

20 Tháng Tư 2011

**Trương Vĩnh An**, Chuyên viên cao cấp  
[an.truong@vcsc.com.vn](mailto:an.truong@vcsc.com.vn)  
 +84 3 3814 5588, ext 143

## THÊM VÀO

**Giá mục tiêu VND56.000**  
**Tỉ lệ tăng giá 18%**

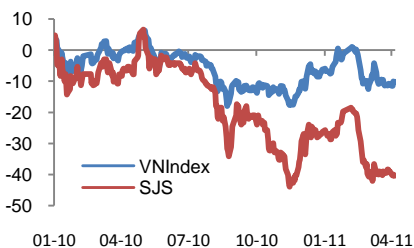
## Ngành Bất Động Sản

### Các thông số chính

Giá @ 20/04/2011	47.600
Giá mục tiêu	56.000
Tỉ lệ tăng đến giá mục tiêu	18%
Thấp nhất 52-tuần	45.970
Cao nhất 52-tuần	87.420
Giá trị GD bình quân 30 ngày	177.611
Số lượng cổ phiếu lưu hành	100.000.000
Giá trị vốn hóa (Tỷ đồng)	4.760
Giá trị vốn hóa (Triệu USD)	226,6
Sở hữu nước ngoài	32,3%

Chỉ số định giá	2009	2010	2011F
EPS (đồng)	8.907	4.570	7.485
Tăng trưởng EPS	1,99	-0,48	0,63
P/E	5,3x	10,4x	6,4x
P/B	2,2x	2,2x	1,8x
EV/EBITDA	4,9x	5,3x	2,7x
ROE	0,40	0,21	0,29
ROIC	0,30	0,16	0,26
Nợ/Vốn CSH	0,28	0,75	0,23
Suất sinh lợi cổ tức	0,03	0,04	0,04

Biến động giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối %	(12.8)	(17.6)	(34.4)
Tương đối %	(9.4)	(18.6)	(24.4)



### Cơ cấu cổ đông

Nhà nước (TCT Sông Đà)	31,3%
Nước ngoài	32,3%
Khác	36,4%

## Điểm sáng trong ngành bất động sản

Cho đến nay SJS có lẽ là một trong những cổ phiếu quen thuộc nhất đối với cả nhà đầu tư tổ chức và cá nhân vì tính thanh khoản cao và cũng như giá trị tài sản lớn. Nhiều nhà đầu tư đánh giá SJS là cổ phiếu giá trị hấp dẫn bởi chênh lệch đáng kể giữa giá trị thị trường của tài sản khoảng 18,8 ngàn tỷ đồng và giá trị vốn hóa của công ty chỉ khoảng 5 ngàn tỷ. Mặc dù chúng tôi không phủ nhận SJS là cổ phiếu hấp dẫn nhưng kì vọng tăng giá đối với cổ phiếu này theo tính toán của chúng tôi chỉ ở mức 18% vì chúng tôi ước tính giá trị tài sản ròng (NAV) của công ty là 5,6 ngàn tỷ đồng, tương đương 56.000 đồng/cổ phiếu.

Về cơ bản, SJS vẫn có những tiêu điểm đầu tư đáng chú ý sau:

- (1) 280ha đất sạch, sẵn sàng bán tại khu Nam An Khánh với diện tích đất thương mại khoảng 90ha.
- (2) Nhà đầu tư BĐS dày dặn kinh nghiệm – SJS đã gặt hái nhiều thành công qua các dự án trong quá khứ, điển hình là dự án phát triển khu đô thị Mỹ Đình. Trong năm 2010, SJS đã thoái vốn tại dự án biệt thự bờ biển tại Đà Nẵng, và chúng tôi cho rằng đây là quyết định đúng lúc trước tình hình thị trường bất động sản Đà Nẵng đang có chiều hướng đóng băng.
- (3) Tầm nhìn chiến lược và khả năng mở rộng quỹ đất. Mặc dù chỉ định giá dựa trên những bất động sản công ty đang sở hữu nhưng chúng tôi cho rằng SJS có khả năng gia tăng giá trị thông qua việc mua lại và phát triển thêm các quỹ đất và dự án trong tương lai. Trước đây, SJS đã mua đất tại Mỹ Đình, và sau đó là An Khánh – cả hai đều là những khu vực dân cư chiến lược. Năm ngoái, chúng tôi được biết SJS đã mua lại một dự án tại Phố Nối-Hưng Yên với mức lợi nhuận gộp ước tính khoảng 500 tỷ.

Tuy nhiên, vẫn có những rủi ro nhất định mà nhà đầu tư cần cân nhắc:

- (1) Giá trị đất không thể chuyển thành tiền mặt trong thời gian ngắn. Trên thực tế, kế hoạch bán đất tại dự án Nam An Khánh kéo dài hơn 10 năm, do đó sẽ khiến cho giá trị hiện tại của dự án này thấp hơn nhiều.
- (2) Bong bóng bất động sản hiện nay tại Hà Nội hình thành từ việc giá đất tăng vọt trong vòng hơn 1 năm qua, một phần vì chính sách tài khóa nới lỏng trong năm 2010 đã bơm một lượng tiền lớn vào nền kinh tế Hà Nội.
- (3) Giá đất cao tại khu An Khánh có thể sẽ không duy trì được như hiện nay khi SJS và các công ty bất động sản khác bắt đầu tung ra thị trường nhiều sản phẩm hơn, vì giá đất được đẩy lên cao một phần do nguồn cung hạn chế từ trước đến nay.

Khi tiến hành định giá công ty, chúng tôi đã thực hiện những điều chỉnh cần thiết để bù đắp các rủi ro nêu trên. Kết quả giá trị tài sản ròng (NAV) của SJS được xác định là 5.616 tỷ đồng, tương đương NAV trên mỗi cổ phiếu là 56.000 đồng, cao hơn 18% so với giá thị trường hiện tại. Ngoài ra, SJS có thể sẽ ghi nhận lợi nhuận cao trong năm 2011 với lợi nhuận ròng theo ban lãnh đạo công ty ước tính là 696 tỷ đồng và theo chúng tôi dự báo là 825 tỷ đồng, tương ứng mức tăng trưởng EPS từ 38%-63%, và theo đó PER 2011 sẽ là 6,4x – 7,5x. Trên cơ sở mức định giá khá tốt về PE cũng như NAV, cộng với mức tăng trưởng EPS mạnh trong năm nay, chúng tôi đưa ra mức khuyến nghị **THÊM VÀO** cho SJS – mức khuyến nghị mà chúng tôi rất ít áp dụng cho các cổ phiếu bất động sản trong thời điểm hiện tại.

## Lợi nhuận năm 2010 giảm 35% so với năm 2009, và thấp hơn 30% so với kế hoạch

Năm 2010, SJS chỉ đạt doanh thu 1.016 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế (LNTT) 611 tỷ đồng. Công ty đã không đạt kế hoạch LNTT 1.000 tỷ đồng như ban lãnh đạo đề ra vào đầu năm. Nguyên nhân là công ty hầu như không bán sản phẩm nào (nhà, đất) trong năm 2010 và doanh thu 2010 chủ yếu đến từ doanh thu chưa ghi nhận trong năm 2009 từ việc bán 26ha đất ở Nam An Khánh. SJS đã không thể bán đất tại khu vực này là do sự thay đổi trong quy hoạch phát triển của khu vực phía Tây Hà Nội. Khi Hà Tây sáp nhập vào Hà Nội trong năm 2009, nhiều dự án ở phía Tây, như dự án Nam An Khánh, được yêu cầu phải điều chỉnh quy hoạch để phù hợp với quy hoạch tổng thể trong năm 2010. SJS đã thay đổi quy hoạch phát triển dự án Nam An Khánh và công ty hi vọng sẽ được lãnh đạo thành phố Hà Nội phê duyệt trong 1 hoặc 2 tháng tới. Sau khi được phê duyệt, SJS sẽ có thể bắt đầu bán đất ở Nam An Khánh trở lại.

Trong năm 2010, SJS đã công bố 3 dự án và mua đất tại (1) Hòa Hải - Đà Nẵng với vốn đầu tư 1.010 tỷ đồng, (2) Phố Nối - Hưng Yên: 220 tỷ đồng, và (3) Trường Lưu - HCM: 168 tỷ đồng. Công ty đã sang nhượng dự án thứ nhất tại Đà Nẵng trong quý 1/2011, thu về khoảng 100 tỷ đồng lợi nhuận. Mặc dù dự án này đem lại lợi nhuận không cao nhưng chúng tôi nghĩ rằng việc bán được dự án là một động thái tốt trong bối cảnh thị trường bất động sản Đà Nẵng đang nguội dần và xu hướng xây dựng các biệt thự sang trọng bên bờ biển không còn thịnh hành nữa. SJS dường như đã nhận ra sự thay đổi của thị trường đúng lúc.

Dự án thứ hai là Phố Nối- Hưng Yên cách Hà Nội khoảng 26km. Khu đất 100 ha này sẽ được phát triển thành khu dân cư với sản phẩm chính là nhà phố và biệt thự. Công ty dự định sẽ bắt đầu bán 10 ha (trong tổng diện tích 40ha) đất thương mại của dự án này vào đầu quý 2.

## Mục tiêu doanh thu năm 2011 là 3.500 tỷ đồng và lợi nhuận ròng là 696 tỷ đồng, tăng trưởng EPS 38%

SJS đặt mục tiêu doanh thu năm 2011 là 3.500 tỷ đồng và lợi nhuận ròng là 696 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng mục tiêu này có thể thực hiện được và thậm chí SJS có thể sẽ hoàn thành vượt kế hoạch đề ra với lợi nhuận trước thuế 1.100 tỷ đồng và lợi nhuận ròng 825 tỷ đồng, vượt kế hoạch khoảng 19%.

<b>Doanh thu 2011</b>	<b>3.500</b>	<b>LNTT 2011</b>	<b>1.100</b>
Đà Nẵng	1.088	Đà Nẵng	133
Nam An Khánh	1.500	Nam An Khánh	600
Phố Nối	600	Phố Nối	180
Văn La – Văn Khê /dự án khác	312	Văn La – Văn Khê /dự án khác	187

Nếu đúng như chúng tôi dự báo, SJS sẽ tăng trưởng lợi nhuận 80% trong năm 2011, và giả sử tỷ lệ pha loãng cổ phiếu là 10%, EPS có thể tăng trưởng khoảng 63%. Ngay cả trong

trường hợp kết quả kinh doanh chỉ đạt như dự báo của công ty, EPS vẫn có thể tăng trưởng khoảng 38%.

## Định giá

Để phản ánh chi phí vốn qua các năm và những rủi ro về bong bóng giá bất động sản, chúng tôi đã áp dụng các bước sau trong quá trình định giá:

- (1) Giá trị của tất cả các dự án được tính bằng phương pháp Chiết khấu dòng tiền (DCF) để phản ánh hết chi phí vốn mà cổ đông phải chịu trong những năm SJS xây dựng dự án và bán sản phẩm. Phương pháp này phản ánh tốt hơn giá trị tài sản mà cổ đông nên trả cho công ty chứ không phải là giá thị trường của tài sản. Thực tế, nhà đầu tư đang mua SJS chứ không phải mua đất theo giá thị trường.
- (2) Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu từ 20% - 30% đối với giá đất ở tất cả các dự án của SJS tại Hà Nội để tính đến rủi ro giá có thể giảm mạnh trong tương lai do thị trường bất động sản đóng băng hoặc khi nguồn cung tăng.

Khi tính toán giá trị tài sản ròng của công ty, chúng tôi chỉ đưa vào những tài sản có tính thanh khoản cao như tiền mặt, các khoản đầu tư ngắn hạn và khoản phải thu cộng với giá trị đất theo mô hình DCF. Kết quả NAV là 5.616 tỷ đồng, tương đương NAV trên mỗi cổ phiếu 56.000 đồng.

Giá trị tài sản ròng	Tỷ đồng
Tổng giá trị đất theo DCF	5.484
Tài sản có thanh khoản cao @ 31/12/2010	889
Tiền mặt	699
Đầu tư ngắn hạn	80
Khoản phải thu	110
Tiền thu được từ việc chuyển nhượng dự án	
Đà Nẵng (*)	1.088
<b>Tổng tài sản có thanh khoản cao</b>	<b>8.351</b>
Nợ phải trả	2.735
<b>Giá trị tài sản ròng</b>	<b>5.616</b>
Số cổ phiếu đang lưu hành	100.000.000
<b>NAV/cổ phiếu</b>	<b>56.156</b>

(\*) Vì SJS bán dự án Đà Nẵng trong quý 1/2011 nên tiền thu về sẽ xuất hiện trên bảng cân đối kế toán ngày 31/3/2011

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích đất (m2)	Diện tích thương mại	Giá DCF @ 20% WACC
<b>Đang chào bán</b>				
Khu đô thị Nam An Khánh	100%	2.810.000	623.700	4.100
Văn La – Văn Khê - Hà Đông	100%	120.000	47.000	750
Khu đô thị Trần Hưng Đạo - Hòa Bình	100%	240.000	120.000	79
Khu đô thị Long Tân – Đồng Nai	100%	650.000		
<b>Mua trong năm 2010</b>				
Đà Nẵng	100%	133.000	53.200	
Phố Nối- Hưng Yên	60%	1.000.000	400.000	438
Trường Lưu - HCM	60%	189.000	73.188	118
<b>Tổng</b>		<b>17.380.000</b>		<b>5.484</b>

Giá trị tài sản ròng của công ty là 5.616 tỷ đồng, tương đương NAV trên mỗi cổ phiếu là 56.000 đồng, cao hơn 18% so với giá thị trường hiện tại. Ngoài ra, SJS có thể sẽ ghi nhận lợi nhuận tích cực trong năm 2011 với lợi nhuận ròng theo ban lãnh đạo công ty ước tính là 696 tỷ đồng và theo chúng tôi dự báo là 825 tỷ đồng, tương ứng EPS tăng trưởng 38%-63%, và theo đó PER 2011 sẽ là 6,4x – 7,4x. Trên cơ sở mức định giá khá tốt về PE cũng như NAV, cộng với mức tăng trưởng EPS mạnh trong năm nay, chúng tôi đưa ra mức khuyến nghị THÊM VÀO cho SJS – mức khuyến nghị mà chúng tôi rất ít áp dụng cho các cổ phiếu bất động sản trong thời điểm hiện tại.

## SJS: Bảng tóm tắt tài chính

KQKD (tỷ đồng)	2008	2009	2010	2011F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>314</b>	<b>1.115</b>	<b>1.017</b>	<b>3.500</b>
Giá vốn hàng bán	-122	-405	-346	-1.702
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>192</b>	<b>709</b>	<b>671</b>	<b>1.298</b>
Chi phí bán hàng	-1	-1	-3	-10
Chi phí QLDN	-30	-37	-49	-145
<b>Lợi nhuận thuần HĐKD</b>	<b>161</b>	<b>671</b>	<b>618</b>	<b>1.143</b>
Doanh thu tài chính	0	0	0	0
Chi phí lãi vay	-3	-5	-2	-70
Lợi nhuận khác	15	201	-5	27
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>173</b>	<b>866</b>	<b>611</b>	<b>1.100</b>
Thuế TNDN	-54	-154	-154	-275
LNST	119	713	458	825
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	-1	-1
<b>LNST của cổ đông CT Mẹ</b>	<b>119</b>	<b>713</b>	<b>457</b>	<b>823</b>
<b>EBITDA</b>	<b>164</b>	<b>675</b>	<b>622</b>	<b>1.233</b>
<b>Khấu hao</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-90</b>
Tăng trưởng	2008	2009	2010	2011F
Tăng trưởng doanh thu	-55,6%	254,9%	-8,8%	195,1%
Tăng trưởng EBITDA	-49,9%	312,1%	-7,8%	98,2%
Tăng trưởng EBIT	-49,7%	316,3%	-7,9%	85,0%
Tăng trưởng LNST	-58,2%	499,4%	-35,8%	80,2%
Tăng trưởng EPS	-58,2%	199,7%	-48,7%	63,8%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	61,1%	63,6%	66,0%	43,3%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	37,8%	63,9%	44,9%	27,4%
EPS (VND)	2.972	8.907	4.570	7.485
DPS (VND)	28.712	22.056	21.779	26.161
Chỉ số	2008	2009	2010	2011F
<b>Chỉ số thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	0,70	1,35	0,42	0,75
CS thanh toán nhanh	0,48	1,17	0,30	0,42
Chỉ số khả năng sinh lợi				
ROE	10%	40%	21%	29%
ROA	7%	24%	10%	17%
ROIC	12%	30%	16%	26%
<b>Chỉ số hiệu quả hoạt động</b>				
Số ngày phải thu	164	20	113	46
Số ngày tồn kho	73	69	134	69
Số ngày phải trả	392	50	83	184
<b>Chỉ số đòn bẩy tài chính</b>				
Nợ/Vốn CSH	19%	28%	75%	23%
Nợ/Vốn sử dụng	16%	22%	43%	19%
Định giá	2008	2009	2010	2011F
Tại giá thị trường	47.600	47.600	47.600	47.600
P/E	16,0	5,3	10,4	6,4
P/B	1,7	2,2	2,2	1,8
EV/EBITDA	20,0	4,9	5,3	2,7
Tỷ suất sinh lợi cổ tức	3%	3%	4%	4%
Tại giá mục tiêu	56.000	56.000	56.000	56.000
P/E	18,8	6,3	12,3	7,5
P/B	2,0	2,5	2,6	2,1
EV/EBITDA	25,2	6,1	6,6	3,3

CBKT (tỷ đồng)	2008	2009	2010	2011F
Tiền và tương đương	9	708	163	120
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	84	8	8
Các khoản phải thu	141	62	316	379
Hàng tồn kho	24	77	127	322
Tài sản ngắn hạn khác	44	61	80	80
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>219</b>	<b>992</b>	<b>694</b>	<b>909</b>
Tài sản dài hạn	1.037	1.720	3.155	3.305
Khấu hao lũy kế	-8	-10	-13	-103
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	343	295	632	632
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>1.372</b>	<b>2.006</b>	<b>3.774</b>	<b>3.834</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>1.591</b>	<b>2.999</b>	<b>4.467</b>	<b>4.743</b>
Vay và nợ ngắn hạn	87	0	1.150	178
Phải trả ngắn hạn	131	56	79	859
Phải trả ngắn hạn khác	95	678	413	180
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>312</b>	<b>734</b>	<b>1.642</b>	<b>1.217</b>
Vay và nợ dài hạn	130	500	500	500
Phải trả dài hạn	0	0	140	140
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>443</b>	<b>1.234</b>	<b>2.281</b>	<b>1.857</b>
Vốn điều lệ	400	800	1.000	1.100
Thặng dư	200	218	219	219
Lợi nhuận chưa phân phối	549	746	959	1.559
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	8	8
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.148</b>	<b>1.765</b>	<b>2.186</b>	<b>2.886</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>1.591</b>	<b>2.999</b>	<b>4.467</b>	<b>4.743</b>
Lưu chuyển tiền tệ	2008	2009	2010	2011F
Lợi nhuận sau thuế	119	713	457	823
Khấu hao lũy kế	2	3	4	90
Điều chỉnh	-25	-68	1.432	0
Thay đổi vốn lưu động	-238	-363	-1.097	289
<b>Tiền từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>-142</b>	<b>285</b>	<b>797</b>	<b>1.202</b>
Tăng (giảm) TSCĐ	0	2	0	0
Đầu tư TSCĐ	-4	-15	-1.838	-150
Tăng (giảm) đầu tư	0	0	0	0
Các hoạt động đầu tư khác	-5	157	-743	0
<b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>-10</b>	<b>144</b>	<b>-2.581</b>	<b>-150</b>
Cổ tức đã trả	-119	-60	-50	-123
Tăng (giảm) vốn	-27	46	139	0
Thay đổi nợ ngắn hạn	0	0	0	0
Thay đổi nợ dài hạn	185	284	1.150	0
Các hoạt động tài chính khác	0	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động tài chính</b>	<b>39</b>	<b>270</b>	<b>1.239</b>	<b>-1.095</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>-113</b>	<b>699</b>	<b>-545</b>	<b>-43</b>

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Trương Vĩnh An, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của tôi về công ty này. Tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

## Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>THÊM VÀO</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>NĂM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>GIẢM</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Báo cáo phân tích cổ phiếu vốn hóa nhỏ:** bao gồm các cổ phiếu có vốn hóa dưới 50 triệu USD. Chúng tôi xin lưu ý rằng các báo cáo này có thể gián đoạn, không liên tục, và VCSC có thể ngưng theo dõi các công ty có vốn hóa nhỏ mà không cần báo trước.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



## Lịch sử các khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
20/04/2011	Thêm vào	47.600	56.000

## Liên hệ

### Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam  
T : +84 8 3914 3588 F: +84 8 3914 3209

### Chi nhánh Hà Nội

18 Ngô Quyền, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
T : (84) 4 6262 6999 F : (84) 4 6278 2688

### Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM  
T: (84) 8 3914 3588 F: (84) 8 3914 3209

### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM  
T: (84) 8 3914 3588 F: (84) 8 3821 6186

### Phòng Phân tích

#### Giám đốc Phân tích

Marc Djandji, M.Sc., CFA, ext 116  
[marc.djandji@vcsc.com.vn](mailto:marc.djandji@vcsc.com.vn)

#### Phòng Phân tích

+84 8 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**Trưởng phòng,** Hoàng Thị Hoa, ext 146

**CV cao cấp,** Trương Vĩnh An, ext 143

**CV cao cấp,** Đinh Thị Như Hoa, ext 140

**CV cao cấp,** Phạm Cẩm Tú, ext 120

**Chuyên viên,** Vũ Thanh Tú, ext 105

**Chuyên viên,** Hoàng Hương Giang, ext 142

**Chuyên viên,** Nguyễn Thị Ngọc Lan, ext 147

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

#### Nước ngoài

Michel Tosto  
+84 8 3914 3588, ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

#### Trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 8 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng môi giới khách hàng trong nước

#### Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 8 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Hà Nội

Lê Đức Cường  
+84 4 6262 6999, ext 333  
[cuong.le@vcsc.com.vn](mailto:cuong.le@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.