

Điện thoại: (84-8) 3826 8999 – Ext: 942