

Ngày 23 tháng 05 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

info@vdsc.com.vn

Phòng Phân tích & Tư vấn đầu tư

Nhóm phân tích cơ bản

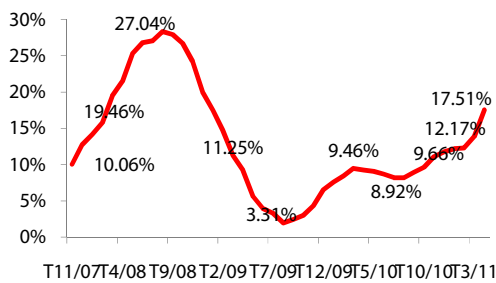
Báo cáo chuyên đề nghiên cứu

phan_tich@vdsc.com.vn

CỔ PHIẾU TRIỂN VỌNG 2011

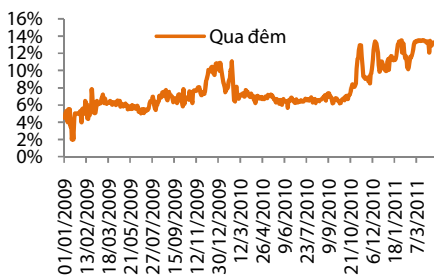
TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM NĂM 2011

Diễn biến chỉ số CPI theo năm



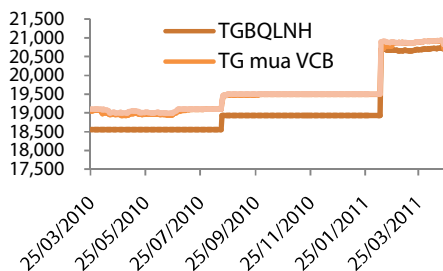
Nguồn: GSO

Diễn biến lãi suất liên ngân hàng



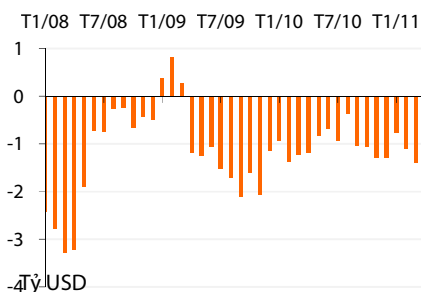
Nguồn: SBV

Diễn biến tỷ giá trong thời gian qua



Nguồn: SBV, Vietcombank

Diễn biến nhập siêu trong thời gian qua



Nguồn: GSO

Điểm lại kinh tế quý 1/2011

Xu hướng lạm phát cuối năm 2010 tiếp tục kéo dài sang đầu năm 2011 với mức độ trầm trọng hơn. CPI 4 tháng đầu năm 2011 tăng đến 9,64% một phần do giá nguyên – nhiên liệu thế giới tăng cao và phần còn lại chủ yếu do các yếu tố nội tại của nền kinh tế (cung tiền tăng nhanh trong nhiều năm, đầu tư kém hiệu quả cộng với việc điều chỉnh giá của các mặt hàng cơ bản vào đầu năm của Chính phủ...).

Trong bối cảnh đó, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết 11 với trọng tâm chống lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô bằng cách thắt chặt tiền tệ và tài khóa: kiểm chế tăng trưởng tín dụng dưới mức 20% và tăng trưởng cung tiền ở mức 15% - 16%; cắt giảm đầu tư công và giảm bội chi ngân sách.

Trên cơ sở đó, NHNN đã 4 lần tăng lãi suất tái cấp vốn (hiện đạt 14%) và 3 lần tăng lãi suất tái chiết khấu (13%), đồng thời kết hợp hút tiền trong lưu thông thông qua thị trường mở. Kết quả là cung tiền thắt chặt, mặt bằng lãi suất tăng cao làm chậm đà tăng trưởng tín dụng. Đồng thời, để tăng thêm sức mạnh cho chính sách tiền tệ, NHNN đã có những bước đi nhằm giảm tình trạng đô la hóa – vàng hóa trong nền kinh tế. Sau khi điều chỉnh tỷ giá cho phù hợp với tình hình thực tế, NHNN đã hạn chế hơn đối tượng được vay USD và tăng dự trữ bắt buộc USD nhằm giảm nhu cầu đối với đồng USD, sau đó giảm lãi suất tiền gửi USD nhằm khuyến khích người dân chuyển tiết kiệm từ USD sang VND. Đối với vàng, NHNN đã yêu cầu các NHTM dừng huy động – cho vay vàng, từng phần đẩy vàng ra khỏi hệ thống lưu thông và khuyến khích người dân chuyển từ nắm giữ vàng sang VND, tương tự như với USD.

Riêng chính sách tài khóa, sau khi có chủ trương cắt giảm ngân sách, một vài số liệu cắt giảm các dự án đầu tư đã xuất hiện nhưng kết quả cuối cùng vẫn chưa hiện diện và hiệu quả của việc cắt giảm tài khóa cần phải xem xét khi có số liệu cụ thể hơn.

Triển vọng kinh tế

Căn cứ trên các chính sách được thực hiện trong thời gian qua và những diễn biến thực tế gần đây, có thể kỳ vọng lạm phát kể từ tháng 5 trở đi sẽ bắt đầu tăng chậm lại và dần dần ổn định. Với chính sách vĩ mô chủ đạo trong năm 2011 là kiểm chế lạm phát và ổn định vĩ mô, có thể kỳ vọng việc cung tiền được nới lỏng trở lại ngay sau khi lạm phát có dấu hiệu chậm lại và ổn định như trong giai đoạn nửa cuối năm 2010 là khó có thể xảy ra. Như vậy, mặt bằng lãi suất sẽ vẫn duy trì ở mức cao như hiện nay và nếu có thì chỉ giảm nhẹ khi lạm phát giảm. Về tổng thể nền kinh tế, với chính sách ổn định hiện tại, kinh tế sẽ không tăng trưởng nhanh như năm 2010 và kì vọng sẽ vào khoảng 6% cho năm nay.

-

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**Lựa chọn ngành và công ty**

Lạm phát tăng cao sẽ ảnh hưởng đến chi phí sản xuất của doanh nghiệp, trong khi không phải doanh nghiệp nào cũng có thể điều chỉnh giá đầu ra tương ứng, nhất là trong bối cảnh tổng cầu của nền kinh tế giảm.

Với việc thắt chặt tiền tệ, nhất là tín dụng lĩnh vực phi sản xuất, các ngành nghề sẽ bị ảnh hưởng mạnh là bất động sản và tài chính, gồm ngân hàng và chứng khoán. Lãi suất cao sẽ ảnh hưởng đến các ngành có tỷ trọng vay nợ/vốn cao. Chính sách thắt chặt tài khóa, cắt giảm đầu tư công sẽ ảnh hưởng đến các ngành phụ thuộc vào các công trình đầu tư cơ bản, như xây dựng và vật liệu xây dựng. Bên cạnh những khó khăn về lãi suất, các doanh nghiệp xây dựng phải chịu chi phí tăng do giá nguyên vật liệu như sắt thép, xi măng tăng, đồng thời nhu cầu từ các dự án bất động sản và đầu tư cơ bản giảm. Và với sự tác động dây chuyền, đến lượt các doanh nghiệp vật liệu xây dựng cũng gặp khó khăn do nguồn cầu giảm, chi phí nhiên liệu tăng cao và cơ cấu nợ vay khá cao.

Trong bối cảnh khó khăn chung, một số ngành vẫn có thể duy trì được mức lợi nhuận ổn định và tăng trưởng so với năm trước. Đó là các ngành có khả năng điều chỉnh giá đầu ra tốt hơn giá đầu vào, có thị trường ổn định không phụ thuộc vào chính sách giảm tổng cầu của Chính phủ. Nhóm ngành này tập trung chủ yếu ở nhóm ngành xuất khẩu và nguyên liệu cơ bản.

Trong phạm vi bản báo cáo này, chúng tôi chọn giới thiệu với quý vị nhà đầu tư những doanh nghiệp nằm trong danh sách khuyến cáo đầu tư mà đảm bảo các tiêu chí sau:

- Có nền tảng hoạt động kinh doanh ổn định, cơ bản tốt.
- Kết quả kinh doanh năm 2011 ổn định hoặc tăng trưởng tốt so với năm 2010.

Ngoài ra, một số doanh nghiệp quý vị cũng có thể quan tâm và được chúng tôi xếp vào nhóm cơ hội khi đáp ứng các tiêu chuẩn sau:

- Hoạt động kinh doanh có khả năng hồi phục tốt sau giai đoạn khó khăn hiện tại.
- Trong thời gian chờ đợi kinh tế phục hồi, hoạt động kinh doanh không bị tổn hại nhiều bởi hiện trạng kinh tế.

DANH SÁCH KHUYẾN CÁO ĐẦU TƯ

Mã CK	Giá mục tiêu	Lý do	Rủi ro	Mục đích đầu tư	
VNM	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
PGD	61.000	Sản lượng khí phân phối tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2011	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

DPM	41.200	Giá phân bón đứng ở mức cao Sản lượng tăng nhẹ so với năm 2010	Biến động tỷ giá, giá lúa gạo và giá dầu sẽ ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận Khả năng thừa cung khi các nhà máy sản xuất phân đạm đi vào hoạt động từ năm 2012	Trung hạn	Giá trị
HPG	42.700	Sản lượng tăng do Khu liên hợp hoạt động hết công suất trong năm 2011 Dây chuyền sản xuất có chiều sâu	Tỷ suất lợi nhuận phụ thuộc vào biến động giá thép thế giới 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	Trung hạn	Tăng trưởng
PGS	25.800	Sản lượng tăng mạnh do sản phẩm CNG đang trong giai đoạn mở rộng thị trường Giá dầu tăng giúp PGS điều chỉnh tăng giá bán với khách hàng, giúp bù trừ phần giá đầu vào tăng	Giá bán LPG và CNG phụ thuộc nhiều vào giá dầu Khả năng tăng sản lượng CNG phụ thuộc vào khả năng mở rộng khách hàng	Trung hạn	Tăng trưởng
PHR	41.700	Giá cao su tăng mạnh giúp lợi nhuận PHR tăng mạnh	Tăng trưởng lợi nhuận phụ thuộc vào giá cao su thế giới, phụ thuộc 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	Ngắn hạn	Giá trị
EIB	20.600	Tốc độ tăng trưởng tài sản nhanh ROE ngày càng cải thiện	Phụ thuộc vào chính sách tiền tệ và khả năng tăng trưởng của nền kinh tế	Trung – dài hạn	Tăng trưởng
KLS	13.000	Tiền mặt chiếm phần lớn trong cơ cấu tài sản Tỷ lệ thị giá/tiền chưa đến 1,0 (x)	Tâm lý e ngại đối với cổ phiếu công ty chứng khoán trong giai đoạn khó khăn hiện tại	Trung hạn	Cơ hội
SJS	38.000	Có quỹ đất thương mại lớn và có giá trị lớn, kể cả trong trường hợp thị trường bất động sản Hà Nội suy giảm so với hiện tại Khả năng tích lũy quỹ đất và dự án mới ấn tượng	Lợi nhuận năm 2011 phụ thuộc nhiều vào dự án Nam An Khánh, đang đợi điều chỉnh quy hoạch để có thể tiến hành bán sản phẩm Thị trường bất động sản đang trong giai đoạn khó khăn và riêng thị trường Hà Nội có dấu hiệu bong bóng khi giá đứng ở mức cao	Trung – Dài hạn	Giá trị

MCK: VNM (HSX)

MUA

DÀI HẠN

ĐỊNH GIÁ

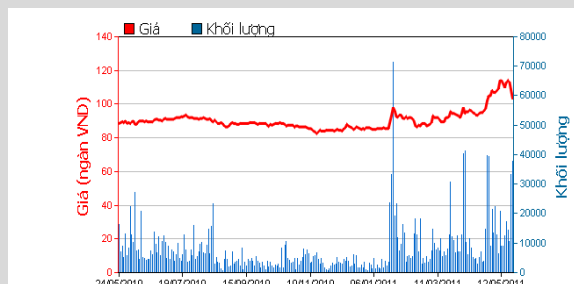
128.400

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 20/05/11) (VND)	108.000
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	114.000*
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	82.500*
Số CP đang lưu hành	356.496.870
KLGDBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	145.936
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	38.502
P/E (2010) (x)	10,6
Forward P/E (2011) (x)	10,1
P/BV (31/3/2011) (x)	4,3

* Giá điều chỉnh

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2009	2010	2011KH	2011F
DT	10.614	15.753	20.364	20.364
LNTT	2.731	4.251	4.309	4.725
LNST	2.376	3.616	3.585	3.930
VBL	3.513	3.531	5.508	3.672(*)
VCSH	6.456	7.964		12.218
TTS	8.482	10.773		15.027
ROA (%)	28,0	33,6		26,2
ROE (%)	36,8	45,4		32,2
EPS (VND)	6.769	10.251		10.703
GTSS (VND)	18.378	22.562		33.273
Cổ tức (%)	30	40	30	30

(*) Chưa tính đến việc chia thưởng cổ tức 2:1

Nguồn: BCTC_VNM và RongViet Securities ước tính

CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM

HÀNG TIÊU DÙNG – THỰC PHẨM ĐỒ UỐNG

Tăng trưởng mạnh mẽ qua nhiều giai đoạn thị trường thăng trầm và hoạt động kinh doanh rủi ro thấp là điểm hấp dẫn của VNM. Do vậy, VNM thường được định giá tương đối cao so với thị trường chung và với cơ cấu cổ đông là các tổ chức đầu tư dài hạn nên giá giao dịch ít biến động khiến nhà đầu tư ngắn hạn ít quan tâm. Tuy nhiên, với tỷ suất lợi nhuận vượt trội, tiềm năng tăng trưởng lớn, VNM có thể là một trong những lựa chọn an toàn cho đầu tư dài hạn. Bên cạnh đó, việc chia thưởng cổ phiếu trong năm nay sẽ tiếp tục giúp cải thiện tính thanh khoản của VNM.

Mặc dù chiếm thị phần khá lớn ở một số phân khúc nhưng sự tăng trưởng của Vinamilk vẫn rất mạnh mẽ. Thương hiệu Vinamilk cũng như những nền tảng mà Công ty đã xây dựng trước đây giúp đà tăng trưởng của Công ty ngày càng bền vững. Nhóm sản phẩm chủ lực sữa nước đã tăng trưởng 55%, sữa bột tăng 56% và sữa chua ăn tăng 60%. Chương trình người Việt dùng hàng Việt cũng góp phần trong sự tăng trưởng này.

VNM đang thể hiện hướng đầu tư chiều sâu vào các sản phẩm sữa sau một thời gian không đạt được mong đợi với chiến lược đa ngành (sữa – bia – café). Sau khi đã bán lại vốn góp trong liên doanh sản xuất bia với SABMiller, năm 2010, VNM cũng đã hoàn tất bán nhà máy cà phê cho Trung Nguyên. Trong năm qua, VNM đã giải ngân khoảng 1.680 tỷ đồng đầu tư cho nhiều dự án xây dựng nhà máy như nhà máy sữa Mega Bình Dương, nhà máy sữa bột Dielac 2, nhà máy sữa Đà Nẵng, nhà máy sữa bột Miraka tại New Zealand (VNM 19,3%), mua lại toàn bộ công ty sữa Lam Sơn và F&N Việt Nam. Trong đó, nhà máy sữa Việt Nam (Mega Bình Dương) sản xuất sữa nước có mức tự động hóa cao với tổng đầu tư 2.527 tỷ đồng, cùng với dự án đầu tư chiều sâu trang trại bò sữa 3.501 tỷ được xem là trọng tâm chiến lược trước bối cảnh cạnh tranh có tiềm năng gia tăng trong thời gian tới. Các nhân tố mới như CTCP Thực Phẩm Sữa TH, sự tham gia 25% của Quỹ đầu tư Nhật Bản vào Nutifood... dự kiến sẽ tạo động lực cho cuộc chạy đua gia tăng năng lực, cải tiến công nghệ trong sản xuất sữa.

Kết quả kinh doanh quý I/2011 ấn tượng. Nổi tiếp thành công của năm 2010 với hoạt động kinh chính tăng trưởng 48,4% về doanh thu và ~20% về lợi nhuận (nếu xét cả 885 tỷ thu nhập bất thường từ bán nhà máy cà phê, tăng trưởng lợi nhuận lên đến 56%), doanh thu tiếp tục tăng trưởng 15% so với bình quân các quý năm 2010. Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên 33,3% so với 32,8% của năm 2010. Bên cạnh đó, lãi tiền gửi và trái tức tăng cũng giúp lợi nhuận sau thuế quý I đạt hơn 1.000 tỷ đồng.

Kế hoạch kinh doanh năm 2011 là hoàn toàn khả thi. Thị trường sữa vẫn “tò ra” tăng trưởng mạnh và ít chịu ảnh hưởng của những khó khăn kinh tế. Bên cạnh đó, nhà máy sữa bột Dielac 2 có thể đóng góp sản lượng từ đầu quý IV, do vậy, kế hoạch tăng trưởng 27,8% doanh thu và 26% lợi nhuận của năm 2011 là trong tầm tay, thậm chí lợi nhuận sau thuế có thể đạt tới con số ~4.000 tỷ đồng.

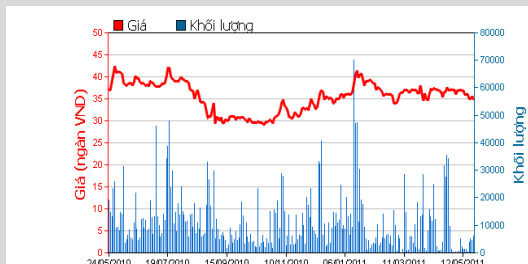
Rủi ro: Đối với VNM, điều chúng tôi quan ngại và khuyến nghị nhà đầu tư cần quan tâm theo dõi là khoản giải ngân 1.264 tỷ đồng vào dự án trang trại bò sữa trong năm nay, do hiệu quả của dự án nuôi bò các năm qua chưa thể hiện

rõ nét. Bên cạnh đó, sự hấp dẫn cực lớn của thị trường sữa Việt Nam với “sức mạnh nằm trong tay nhà sản xuất” khiến áp lực cạnh tranh trong dài hạn sẽ tăng cao.

MCK: PGD (HSX)**MUA****TRUNG HẠN****ĐỊNH GIÁ****61.000****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (@ 20/05/11) (VND)	35.600
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	39.723*
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	24.258*
Số CP đang lưu hành	42.862.230
KLGDBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	25.119
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.526
P/E (2010) (x)	5,9
Forward P/E (2011) (x)	4,5
P/BV (31/3/2011) (x)	2,0

* Giá điều chỉnh

Đồ thị giá 52 tuần

Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2009	2010	2011KH	2011F
DT	1.232,1	2.123,4	3.158,0	3.679,4
LNTT	239,8	289,3	172,0	447,8
LNST	197,8	216,9	129,0	335,8
VDL	330,0	428,6	428,6	428,6
VCSH	510,4	718,0		876,6
TTS	764,8	977,6		1.342,5
ROA (%)	26,0	22,2		25,0
ROE (%)	38,5	30,2		38,3
EPS (VND)	5.994	6.241		7.835
GTSS (VND)	15.466	16.751		20.452
Cổ tức (%)	33	30		30

Nguồn: BCTC_PGĐ và RongViet Securities ước tính

CTCP PHÂN PHỐI KHÍ THẤP ÁP DẦU KHÍ VIỆT NAM**TIỆN ÍCH CÔNG CỘNG - GAS**

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 dưới 6x là rất đáng xem xét.

Diễn biến giá dầu, giá điện tiếp tục tạo lợi thế so sánh cho sản phẩm khí thấp áp mà PGD phân phối. Giá các loại nhiên liệu đã tăng mạnh trở lại trong quý đầu năm, giá điện cũng đã tăng 15,32% và có khả năng sẽ tiếp tục tăng nữa. Chính vì vậy, mặc dù PGD vừa điều chỉnh tăng giá bán lên 7,02 USD/mmBTU trong quý I/2011 (tăng 18,4% so với năm 2010), việc sử dụng khí áp thấp vẫn tiết kiệm về giá thành trên dưới 40% cho các khách hàng công nghiệp. Bên cạnh đó, nhu cầu đang có xu hướng tăng trong điều kiện nguồn cung điện thiếu ổn định.

Tài chính dồi dào, cơ cấu vốn an toàn, tỷ suất sinh lời hấp dẫn. Khoản mục tiền mặt xấp xỉ 500 tỷ trên bảng cân đối kế toán là điều mơ ước của nhiều công ty có vốn điều lệ tương đương PGD. Chính vì vậy, PGD không phải sử dụng đến nợ vay. Dù không dùng tới đòn bẩy, tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) của PGD vẫn luôn ở mức trên 30% trong ba năm qua. Tỷ suất lợi nhuận gộp ~20% (năm 2010) được xem là cao đối với lĩnh vực phân phối. Một điểm cần lưu ý là tỷ suất này sụt giảm mạnh 2 năm qua do giá khí đầu vào tăng mạnh hơn giá khí đầu ra.

Các dự án mở rộng sẽ giúp PGD tiếp tục tăng doanh thu trong thời gian tới. Hai dự án xây dựng hệ thống phân phối khí thấp áp cho các KCN Nhơn Trạch và KCN Hiệp Phước – Long Hậu sắp hoàn thành vào đầu quý III, sẽ giúp tăng năng suất cung cấp thêm 390 triệu m³/năm, quan trọng hơn là giúp gia tăng thêm số lượng khách hàng và sản lượng tiêu thụ tại các khu vực này. Sản lượng dự kiến tăng thêm trong năm 2011 vào khoảng 100 triệu m³. Bên cạnh đó, khách hàng chủ chốt Vedan dự kiến tăng mạnh nhu cầu trong năm. Do vậy, kế hoạch sản lượng 611,6 triệu m³ trong năm nay là hoàn toàn khả thi.

Kết quả kinh doanh năm 2011 dự kiến sẽ ở mức cao.

Quý 1/2011, PGD công bố kết quả kinh doanh ấn tượng với doanh thu đạt 722 tỷ đồng (22,9% KH) và LNST đạt 108 tỷ (84% KH), trong đó, tỷ suất lợi nhuận gộp tăng và ở mức 24,3% nhờ tăng giá đầu ra cao hơn giá đầu vào. Tuy nhiên, dự báo cho cả năm 2011, PGD khó duy trì tỷ suất lợi nhuận này do việc tăng giá đầu vào chỉ mới được thực hiện vào cuối quý nên không phản ánh hết vào kết quả kinh doanh.

Năm 2011, PGD đặt kế hoạch tiêu thụ 611,6 triệu m³ và doanh thu tương ứng đạt 3.158 tỷ đồng. Như phân tích ở trên, với hai dự án hệ thống ống dẫn khí dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong năm nay nên chúng tôi cho rằng PGD sẽ hoàn thành được kế hoạch sản lượng. Với việc điều chỉnh giá gas bình quân bán cho khách hàng, doanh thu dự phóng năm 2011 của PGD sẽ vào khoảng 3.386,8 tỷ đồng, đạt 107,3% kế hoạch. Tỷ suất lợi nhuận gộp dự phóng thận trọng cho cả năm 2011 là gần 18% (năm 2010 là 20% và quý 1/2011 là 24%),

dự kiến LNST cả năm vào khoảng 264,2 tỷ (tăng 21,8% so với năm 2010), tương đương mức EPS 6.163 đ/cp.

Rủi ro quan trọng mà nhà đầu tư cần lưu ý vẫn là rủi ro PVGas tăng giá khí đầu vào nhiều hơn dự kiến (20% trong năm nay) và tỷ suất lợi nhuận gộp tiếp tục thu hẹp qua các năm. Một điểm khác cũng cần theo dõi là dòng tiền hoạt động sụt giảm trong hai năm gần đây và bị âm trong năm 2010 do Công ty tăng sử dụng vốn lưu động.

MCK: DPM (HSX)

CTCP PHÂN ĐẠM VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ

MUA

TRUNG HẠN

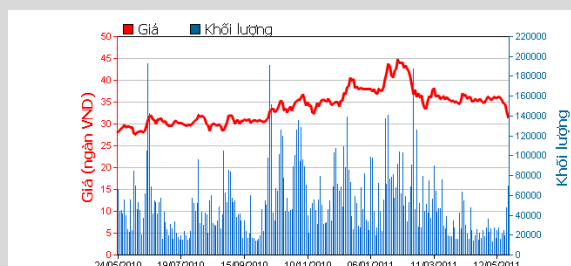
ĐỊNH GIÁ

41.200

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 20/05/11) (VND)	32.800
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	44.700
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	27.600
Số CP đang lưu hành	377.647.740
KLGBQ/phần (10 phần gần nhất)	734.350
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	12.387
P/E (2010) (x)	7,3
Forward P/E (2011) (x)	6,9
P/BV (BV 31/03/11) (x)	2,0

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đơn vị: Tỷ đồng	2008	2009	2010	2011F
DT	6.475,4	6.630,1	6.618,8	7.544,7
LNTT	1.500,9	1.519,7	1.921,6	2.033,9
LNST	1.383,8	1.348,3	1.703,2	1.790,4
VĐL	3.800,0	3.800,0	3.800,0	3.800,0
TTS	5.192,4	6.351,2	7.418,6	8.381,0
VCSH	4.687,8	5.487,9	6.193,8	7.040,1
ROA (%)	26,7	21,3	23,0	21,4
ROE (%)	29,4	24,6	27,6	25,4
EPS (VND)	3.646	3.557	4.499	4.711
GTSS (VND)	12.336	14.442	16.299	18.526
Tỷ lệ cổ tức (%)	15,0	20,0	20,0	25,0

Nguồn: BCTC DPM

HÓA CHẤT – PHÂN BÓN

Thuận lợi trong giá bán sản phẩm tiếp tục là yếu tố hỗ trợ cho CTCP Phân đạm và Hóa chất Dầu khí trong năm 2011 (DPM). Ngoài ra, phần công suất tăng thêm 60.000 tấn Ure/năm có được khi nhà máy thu hồi khí thải CO₂ hoàn thành vào tháng 9/2010 sẽ có đóng góp trong toàn bộ năm nay. Các chỉ tiêu kế hoạch được đặt ra ở mức khiêm tốn so với tiềm năng khiến khả năng hoàn thành kế hoạch là tương đối dễ dàng trong bối cảnh giá bán dự báo tiếp tục tăng trong năm nay.

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2011 dự báo khoảng 7.544,7 và 1.790,4 tỷ đồng; tương đương EPS và BV khoảng 4.711 và 18.526 đồng/cổ phiếu. Giá hợp lý tại thời điểm hiện tại được xác định khoảng 41.200 đồng/cổ phiếu; cao hơn giá tham chiếu ngày 11/05 khoảng 25,6%.

DPM là doanh nghiệp lớn nhất và hiện đại nhất trong ngành sản xuất đạm urê. Hiện nay, DPM có công suất 800.000 tấn ure/năm (Tháng 09/2010, DPM đưa vào vận hành nhà máy thu hồi khí thải CO₂ nâng công suất của nhà máy thêm 60.000 tấn ure/năm, từ 740.000 tấn ure/năm lên 800.000 tấn ure/năm). Kết thúc năm 2010 sản lượng phân đạm công ty sản xuất chiếm trên 50% nhu cầu phân đạm Ure và 40% nhu cầu amoniac lỏng cả nước.

Dự kiến doanh thu và lợi nhuận năm 2011 khả quan. Dự án thu hồi khí CO₂ sẽ phát huy toàn bộ hiệu quả trong năm 2011. Bên cạnh đó, lợi nhuận tiếp tục khả quan do nhà máy gần như hoàn toàn hết khấu hao, giúp bù trừ phần giá khí đầu vào năm 2011 điều chỉnh tăng gần 30%. Như vậy, giá thành sản xuất của DPM sẽ không tăng nhiều so với năm 2010.

Kế hoạch đặt ra ở mức rất khiêm tốn so với tiềm năng. Kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế niên độ 2011 lần lượt là 7.000 và 1.430 tỷ đồng. Kế hoạch doanh thu tương đương năm trước và lợi nhuận chỉ bằng 83,9% được cho là quá khiêm tốn so với tiềm năng của Công ty. Đơn giá bình quân ước tính để lập kế hoạch chỉ khoảng 6.200 đồng/kg phân Ure. Trong thời điểm hiện tại, giá bán đã hơn 9.000 đồng/kg, cao hơn 45%. Chúng tôi tin rằng khả năng vượt kế hoạch là hoàn toàn trong tầm tay đối với DPM.

Trong quý I/2011, Nhà máy DPM đã hoạt động hết công suất, sản xuất 218 ngàn tấn urê, hoàn thành 28,3% kế hoạch năm và nhập khẩu gần 80 ngàn tấn phân bón các loại trong đó chủ yếu là Ure nhằm một phần đáp ứng kịp thời nhu cầu vụ Đông Xuân và vụ Hè Thu khi nhà máy tiến hành bảo dưỡng.

Dự phóng: Sản lượng tiêu thụ dự kiến năm 2011 là 800.000 tấn và giá bán bình quân trong năm là 8.000 đồng/kg. Cùng với các mảng hoạt động khác, doanh thu dự phóng năm 2011 của DPM là 7.544,7 tỷ, tăng 14% so với năm 2010. Giá khí đầu vào đang có xu hướng tăng nên chúng tôi dự phóng tỷ suất lãi ròng năm 2011 gần 24%, giảm so với con số 25,8% của năm 2010. Do đó, LNST dự kiến năm 2011 là 1.790,4 tỷ, tương đương mức EPS là 4.711 đồng/cp. Tham khảo mức P/E, P/B trung bình ngành và các Bluechips, giá hợp lý của cổ phiếu DPM được xác định tại mức 41.200 đồng/cổ phiếu.

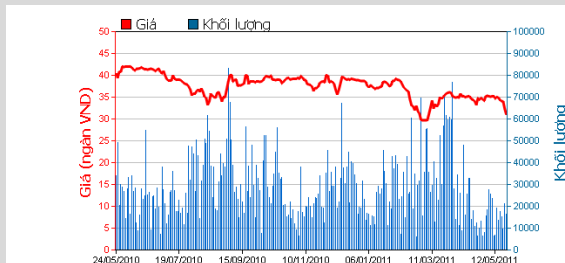
Đối với mục tiêu dài hạn, DPM có kế hoạch mở rộng sản xuất và triển khai hàng loạt các dự án khác. DPM có kế hoạch phát triển thêm sản phẩm mới với dự án NPK có vốn đầu tư 63 triệu USD và có công suất thiết kế 400.000 tấn/năm. Dự kiến dự án này sẽ hoàn thành đầu năm 2012. Ngoài ra, Công ty

cũng có dự án phát triển sản phẩm Axit sulphuric và Sulfat amon với vốn đầu tư tương ứng là 20 triệu USD và 10 triệu USD, công suất tương ứng là 120.000 tấn/năm và 100.000 tấn/năm. Dự kiến đến năm 2013 dự án sẽ hoàn thành. Ngoài ra, DPM cũng có các khoản đầu tư vào dự án cao ốc 43 Mạc Đĩnh Chi (làm trụ sở), dự án hợp tác sản xuất DAP tại Ma rốc và nhiều kho cảng từ Bắc vào Nam nhằm mở rộng hệ thống phân phối.

Rủi ro. Bên cạnh tự sản xuất phân bón, DPM còn nhập khẩu phân bón cho hoạt động thương mại cũng như bình ổn giá trên thị trường. Do đó, rủi ro biến động tỷ giá, biến động giá lúa gạo thế giới và biến động giá dầu thô ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận của công ty. Rủi ro kể đến đó là sự cạnh tranh với hàng giả trên thị trường và khả năng thừa cung khi hàng loạt các nhà máy sản xuất phân đạm mới sẽ đi vào hoạt động từ năm 2012.

MCK: HPG (HSX)**MUA****TRUNG HẠN****ĐỊNH GIÁ****42.700****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (@ 20/05/11) (VND)	32.300
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	42.000
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	29.700
Số CP đang lưu hành	317.849.760
KLGBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	403.592
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	10.267
P/E (2010) (x)	7,1
Forward P/E (2011) (x)	5,5
P/BV (BV 31/03/11) (x)	1,5

Đồ thị giá 52 tuần

Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đơn vị: Tỷ đồng	2008	2009	2010	2011F
DT	8.364,8	8.123,4	14.267,0	17.500,0
LNTT	1.018,6	1.510,0	1.564,1	2.194,1
LNST	854,2	1.271,8	1.349,3	1.865,0
VĐL	1.963,6	1.963,6	3.178,5	3.178,5
TTS	5.639,4	10.243,2	14.903,6	16.513,1
VCSH	4.070,7	4.825,1	6.398,1	6.904,1
ROA (%)	15,1	12,4	9,1	11,3
ROE (%)	21,0	26,4	21,1	27,0
EPS (VND)	4.439	6.477	4.550	5.868
GTSS (VND)	20.731	24.573	20.129	21.721
Cổ tức (%)	30	10	30	40

Nguồn: BCTC HPG

CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT**CÔNG NGHIỆP - VẬT LIỆU XÂY DỰNG**

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG) bước vào năm 2011 với những ưu thế lớn trong hoạt động sản xuất chính có được từ dây chuyền sản xuất có chiều sâu, khả năng tự chủ cao đối với nguyên liệu đầu vào vốn có những biến động mạnh trong bối cảnh phức tạp hiện nay. Bên cạnh đó, cơ cấu nguồn thu của HPG trong năm 2011 còn có sự đóng góp của lĩnh vực bất động sản từ dự án 257 Giải Phóng và Mandarin.

Mức giá hợp lý được xác định bởi phương pháp P/E và P/B hiện tại khoảng 42.700 đồng/cổ phiếu (tương đương giá trị vốn hóa 13.561 tỷ đồng), cao hơn giá tham chiếu ngày 20/05/2011 khoảng 32,2%.

Hòa Phát hiện đang là một trong những nhà sản xuất thép có công suất lớn nhất trong nước. Năng lực sản xuất tập trung tại 2 khu vực sản xuất là nhà máy thép tại Hưng Yên và Khu liên hợp (KLH) thép Kim Môn với tổng công suất thiết kế cán thép khoảng hơn 600 nghìn tấn. Sở hữu lợi thế lớn từ chuỗi sản xuất bắt đầu từ những công đoạn đầu tiên là cơ sở để HPG có khả năng kiểm soát chi phí tốt. Năm 2010, HPG đứng thứ 3 cả nước với thị phần thép xây dựng khoảng 12% và đứng thứ 2 sau Hữu Liên Á Châu về thị phần ống thép (12,8% thị phần).

Trong tháng 03/2011, HPG đã vươn lên vị trí thứ 1 về thị phần trong phân khúc thép xây dựng với 16% thị trường. Tháng 4, HPG tiếp tục ghi nhận kỷ lục trong sức tiêu thụ với sản lượng hơn 70 nghìn tấn.

Lợi thế từ chuỗi sản xuất có chiều sâu tiếp tục được phát huy trong năm nay sẽ là yếu tố cơ bản khiến hoạt động sản xuất thép có hiệu quả hơn trong năm 2011. Kế hoạch doanh thu và lợi nhuận ròng của toàn tập đoàn dự kiến khoảng 17.500 và 1.865 tỷ đồng, tương đương tăng trưởng lần lượt 22,7% và 35,5%. Hoạt động sản xuất thép được dự tính sẽ tăng trưởng khoảng 15% trong doanh thu và lợi nhuận tăng 30%.

Nhà máy than Coke giai đoạn 1 (công suất 350 nghìn tấn/năm) ước tính sẽ đóng góp khoảng 350 tỷ lợi nhuận ròng trong năm 2011. Khoảng ½ sản lượng đầu ra sẽ được sử dụng nội bộ, phần còn lại sẽ được bán ra bên ngoài. So với cùng kỳ, sản lượng tiêu thụ đã tăng gần 1,5 lần.

Nguồn thu từ các dự án BĐS sẽ có đóng góp rõ nét hơn trong những năm tới. Tập đoàn dự tính trong giai đoạn 2011-2015, mảng này sẽ đóng góp khoảng 30% trong lợi nhuận sau thuế hàng năm, tổng cộng khoảng 4.000 tỷ lợi nhuận trong 5 năm. Trong năm 2011, HPG dự kiến sẽ hạch toán nguồn thu từ dự án 257 Giải Phóng và dự án Mandarin (1.000 căn hộ). Riêng dự án Mandarin dự kiến sẽ thu được khoảng 300 tỷ lợi nhuận ròng. Dự án BĐS Mandarin Garden đã được thông báo đã có 600 đơn đăng ký mua căn hộ.

Kế hoạch năm 2011 đặt ra ở mức khả thi. Năm 2011, Công ty đặt kế hoạch 17.500 tỷ đồng doanh thu và 1.865 tỷ đồng lợi nhuận. Dựa trên hoạt động kinh doanh hiện tại theo đánh giá thận trọng của chúng tôi Công ty có thể hoàn thành kế hoạch kinh doanh năm 2011. Chúng tôi đánh giá triển vọng trung và dài hạn của HPG là khá tốt với những lợi thế đã và đang được phát triển hơn trong ngành. EPS năm 2011 dự báo đạt 5.868 đồng/cổ phiếu, tương ứng giá trị sổ sách 21.721 đồng/cổ phiếu. Bằng phương pháp định giá P/E và

P/B được tham khảo từ mức trung bình ngành thép và các mã Bluechips, chúng tôi xác định giá mục tiêu của HPG vào khoảng 42.700 đồng/cổ phiếu.

Rủi ro: HPG tỏ ra có sức đề kháng cao hơn với những khó khăn trong vĩ mô như lãi suất và tỷ giá nhờ cơ cấu vốn lành mạnh và sức tiêu thụ tốt. Rủi ro mà HPG phải đối mặt trong năm 2011 là biến động giá thép trên thị trường thế giới sẽ phản ánh rất nhanh vào giá trong nước và sẽ ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận. Dài hạn hơn, mức độ cạnh tranh trong phân khúc thép xây dựng sẽ ngày càng tăng trong những năm tới khi các tên tuổi lớn khác trong ngành như Pomina, Tisco cũng đang thực hiện những dự án mở rộng sản xuất quy mô lớn.

MCK: PGS (HSX)

NẮM GIỮ

TRUNG HẠN

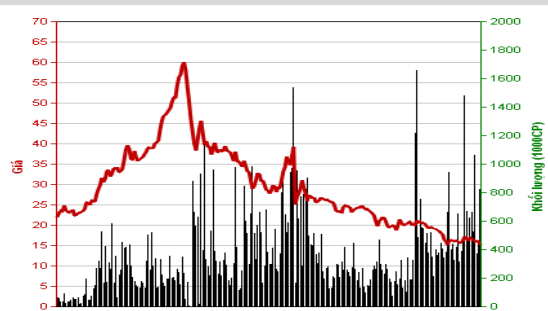
ĐỊNH GIÁ

25.800

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 20/05/11) (VND)	16.100
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	60.100
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	15.300
Số CP đang lưu hành	38.000.000
KLGDBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	167.550
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	612
P/E (2010) (x)	1,1
Forward P/E (2011) (x)	3,2
P/BV (BV 31/03/11) (x)	1,0

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HNX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2008	2009	2010	2011F
DT	1.713,0	1.978,9	3.705,5	4.950,4
LNTT	32,7	43,4	312,1	245,5
LNST	30,1	40,0	225,7	193,0
VĐL	150,0	150,0	158,8	380,0
TTS	824,8	1.231,7	2.485,6	2.996,6
VCSH	163,6	192,2	350,6	659,3
ROA (%)	3,6	3,2	9,1	4,5
ROE (%)	18,4	20,8	64,3	20,5
EPS (VND)	2.006	2.665	14.555	5.079
GTSS (VND)	10.907	12.813	22.078	17.349
Tỷ lệ cổ tức (%)	14,5	18,5	31,0	23,0

Nguồn: BCTC PGS

CTCP KINH DOANH KHÍ HÓA LỎNG MIỀN NAM

TIỆN ÍCH CÔNG CỘNG - GAS

Giá bán kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trong 2011 là yếu tố hỗ trợ lớn nhất cho triển vọng tăng trưởng của PGS trong năm 2011. Ngoài ra, yếu tố tăng trưởng nội tại nằm ở sản phẩm khí CNG của PGS và của công ty con - CNG Việt Nam. Tỷ lệ sở hữu của PGS mẹ đối với CNG Việt Nam tăng từ 35,6% lên 60,6% sẽ mang lại một nguồn thu rất đáng kể cho kết quả hợp nhất của PGS.

Với EPS ước tính khoảng 5.000 đồng/cổ phiếu. PGS hiện đang giao dịch ở mức P/E hiện tại khoảng 3,2 lần. So với trung bình ngành và thị trường, PGS hiện là cổ phiếu hấp dẫn cho các khoản đầu tư trung và dài hạn. Diễn biến giá của cổ phiếu PGS trong ngắn hạn tiếp tục bị ảnh hưởng bởi các giao dịch bán ra của công ty mẹ - Tổng công ty Khí (PVGas). Giá hợp lý trên cơ sở những phân tích hiện tại vào khoảng 25.784 đồng/cổ phiếu, tức cao hơn giá tham chiếu ngày 20/05/2011 hơn 60%.

PGS là công ty có thị phần cung cấp gas lớn nhất tại miền Nam với thị phần khí hóa lỏng chiếm từ 16% - 21% cả nước và 25% trong khu vực miền Nam. Thị phần lớn, mạng lưới kinh doanh phủ kín từ Đà Nẵng trở vào và hệ thống chiết nạp phân bổ đều khắp các thị trường miền Tây và Đông Nam Bộ tiếp tục là tiền đề cho PGS tiếp tục mở rộng danh mục khách hàng.

Nguồn cung cấp khí đầu vào ổn định từ Tổng Công ty Khí (PV Gas). Lợi thế là một trong những đơn vị thành viên của Tổng Công ty Khí – trực thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam, PGS có được sự chủ động hơn so với các đơn vị cạnh tranh khi được bao thầu 50% khí LPG đầu ra của 2 mỏ Dung Quất và Dinh Cố, phần nhu cầu thêm được mua theo phương thức đấu giá.

Sản phẩm khí nén thiên nhiên - CNG (Compressed Natural Gas) sẽ là động lực tăng trưởng chính của PGS trong năm 2011. Trong quý II/2011, PGS đã hoàn tất nâng tỷ lệ sở hữu của mình tại CTCP CNG Việt Nam từ 35,6% lên 60,6%. Đây hứa hẹn sẽ là một khoản đầu tư mang lại hiệu quả rất cao cho PGS khi CNG Việt Nam là đơn vị đang hoạt động có hiệu quả. Kế hoạch lợi nhuận sau thuế năm 2011 của CNG đặt ra ở mức 90 tỷ đồng nhưng đến hết quý I, Công ty đã thực hiện được 40 tỷ và đã hoàn thành 50% kế hoạch trong tháng 04.

Trong năm 2011, PGS có kế hoạch mua lại một vài công ty kinh doanh gas có quy mô khá nhằm tận dụng hệ thống phân phối và khách hàng để mở rộng hoạt động.

Giá dầu tăng cao đầu năm 2011 khiến PGS có được thuận lợi từ giá sản phẩm tăng. Sản lượng kế hoạch năm 2011 đặt ra với chỉ tiêu tăng trưởng chủ yếu tại sản phẩm khí CNG (kế hoạch tăng 91,6%) với hiện tại đã có thêm 3 khách hàng mới đã ký hợp đồng. Sản lượng tiêu thụ thực tế khá sát với sản lượng kế hoạch: đến hết quý I/2011, sản lượng tiêu thụ CNG khoảng 22 triệu m³/110 triệu m³ kế hoạch). Giá bán hiện tại cao hơn bình quân năm 2010 khoảng hơn 20% và công ty có khoảng gần 30% sản lượng được ký với giá bán cố định trong năm hơn 14\$/15\$/MMBTUM.

Triển vọng vượt kế hoạch là khả thi. Lợi nhuận sau thuế hợp nhất của PGS ước tính sơ bộ khoảng hơn 190 tỷ đồng, trong đó công ty mẹ khoảng 100 tỷ. So với kế hoạch 180 tỷ lợi nhuận trước thuế đặt ra, có thể nói triển vọng vượt

kế hoạch là rõ ràng. EPS ước tính khoảng 5.000 đồng/cổ phiếu.

Rủi ro: Động lực chủ yếu cho sự tăng trưởng hiện nay là sự tăng trưởng trong sản lượng tiêu thụ CNG và giá tăng. Cho đến nay, yếu tố giá vẫn đang là yếu tố tích cực. Tuy nhiên, yếu tố sản lượng sẽ phụ thuộc vào tiến độ và kết quả ký kết hợp đồng của PGS hoặc CNG với các khách hàng mục tiêu.

Ngoài ra, 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 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 trong những năm tới.

MCK: PHR (HSX)

CTCP CAO SU PHƯỚC HÒA

MUA

NGẮN HẠN

NGUYÊN LIỆU CƠ BẢN – CAO SU TỰ NHIÊN

ĐỊNH GIÁ

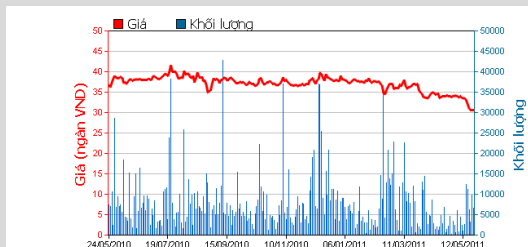
41.755

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 20/05/11) (VND)	30.600
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	38.299*
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	30.600*
Số CP đang lưu hành	79.975.047
KLGDBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	54.400
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	2.447
P/E (2010) (x)	4,9
Forward P/E (2011) (x)	3,7
P/BV (31/3/2011) (x)	1,6

* Giá điều chỉnh

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2009	2010	2011KH	2011F
DT	1.067,8	2.030,1	1.902	2.473,7
LNTT	351,1	661,6	617	962,3
LNST	267,2	502,2	466	667,9
VĐL	813,0	813,0		813,0
VCSH	1.016,8	1.284,4		1.696,4
TTS	1.869,0	2.305,4		2.924,8
ROA (%)	14,3	21,8		22,8
ROE (%)	26,3	39,2		39,4
EPS (VND)	3.309	6.268		8.351
GTSS (VND)	12.507	15.798		20.866
Cổ tức (%)	20,0	30,0	30,0	30,0

Nguồn: BCTC_PHR và RongViet Securities ước tính

Giá bán tăng mạnh thời gian qua là thuận lợi khách quan đem lại lợi nhuận cao cho các công ty cao su nói chung. Kết quả kinh doanh quý I/2011 của PHR cũng như các công ty cao su khác đều rất ấn tượng, đạt tỷ lệ cao so với kế hoạch đưa ra thận trọng. PHR được lựa chọn giới thiệu trong báo cáo này do thanh khoản tốt hơn, bên cạnh đó, tỷ lệ cổ tức/thị giá cũng tương đối hấp dẫn (9,8%) so với ngành.

Nhà đầu tư quan tâm đến cổ phiếu cao su có thể cân nhắc nắm giữ cổ phiếu PHR đến mức giá 4x và cân nhắc mức độ chấp nhận rủi ro về giá cao su để có quyết định tiếp theo.

Giá cao su vẫn tăng mạnh và lập đỉnh cao mới trong tháng 4/2011. Sau một năm 2010 tăng cao vượt trên các ước tính ban đầu, giá cao su tiếp tục lập đỉnh cao mới vào giữa tháng 2/2011 với RSS-3 (Bangkok) đạt mức 648,45 USD/tấn. Trong khoảng tháng 3 đến nay, giá cao su giảm lại do phía Trung Quốc tạm thời giảm nhập cao su, tuy nhiên ba nước sản xuất cao su lớn (Thailand, Indonesia, Malaysia) sẵn sàng áp dụng giải pháp mua trữ cao su và không bán dưới giá 4.000USD/tấn. Thực tế, giá cao su RSS-3 vẫn trên 5.000 USD/tấn trong tháng 5 và được nhiều nhà phân tích dự báo sẽ tăng trở lại. Như vậy, các doanh nghiệp cao su, trong đó có PHR có khả năng được hưởng lợi lớn từ giá cao su cao.

Lợi nhuận sau thuế của quý I/2011 đạt 41% kế hoạch năm. Mặc dù là mùa thấp điểm, sản lượng khai thác thấp hơn một nửa so với 2 quý cao điểm, tuy nhiên, nhờ tồn kho và thu mua bên ngoài, sản lượng tiêu thụ của PHR đạt 6.238 tấn (tương đương 35,68% kế hoạch) cộng với giá bán bình quân cao, 95,97 triệu đồng/tấn giúp doanh thu đạt 603 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế 254 tỷ đồng, tương đương 41% kế hoạch năm. 59% lợi nhuận còn lại khá nhẹ nhàng để PHR hoàn thành trong 3 quý còn lại. Kết quả này cũng khiến dự báo LNTT 962,3 tỷ đồng của chúng tôi trong Báo Cáo TTCK 2011 “có vẻ” thận trọng. Tuy vậy, chúng tôi vẫn bảo lưu con số này, dựa trên dự báo giá bán bình quân vào khoảng 85,3 triệu đồng/tấn cho cả năm 2011.

Dự án trồng cao su tại Campuchia có nhiều triển vọng đối với mục tiêu đầu tư dài hạn. Dự án đầu tư gần 8.000 ha cao su tại Campuchia của PHR được đánh giá cao nhờ chi phí đầu tư thấp và thổ nhưỡng nước này thích hợp với cây cao su không kém gì Việt Nam. Suất đầu tư bình quân tính cả tiền đất cho 7 năm đầu là 150 triệu/ha, một con số quá nhỏ so với chi phí đầu tư ở Việt Nam. Đến đầu năm 2011, công ty đã có hơn 2.500 ha cao su tại Campuchia, 1 nửa trong số đó dưới 1 năm tuổi, còn lại gần 2 năm tuổi.

Ngoài cao su, các hoạt động đầu tư vào bất động sản và thủy điện cũng góp phần vào tăng trưởng lợi nhuận của các năm sau. Tận dụng lợi thế sở hữu quỹ đất lớn và nguồn tiền nhàn rỗi, Công ty đã tiến hành đầu tư vào các hoạt động khác như: dự án xây dựng khu công nghiệp, cơ sở hạ tầng, khu dân cư, dự án thủy điện. Hoạt động đầu tư tài chính sẽ đóng góp không nhỏ vào lợi nhuận của Công ty trong các năm sau.

Rủi ro: Rủi ro trọng yếu mà nhà đầu tư cần quan tâm khi đầu tư vào các công ty cao su là khả năng giá cao su sụt giảm trở lại sau một chu kỳ tăng kéo dài từ đầu quý IV/2008 đến nay.

MCK: EIB (HSX)

NGÂN HÀNG TMCP XUẤT NHẬP KHẨU VIỆT NAM

MUA

TRUNG – DÀI HẠN

TÀI CHÍNH – NGÂN HÀNG

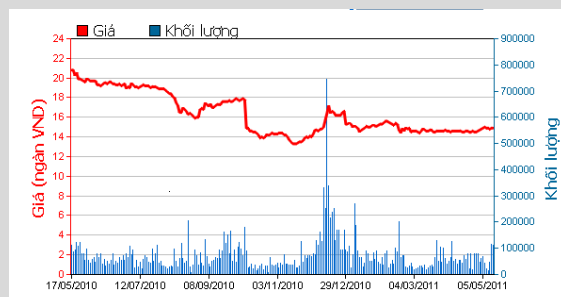
ĐỊNH GIÁ

20.660

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 20/05/11) (VND)	15.000
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	20.000
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	13.300
Số CP đang lưu hành	1.056.006.875
KLGDBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	727.382
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	15.840
P/E (2010) (x)	8,7
Forward P/E (2011) (x)	6,6
P/BV (31/3/2011) (x)	1,1

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Chỉ số tài chính cơ bản

Đv: tỷ đồng	2010	Q1/2011	2011F
Tổng thu nhập	3.670	1.160	4.959
Lợi nhuận trước thuế	2.378	850	3.201
Lợi nhuận sau thuế	1.815	640	2.401
Dư nợ cho vay	62.348	65.947	74.806
Huy động vốn	112.375	119.458	134.282
Vốn điều lệ	10.560	10.560	12.355
Vốn chủ sở hữu	14.782	14.131	16.740
Tổng tài sản	131.128	137.848	156.107
ROA (%)	1,4		1,5
ROE (%)	13,5		14,3
Giá trị sổ sách (VNĐ)	13.998		13.549
EPS (VNĐ)	1.718		1.943
Cổ tức (%)	13,5		14,6

Nguồn: EIB

Giá trị ước tính theo hai phương pháp P/E và P/B được tính bình quân ở mức 20.660 đồng/CP, tương đương giá trị vốn hóa 21.817 tỷ đồng, cao hơn khoảng 38% so với mức giá ngày 13/05/2011. Vì vậy, người phân tích khuyến nghị nhà đầu tư có thể cân nhắc MUA cho mục tiêu trung và dài hạn đối với cổ phiếu này

Ngân hàng lớn, có tốc độ tăng trưởng nhanh về tài sản. Mặc dù tổng tài sản của Eximbank (EIB) vẫn thấp hơn so với các đối thủ cạnh tranh khác như ACB, STB, VCB, CTG nhưng nếu xét về tốc độ tăng trưởng tài sản thì EIB có tốc độ tăng trưởng rất khá trong 3 năm gần đây. Năm 2010, tổng tài sản của EIB tăng trưởng 100%, cao hơn so với ACB (22,2%), STB (46,5%), VCB (20,35%), CTG (50,8%). Với số lượng chi nhánh đang được mở rộng nhanh chóng, kỳ vọng khoảng cách về tài sản của EIB so với các ngân hàng khác sẽ được thu hẹp.

Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ổn định và tỷ suất sinh lời ngày càng cao. Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế trong 3 năm gần đây của EIB khá ổn định và trung bình đạt 60%/năm. Tỷ suất sinh lời ROE chỉ ở mức khoảng 13,5% thấp hơn so với mức trung bình khoảng 20,6%. Nguyên nhân ROE của EIB thấp do trong giai đoạn 2007 – 2008, Ngân hàng đã phát hành một lượng lớn cổ phiếu cho các đối tác chiến lược. Điểm tích cực của EIB là ROE ngày càng cải thiện từ mức 7,43% năm 2008 lên 8,65% năm 2009 và 13,5% năm 2010.

Lợi nhuận năm 2011 có thể vượt kế hoạch đề ra. Quý I/2011, lợi nhuận sau thuế của EIB đạt 640 tỷ đồng, tăng trưởng 54,1% so với cùng kỳ năm trước. Về mặt cơ cấu thu nhập, lãi thuần chiếm đến 85,3% trong tổng thu nhập, thu nhập từ dịch vụ chiếm 20% và các hoạt động kinh doanh khác bị lỗ.

Năm 2011, theo dự báo thận trọng, lợi nhuận trước thuế của EIB có thể đạt 3.201 tỷ đồng – vượt 6,8% kế hoạch đặt ra và tăng 34,6% so với 2010. Nguyên nhân EIB có thể đạt được mức lợi nhuận trên nhờ vào thu nhập lãi thuần khoảng 3.995 tỷ đồng, với các khoản thu nhập đến từ thu nhập từ lãi cho vay, lãi tiền gửi và các khoản đầu tư chứng khoán nợ lên đến 20.662 tỷ đồng vào cuối năm 2010. Bên cạnh đó, hoạt động dịch vụ có tốc độ tăng trưởng cao khoảng 90% - 120%/năm trong những năm gần đây và dự báo mảng dịch vụ có thể đạt doanh thu thuần khoảng 944 tỷ đồng, tăng 99,4% so với 2010. Hoạt động khác của EIB sẽ không đóng góp nhiều vào thu nhập chung do hoạt động kinh doanh vàng bị cấm, cũng như thị trường chứng khoán đang gặp khó khăn.

Đi cùng với sự tăng trưởng doanh thu, chi phí cũng EIB theo dự phóng sẽ tăng 34,4% và chi phí dự phòng rủi ro tín dụng tăng khoảng 44,1% do nguy cơ nợ xấu trong bối cảnh kinh tế khó khăn hiện tại.

Rủi ro. Rủi ro chính của EIB là tình hình kinh tế vĩ mô và chính sách tiền tệ. Thu nhập chính của ngân hàng đến từ thu nhập lãi, nếu chính sách tiền tệ của NHNN tiếp tục thắt chặt thì sẽ ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận – chênh lệch lãi thu và chi ngày càng hẹp – và tác động khá lớn tới thu nhập của Ngân hàng. Bên cạnh đó, một rủi ro khác mà EIB có thể gặp phải là hoạt động huy động vốn và hoạt động dịch vụ do những tác động xấu hơn của nền kinh tế.

MCK: KLS (HNX)

NẮM GIỮ

TRUNG HẠN

ĐỊNH GIÁ

15.000

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 20/05/11) (VND)	9.100
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	22.500
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	8.800
Số CP đang lưu hành	202.500.000
KLGDBQ (10 phiên gần nhất)	1.314.660
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.842
P/E 2010 (x)	-
Forward P/E 2011 (x)	18,4
P/BV (31/3/2011)	0,8

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HNX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2009	2010	Q1/2011	2011F
DT	435	272	90,1	200
LNTT	353	(173)	30,2	100
LNST	352	(173)	30,2	100
VĐL	1.000	2.025	2.025	2.025
TTS	2.342	2.448	2.428,5	2.500
VCSH	1.508	2.314	2.344,5	2.400
ROA (%)	15,0	-		4,0
ROE (%)	23,3	-		4,9
EPS (VND)	3.520	-938		494
GTSS (VND)	15.083	11.428		11.850
Tỷ lệ cổ tức (%)	3,5	-		-

Nguồn: BCTC KLS

CTCP CHỨNG KHOÁN KIM LONG

TÀI CHÍNH – CHỨNG KHOÁN

Trong bối cảnh kinh tế vĩ mô hiện tại, tài chính và bất động sản là 02 ngành chịu ảnh hưởng trực tiếp của chính sách lãi suất cao. Thị trường chứng khoán suy giảm mạnh, gây khó khăn rất lớn cho hoạt động kinh doanh của các công ty chứng khoán. Do vậy, cổ phiếu thuộc nhóm ngành chứng khoán thường được khuyến cáo giảm tỷ trọng đầu tư ở giai đoạn hiện tại. Tuy nhiên, KLS dường như là một trong những ngoại lệ hiếm hoi. Công ty hiện đang nắm giữ một lượng tiền mặt khá lớn, mà trong bối cảnh hiện tại, tiền là vua. Việc đầu tư vào KLS ở thời điểm hiện tại có vẻ đi ngược với xu hướng chung nhưng cũng rất đáng để thực hiện nếu xét đến tiêu chí giá trị khi tỷ lệ price/cash hiện tại gần bằng 1,0 (x), và có mang khuynh hướng đầu cơ đón đầu thị trường hồi phục.

Hoạt động tự doanh và kinh doanh vốn đóng vai trò chủ lực trong hoạt động của KLS.

Hoạt động đóng góp phần lớn vào doanh thu và lợi nhuận của KLS trong các năm qua chủ yếu đến từ hoạt động tự doanh hoặc kinh doanh vốn. Các hoạt động khác như tư vấn và môi giới không đóng góp nhiều trong hoạt động kinh doanh và thực tế đây không phải là hoạt động chủ lực của KLS.

	Năm 2008	Năm 2009	Năm 2010
Cơ cấu tự doanh và kinh doanh vốn	94,1%	92,3%	90,3%

Năm 2010, với số tiền thu được từ đợt phát hành và nhận thấy thị trường chứng khoán không nhiều thuận lợi, KLS đã giữ phần lớn tài sản dưới dạng tiền mặt (các khoản tương đương tiền). Trong bối cảnh thị trường chứng khoán đang trong giai đoạn suy giảm mạnh, danh mục tự doanh lớn (chiếm phần lớn cơ cấu nguồn vốn) sẽ trở thành gánh nặng của hầu hết các công ty chứng khoán. Do vậy, việc nắm giữ một lượng tiền mặt khá lớn ở thời điểm hiện tại là một ưu thế nổi bật của KLS so với hầu hết các công ty chứng khoán cùng ngành.

Một điểm đáng lưu ý trong cách sử dụng nguồn tiền của KLS là công ty không sử dụng để cho nhà đầu tư vay (hoặc tài trợ vốn) mua chứng khoán mà chủ yếu để dưới dạng tiền gửi ngân hàng. Dù lãi suất tiền gửi có thấp hơn so với hoạt động tài trợ giao dịch cho nhà đầu tư nhưng xét trong bối cảnh thị trường đang giảm giá và mất thanh khoản như hiện tại, đây là một quyết định khôn ngoan khi Công ty sẽ không dính vào các khoản nợ xấu của khách hàng.

Việc nắm giữ một lượng tiền lớn ở thời điểm hiện tại là một lợi thế lớn

Trong bối cảnh thị trường chứng khoán tiếp tục diễn biến kéo dài như hiện tại hoặc trở nên xấu hơn, các nguồn thu chủ yếu của một công ty chứng khoán điển hình (môi giới, tư vấn và tự doanh) sẽ tiếp tục suy giảm. Tuy nhiên, riêng với KLS, phần thu nhập từ lãi tiền gửi trên số dư tiền hiện có đủ để chi trả cho các chi phí hoạt động của Công ty và có lợi nhuận. (Trong quý I/2011, tổng doanh thu của KLS là 90,1 tỷ đồng, trong đó doanh thu khác – chủ yếu là doanh thu tiền gửi – là 80 tỷ đồng, chiếm gần 90% tổng nguồn thu. Lợi nhuận trước thuế là 30 tỷ đồng.)

Một thuận lợi lớn của việc nắm giữ lượng tiền lớn trong bối cảnh thị trường chứng khoán hiện tại đó là khả năng lựa chọn các cơ hội đầu tư. Các cơ hội đầu tư tốt thường xuất hiện khi hầu hết nhà đầu tư từ bỏ thị trường. Đồng thời, vị thế không chịu sức ép và đang sở hữu nguồn lực mạnh sẽ đem lại cho KLS khả năng mặc cả cao, nhất là đối với các khoản đầu tư lớn, đòi hỏi thương lượng riêng.

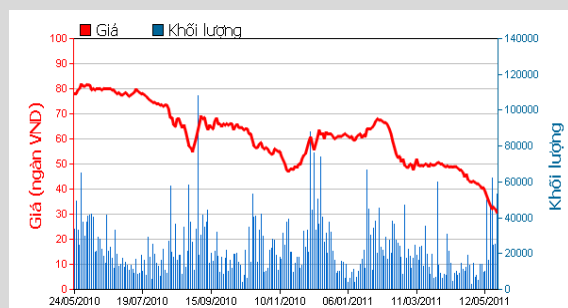
Rủi ro:

Nhìn chung, với danh mục tài sản gần như ở dưới dạng tiền mặt, các rủi ro khi thị trường giảm giá và thanh khoản kém đối với KLS là không đáng kể. Thu nhập từ lãi tiền gửi đủ bù đắp và có dư so với chi phí hoạt động, nên khả năng thua lỗ trong hoạt động là thấp.

Trở ngại lớn nhất trong việc đầu tư KLS là tâm lý e ngại, dè chừng đối với cổ phiếu các công ty chứng khoán nói chung của nhà đầu tư trong giai đoạn thị trường xấu như hiện tại.

MCK: SJS (HSX)**NẮM GIỮ****TRUNG - DÀI HẠN****ĐỊNH GIÁ****38.000****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (@ 20/05/11) (VND)	32.000
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	82.000
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	32.000
Số CP đang lưu hành	99.041.940
KLGBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	273.425
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	3.169
P/E (2010) (x)	7,0
Forward P/E (2011) (x)	4,9
P/BV (BV 31/12C/10) (x)	1,4

Đồ thị giá 52 tuần

Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2008	2009	2010	2011F
DT	314,1	1.114,9	1.016,7	2.404,2
LNTT	173,3	886,5	611,4	870,7
LNST	118,9	705,1	457,0	653,0
VĐL	400	800	1.000	1.500
TTS	1.591,2	2.998,5	4.467,4	5.326,1
VCSH	1.145,7	1.764,5	2.177,9	2.630,9
ROA (%)	7,5	23,5	10,2	12,3
ROE (%)	10,4	40,0	21,0	24,8
EPS (VND)	2.982	8.667	4.587	6.530
GTSS (VND)	28.642	22.056	21.779	26.309
Cổ tức (%)	20,0	20,0	20,0	20,0

Nguồn: BCTC SJS

CTCP ĐTPĐ ĐÔ THỊ VÀ KHU CÔNG NGHIỆP SÔNG ĐÀ**CÔNG NGHIỆP – XÂY DỰNG VÀ BẤT ĐỘNG SẢN**

Trong bối cảnh kinh tế vĩ mô hiện tại, tài chính và bất động sản là 02 ngành chịu ảnh hưởng trực tiếp của chính sách lãi suất cao. Trong bối cảnh thị trường bất động sản trầm lắng, thị trường Hà Nội có vẻ là ngoại lệ với giá đất tăng liên tục và đứng ở mức cao trong thời gian qua. Việc chọn lựa công ty có quỹ đất lớn (giá trị tài sản cao) để tích lũy không phải là một ý tưởng tồi. SJS nổi bật với quỹ đất thương mại hiện tại lớn và khả năng tiếp cận dự án rất ấn tượng. NAV/cổ phiếu của SJS đánh giá thận trọng ở mức khoảng 40.000 đồng/cổ phần.

SJS là doanh nghiệp nổi trội với quỹ đất sạch lớn, ở vị trí tiềm năng và khả năng tiếp cận các dự án ấn tượng.

Trong bối cảnh các doanh nghiệp bất động sản đang gặp khó khăn do các quy định về giải phóng đền bù, SJS lại đang sở hữu quỹ đất sạch lớn và ở vị trí tiềm năng. Trong các dự án hiện đang triển khai, Nam An Khánh vẫn sẽ là dự án chủ chốt của SJS trong ít nhất là 5 năm tiếp theo. Dự án có quy mô lớn (280ha trong đó khoảng 100ha là đất thương mại) và nằm ở vị trí khá đẹp (cách trung tâm hội nghị quốc gia 5km và trên đường cao tốc Láng-Hòa Lạc – Đại Lộ Thăng Long). Với chênh lệch giữa giá thị trường hiện tại và giá vốn rất lớn, riêng dự án này đã đảm bảo cho SJS có thể duy trì doanh thu và lợi nhuận ở mức cao trong 5 năm kế tiếp.

Khả năng tiếp cận và tích lũy quỹ đất của SJS khá ấn tượng. Ngoài khu Nam An Khánh, SJS hiện đang triển khai các dự án lớn tiềm năng như Nam An Khánh mở rộng (33ha), Tiến Xuân – Hòa Bình (1.400ha), Phố Mới – 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)...

Kế hoạch lợi nhuận năm 2011 khả quan. SJS đặt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận trước thuế năm 2011 là 3.500 tỷ và 982 tỷ đồng, tương ứng tăng trưởng so với 2010 lần lượt là 240% và 60%. Kế hoạch trên được xây dựng trên cơ sở các dự án là Nam An Khánh, Đà Nẵng, Phố Mới và Văn La – Văn Khê

Dự án Nam An Khánh: Năm 2010, SJS đã không thể bán thêm được đất tại dự án này do phải điều chỉnh quy hoạch để phù hợp với quy hoạch tổng thể khi Hà Tây sáp nhập vào Hà Nội. Công ty đã điều chỉnh lại quy hoạch và nếu được chấp thuận, SJS sẽ bắt đầu bán đất ở dự án này trở lại. Dự kiến, trong năm 2011, SJS sẽ ghi nhận khoảng 1.500 tỷ đồng doanh thu từ dự án này.

Dự án Đà Nẵng: trong năm 2010, SJS công bố đã đầu tư thêm 03 dự án mới, trong đó có Đà Nẵng với vốn đầu tư khoảng 1.000 tỷ đồng. Trong quý I/2011, Công ty đã sang nhượng dự án này, dự kiến thu về khoảng 100 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế.

Phần doanh thu còn lại khoảng 1.000 tỷ sẽ đến từ Phố Mới (10ha /40 ha đất thương mại) và Văn La – Văn Khê.

Với kết quả kinh doanh trên, EPS 2011 (chưa chia thưởng) của SJS sẽ vào khoảng 6.500 đồng/cp, P/E 2011 tương ứng vào khoảng 6(x). SJS là doanh nghiệp lớn và có tiềm năng về dài hạn. Dựa vào phương pháp xác định giá trị tài sản ròng với việc sử dụng giá trị ước tính khá thận trọng, NAV/cổ phiếu của

SJS vào khoảng 40.000 đồng/cổ phiếu.

Năm 2011, Công ty đã được Đại hội cổ đông chấp thuận phát hành cổ phiếu thưởng tỷ lệ 2 : 1 để tăng vốn điều lệ lên 1.500 tỷ đồng. Đây cũng là yếu tố có khả năng tạo đột biến về giá giao dịch cổ phiếu trong điều kiện thị trường thuận lợi.

Rủi ro:

Với chính sách kiểm chế lạm phát là trọng tâm trong năm 2011, lãi suất ở mức cao sẽ ảnh hưởng đến dòng tiền vào thị trường bất động sản và làm tăng chi phí tài chính đối với các doanh nghiệp đang triển khai dự án.

Giá đất tại khu vực Hà Nội hiện ở mức rất cao. Dù vốn vay đầu tư bất động sản ở Hà Nội không cao và nguồn cung trong vài năm qua không nhiều như Tp.HCM nhưng việc giá đất Hà Nội ở mức cao nằm ngoài khả năng của đại bộ phận nhu cầu thì nguy cơ bong bong bất động sản sẽ vỡ khi nguồn cung các dự án ngày càng nhiều.

Cũng tương tự như 2010, kế hoạch kinh doanh năm 2011 của SJS phụ thuộc phần lớn vào dự án Nam An Khánh. Do vậy, trong trường hợp quy hoạch điều chỉnh Nam An Khánh không được phê duyệt hoặc phê duyệt chậm sẽ ảnh hưởng đến tiến độ bán hàng của Công ty. Đồng thời, trong bối cảnh kinh tế khó khăn và lãi suất cao như hiện tại, khả năng SJS tìm được đối tác có đủ tiềm lực tài chính để mua 1 phần khu Nam An Khánh cũng sẽ khó khăn hơn.

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

RỒNG 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
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Sài Gòn

Tầng 4 Tòa nhà Estar
147 – 149 Võ Văn Tần – Quận
3 – TP.HCM
Tel: (84 8) 6299 8599
Fax: (84 8) 6299 2007

Chi nhánh Hà Nội

74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm
– 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