

18 tháng 7 năm 2011

**Phương Tôn**, Chuyên viên phân tích  
[phuong.ton@vcsc.com.vn](mailto:phuong.ton@vcsc.com.vn)  
 +84 3 3814 5588, ext 146

## MUA

**Giá mục tiêu**

**31.600**

**TL tăng giá**

**87%**

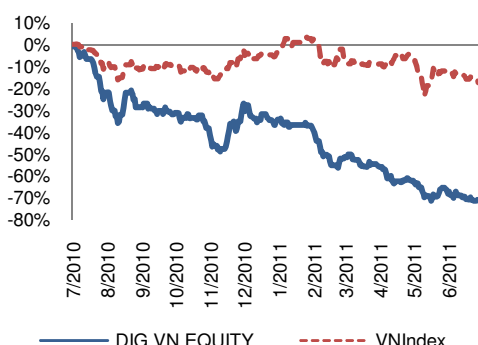
**Bất động sản**

### Các chỉ số chính

Giá ngày 15/7/2011	16.900
Giá mục tiêu	31.600
TL tăng giá	86,9%
Mức thấp nhất 52 tuần	16.900
Mức cao nhất 52 tuần	59.530
KLGD bình quân 30 ngày	130.366
Số lượng cp lưu hành (triệu cp)	97,828
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	1.692,4
Giá trị vốn hóa (Triệu USD)	82,2
TL sở hữu nước ngoài	24,1%

Định giá	2008	2009	2010
EPS (cơ bản)	7.061	8.188	4.490
Tăng trưởng EPS	-	16,0%	-45,2%
Lợi suất cổ tức	-	0,6%	1,4%
P/E (thị trường)	-	9,00x	9,13x
P/B (thị trường)	-	2,30x	1,69x
EV / EBITDA	-	9,71x	10,12x
ROE	36,4%	38,6%	18,9%
ROA	9,5%	18,4%	11,5%
ROIC	25,3%	30,5%	15,5%
Nợ/VCSH %	43,7%	21,3%	22,6%

Diễn biến giá	3T	6T	12T
Giá trị tuyệt đối	-35,8%	-57,0%	-72,4%
Giá trị tương đối	-26,5%	-42,4%	-55,1%



### Cơ cấu sở hữu

Tổng Công ty Sông Đà	56,72%
NĐT nước ngoài	24,10%
NĐT trong nước	19,20%

## Quỹ đất sạch lớn với giá hiện tại rất thấp so với giá trị tài sản ròng: Nâng khuyến nghị lên MUA

DIG trở thành cổ phiếu yêu thích của chúng tôi sau cuộc gặp tuần trước với Ban Giám đốc DIG và chuyến đi thăm dự án ở Vũng Tàu. Mặc dù tâm lý thị trường còn khá bi quan về ngành bất động sản, chúng tôi tin rằng hiện tại giá cổ phiếu của DIG đã giảm quá sâu, tới gần 60% từ đầu năm tới nay, trong lúc trung bình toàn ngành giảm 42%.

Chúng tôi cho rằng DIG là một trong các công ty bất động sản có triển vọng sáng sủa trong ngành với quỹ đất rộng có chi phí thấp. Chúng tôi hạ giá mục tiêu theo phương pháp giá trị tài sản ròng từ 37.000 đồng/cổ phiếu xuống 31.600 đồng/cổ phiếu để phản ánh các khó khăn hiện tại của ngành cũng như của công ty. Tuy nhiên chúng tôi chuyển từ khuyến nghị **Nắm Giữ** sang khuyến nghị **MUA** với quan điểm rằng mức giá 16.900 đồng hiện tại, mức giá thấp nhất kể từ khi niêm yết, là không tương xứng với giá trị của quỹ đất sạch của công ty và đây là cơ hội tốt cho nhà đầu tư tích lũy cổ phiếu.

Quá trình thu mua đất thường là hoạt động sinh lợi cao nhất trong chuỗi giá trị ngành bất động sản. Mặc dù DIG không có thế mạnh đặc biệt về phân khúc căn hộ chung cư, nhưng đây lại là nhân tố giúp kết quả hoạt động của công ty ít bị ảnh hưởng tiêu cực bởi tình hình thị trường hiện nay, vì phân khúc này thường nhạy cảm nhất với những thay đổi của môi trường tín dụng.

- Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm của DIG có thể là điểm sáng trong ngành bất động sản.** DIG vừa công bố doanh thu 6 tháng đầu năm 2011 của tập đoàn ước tính là 1.909 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế (LNTT) là 150 tỷ đồng (chủ yếu từ dự án Lakeside), đạt 42% mục tiêu doanh thu và 23% mục tiêu LNTT năm 2011. Trong tình hình tín dụng thắt chặt và lãi suất cho vay bất động sản tăng vọt, chúng tôi cho rằng những công ty có thể để duy trì lợi nhuận là những ứng viên đáng chú ý.
- Hướng đến kết quả tốt hơn trong 6 tháng cuối năm để hoàn thành mục tiêu cả năm.** Trong nửa sau năm 2011, DIG phải đạt doanh thu 2.630 tỷ đồng và LNTT 500 tỷ đồng để tiến gần đến mục tiêu cả năm của tập đoàn. Phần lớn doanh thu và lợi nhuận này sẽ đến từ việc ghi nhận doanh thu chuyển nhượng 7,6 ha dự án Nam Vĩnh Yên giai đoạn I gần đây với tổng giá trị chuyển nhượng 670 tỷ đồng và biên lợi nhuận gộp 50%.

Chúng tôi được biết 10% tổng giá trị chuyển nhượng đã được thu tiền nhưng toàn bộ doanh thu sẽ được ghi nhận trong 6 tháng cuối năm. Áp dụng mức chiết khấu 10% trên doanh thu ước tính cho các dự án Lakeside, An Sơn và Đại Phước để phản ánh những biến động có thể xảy ra, chúng tôi ước tính LNTT cho các dự án như sau:

Dự án	Diện tích chuyển nhượng ước tính	Đóng góp LNTT (tỷ đồng)
Nam Vĩnh Yên	7,6ha	301,5
Lakeside	210 căn hộ	60
An Sơn	3ha	52,2
Đại Phước	3,9ha	93,6
<b>Tổng</b>		<b>507,3</b>

18 tháng 7 năm 2011

- **Danh mục dự án sẵn sàng để ghi nhận doanh thu trong năm 2012.** Những dự án này bao gồm phần còn lại của dự án An Sơn (khoảng 6ha), Nam Vĩnh Yên (dự kiến khoảng 10ha), Đại Phước, ATA Phú Mỹ, Hậu Giang và Thanh Liêm (khoảng 20ha). Cho đến nay, tổng quỹ đất ước tính của DIG đạt khoảng 260.361 m<sup>2</sup> diện tích sàn thương phẩm và khoảng 122,2 ha đất thương phẩm. So với báo cáo cập nhật trước của chúng tôi, diện tích đất thương phẩm tăng khoảng 20 ha từ các dự án Hậu Giang và Thanh Liêm. Ngoài ra, chúng tôi được biết DIG đang thương lượng để tiếp tục mở rộng quỹ đất tại miền Bắc <sup>(1)</sup>.
- **Tổng Công ty Sông Đà dự định giảm tỷ lệ sở hữu – cơ hội cho những nhà đầu tư mới.** Tập đoàn Sông Đà hiện đang nắm giữ 56,72% cổ phần của DIG và theo DIG, tập đoàn này sẽ giảm tỷ lệ sở hữu xuống dưới mức cổ phần chi phối tùy vào tình hình thị trường. Đây có thể là tiền đề để DIG gia tăng quyền tự quyết trong quá trình hoạt động sắp tới.
- **Dòng tiền đáp ứng đủ nhu cầu đầu tư trong 6 tháng cuối năm.** Tính đến 31/3/2011, quỹ tiền mặt của DIG có gần 358 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính với việc thu tiền từ dự án Đại Phước Sen Phương Nam (khoảng 500 tỷ đồng), Nam Vĩnh Yên Giai đoạn 1 (khoảng 420 tỷ đồng) và Lakeside (khoảng 60-70 tỷ đồng), DIG sẽ có đủ tiền mặt cho ngân sách đầu tư khoảng 600 tỷ đồng trong 6 tháng cuối năm 2011. Như vậy, theo chúng tôi, kế hoạch phát hành 1.000 tỷ đồng trái phiếu trước đó nhiều khả năng sẽ không cần thực hiện.
- **Tất cả các dự án đều tiến triển theo kế hoạch, trong đó tiến độ dự án Nam Vĩnh Yên được đẩy mạnh.** Việc dự án Nam Vĩnh Yên tăng tốc là nhằm đáp ứng kế hoạch chuyển nhượng thêm 10 ha cho nhà đầu tư thứ cấp và hoàn thành việc bồi thường 130ha còn lại của giai đoạn I đến cuối năm 2011. ATA Phú Mỹ sẽ là dự án quan trọng tiếp theo của DIG sau Đại Phước và Nam Vĩnh Yên, dự kiến có thể chuyển nhượng trong năm 2012.
- **Ban Giám đốc quyết tâm bán hết dự án Lakeside trong năm nay.** Trong báo cáo cập nhật tháng 1, chúng tôi đã lưu ý 410 trong 756 căn hộ của dự án này đã được chuyển nhượng. Trong dự án gồm 4 tòa chung cư này, DIG hiện còn 240 căn hộ (1 block) chưa bán. Theo chương trình ưu đãi kích cầu gần đây nhất, khách hàng của Lakeside sẽ chỉ phải trả 30% (trung bình 270 – 360 tỷ đồng) giá trị tại thời điểm bàn giao căn hộ và 70% còn lại có thể được trả góp với lãi suất 0% trong 2 năm.

Chúng tôi đã đến thăm vị trí dự án và nhận thấy nhiều căn hộ sau khi bàn giao đã có người mua chuyển vào. Vũng Tàu là tỉnh có GDP bình quân đầu người cao nhất cả nước và giá bán dự án nhắm đến phân khúc bình dân (12 - 16 triệu/m<sup>2</sup> bao gồm thuế và phí bảo trì), chúng tôi cho rằng dự án có thể bán đúng theo dự kiến.
- **Đòn bẩy tài chính thấp giúp duy trì lợi nhuận.** Hiện tại, tỷ lệ Nợ/Vốn CSH của DIG là 26% so với mức trung bình ngành khoảng 130%. Với dự báo dòng tiền cho 6 tháng cuối năm như đã trình bày, chúng tôi tin rằng tỷ lệ này sẽ không thay đổi nhiều trong nửa cuối năm 2011. Đây là lợi thế cạnh tranh cho công ty trong tình hình tín dụng khó khăn hiện nay, vốn đang diễn biến rất bất lợi đối với nhiều công ty bất động sản.
- **Ảnh hưởng từ Quyết định 120 không quá nghiêm trọng.** Theo quyết định 120/2010/ND-CP tiền sử dụng đất sẽ được tính theo giá đất thị trường tại thời điểm giao đất thay vì theo một khung giá cố định được ban hành như trước đây, do đó có thể làm tăng tiền sử dụng đất các công ty bất động sản phải trả.

Tại thời điểm hiện tại rất khó để xác định tác động đầy đủ của Quyết định 120. Hơn nữa, cho đến khi Bộ Tài chính chính thức ban hành thông tư hướng dẫn kèm theo, một số địa phương sẽ tiếp tục sử dụng khung phí sử dụng đất cố định. Tuy nhiên, theo chúng tôi được biết, tính đến ngày 01/3, DIG chỉ có 3 dự án chưa được tính tiền sử dụng đất có thể bị ảnh hưởng bởi Quyết định 120, gồm 331 ha khu du lịch sinh thái Long Tân, 500 ha khu đô thị An Thới và 200 ha của dự án Long Thành.

(1) Để biết thêm thông tin chi tiết về các dự án của DIG, vui lòng xem báo cáo cập nhật của chúng tôi ngày 11/1/2011.

18 tháng 7 năm 2011

## Định giá

Chúng tôi tiếp tục định giá DIG dựa trên sự kết hợp hai phương pháp chiết khấu dòng tiền và giá trị tài sản ròng, nâng tỷ lệ chiết khấu từ 20% lên 30% và điều chỉnh giá bán dự án theo tình hình thị trường và hiện trạng chuyển nhượng của các dự án. Mặc dù mức định giá mới giảm khoảng 14% từ 36.700 (theo báo cáo tháng 1) xuống 31.600, phản ánh tình hình trầm lắng chung trong ngành bất động sản nhưng chúng tôi tin rằng giá cổ phiếu hiện tại của DIG (16.900 đ) là không tương xứng với giá trị quỹ đất sạch của công ty. Chúng tôi nâng khuyến nghị từ **NẮM GIỮ** sang **MUA**, với giá mục tiêu tăng 87% so với giá hiện tại.

Tại mức P/B 0,7x, DIG đang được giao dịch thấp hơn 26% so mức trung bình ngành, hiện cũng đang ở mức rất thấp là 0,95x. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng phương pháp P/B đánh giá không khách quan những công ty có thể mua đất với giá thấp như DIG.

Dự án	NPV (tỷ đồng)	Phương pháp	Giá (VND mn/m2)	SFA/M LA	Tiến độ
Chí Linh - Lake Side	120	DCF	12,7	57.021	Đã bán, dự kiến ghi nhận doanh thu trong năm 2011
Chí Linh - Gateway	191	DCF	12,0	127.500	Chưa khởi công
Chí Linh - Phoenix residential towers	171	DCF	14,0	59.689	Nền móng
Chung cư Thủy Tiên	61	DCF	18,0	16.151	Nền móng
Đại Phước - DIG (100%)	686	Thị giá	4,2	365.942	Cơ sở hạ tầng
Đại Phước - VinaCapital, Lotus (28%)	152	Thị giá	9,6	31.416	Đang bán
Đại Phước - VinaCapital, khác (28%)	268	Thị giá	5,0	199.629	Chưa khởi công
Đại Phước - JVs (22%)	2	Thị giá	3,4	77.620	Chưa khởi công
An Sơn Đà Lạt	52	Thị giá	5,6	28.947	Đang bán
Hiệp Phước, Đồng Nai Nhơn Trạch	35	Thị giá	3,0	34.813	Cơ sở hạ tầng
Nam Vĩnh Yên	1.247	Thị giá	8,0	260.000	Cơ sở hạ tầng
Phú Mỹ BRVT	44	Thị giá	5,5	19.687	Cơ sở hạ tầng
KDC phường 4 Hậu Giang	70	GT sổ sách	na	184.142	Đã đền bù 46ha
KDC số 1 phía đông đường 3/2 BRVT	80	GT sổ sách	na	20.000	1/500
<i>(các dự án sơ khai không được tính vào mô hình NAV)</i>					
Tổng giá trị các dự án	3.180				
Cộng: Tiền & Đầu tư ngắn hạn	490				
Trừ: Nợ	580				
Giá trị vốn CSH	3.090				
Số cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	97,8				
<b>NAV /cp</b>	<b>31.592</b>				

## Rủi ro

Trong bối cảnh lạm phát còn căng thẳng, lãi suất khó có thể giảm nhiều hơn từ mức hiện tại cho đến cuối năm 2011. Lãi suất cao có ảnh hưởng trực tiếp lẫn gián tiếp đến các công ty bất động sản như DIG thông qua tác động lên những khách hàng sử dụng đòn bẩy.

Rủi ro tiền thu về từ dự án Nam Vĩnh Yên và Đại Phước, nguồn tài trợ chính cho các dự án mới của DIG, có thể sẽ chậm hơn kế hoạch. Nếu điều này xảy ra, DIG có thể phải vay nợ để tài trợ cho các dự án mới trong 6 tháng cuối năm, khiến rủi ro lãi suất của DIG tăng cao hơn.

Lĩnh vực bất động sản hiện đang trên đà suy giảm kể từ khi ảnh hưởng của chính sách thắt chặt tiền tệ trở nên đậm nét. Xu hướng sụt giảm có thể vẫn kéo dài nên tín dụng tiếp tục thắt chặt và tình hình chung của nền kinh tế chưa được cải thiện rõ nét.

18 tháng 7 năm 2011

### Phân tích kỹ thuật

**Raphael Wilhelm, CFT**

Giám đốc Kỹ thuật

Raphael.wilhelm@vcsc.com.vn

+84 3 3814 5588, ext 134

DIG sắp hình thành mô hình đáy đôi quanh mức 16,80. Đáy đôi thường xuất hiện ở cuối giai đoạn suy giảm đáng kể. Các chỉ số xung lượng trung hạn (đường màu đỏ và vùng màu xanh nước biển trong biểu đồ) đã nỗ lực bật lên, trong khi đường giá đi ngang quanh mức 17.000. Điều này dẫn đến sự phân kỳ dương của đường xung lượng và đường giá (được đánh dấu bởi 2 đường màu xanh lá cây). Sự phân kỳ dương của đường xung lượng/đường giá cho thấy điểm đảo chiều của cổ phiếu cùng tín hiệu thay đổi xu hướng. Có thể DIG đã chạm vùng giá thấp nhất trong năm.

**Điểm mua vào 1:** MUA ở giá hiện tại

**Điểm mua vào 2:** Nhà đầu tư ngại rủi ro có thể MUA sau khi DIG đóng cửa trên mức 18.600

**Điểm chốt lời:** 21.500

**Điểm cắt lỗ:** 15.800

### Đồ thị tuần



# Tổng CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng (HSX: DIG)

Cập nhật

18 tháng 7 năm 2011

## Tóm tắt tài chính

BC KQHKD	2008	2009	2010	Cân đối kế toán	2008	2009	2010
Doanh thu thuần	654	1,631	1,195	<b>Tài sản</b>			
- Giá vốn hàng bán	(470)	(922)	(587)	+ Tiền và tương đương	293	1,040	436
Lợi nhuận gộp	184	709	607	+ Đầu tư tài chính ngắn hạn	328	108	251
- Chi phí bán hàng	(39)	(51)	(58)	+ Các khoản phải thu	110	394	882
- Chi phí quản lí doanh nghiệp	(42)	(72)	(83)	+ Hàng tồn kho	825	668	998
Lợi nhuận thuần HKD	102	587	466	+ Tài sản ngắn hạn khác	104	88	174
- (Lỗ) / lãi tỷ giá	4	(42)	(13)	<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1,660</b>	<b>2,298</b>	<b>2,741</b>
- Lợi nhuận khác	261	161	161	+ Nguyên giá tài sản cố định	334	369	408
LN trước thuế & chi phí tài chính	367	706	614	- Khấu hao lũy kế	(90)	(107)	(123)
- Chi phí lãi vay	(18)	(9)	(14)	+ Tài sản cố định	244	262	285
Lợi nhuận trước thuế	349	696	600	+ Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-
- Thuế TNDN	(93)	(118)	(148)	+ Tài sản dài hạn khác	778	1,045	1,201
LNST	256	578	452	<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>1,022</b>	<b>1,307</b>	<b>1,486</b>
- Lợi ích cổ đông thiểu số	5	(5)	(3)	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>2,683</b>	<b>3,605</b>	<b>4,227</b>
LNST của cổ đông CT Mệ	261	573	449				
EPS (đ)	7,061	8,188	4,490	<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>			
EBITDA	102	587	466	+ Phải trả ngắn hạn	53	84	73
Khấu hao	-	-	-	+ Vay và nợ ngắn hạn	39	65	170
Tăng trưởng doanh thu	-	149.5%	(26.8%)	+ Phải trả ngắn hạn khác	1,608	644	910
Tăng trưởng LN HKD	-	473.3%	(20.5%)	<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>1,701</b>	<b>793</b>	<b>1,153</b>
Tăng trưởng EBIT	-	92.2%	(13.0%)	+ Vay và nợ dài hạn	268	424	392
Tăng trưởng EPS	-	16.0%	(45.2%)	+ Phải trả dài hạn khác	10	93	195
<b>Chỉ số khả năng sinh lợi</b>				<b>Nợ dài hạn</b>	<b>278</b>	<b>517</b>	<b>586</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	28.1%	43.5%	50.8%	<b>Tổng nợ</b>	<b>1,979</b>	<b>1,311</b>	<b>1,739</b>
Tỷ suất LNST	39.2%	35.4%	37.8%	+ Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-
ROE DuPont	36.4%	38.6%	18.9%	+ Thặng dư vốn cổ phần	143	1,046	1,046
ROA DuPont	9.5%	18.4%	11.5%	+ Vốn đầu tư của CSH	370	700	1,000
Tỷ suất EBIT	56.2%	43.3%	51.4%	+ Lợi nhuận chưa phân phối	139	497	384
LNTT / LNST	73.4%	83.0%	75.3%	+ Lợi ích cổ đông thiểu số	52	51	59
LNTT / EBIT	95.1%	98.7%	97.7%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>704</b>	<b>2,294</b>	<b>2,488</b>
Vòng quay tổng tài sản	0.24x	0.52x	0.31x	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>2,683</b>	<b>3,605</b>	<b>4,227</b>
Đòn bẩy tài chính	3.81x	2.10x	1.64x				
ROIC	25.3%	30.5%	15.5%	<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				<b>Tiền đầu năm</b>	-	<b>293</b>	<b>1,040</b>
Số ngày phải thu	640.5	295.6	517.7	<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>261</b>	<b>573</b>	<b>449</b>
Số ngày tồn kho	30.8	56.4	194.8	+ Chi phí khấu hao	-	-	-
Số ngày phải trả	20.6	27.2	48.9	+ Điều chỉnh	554	(966)	(707)
Thời gian luân chuyển tiền	650.7	324.8	663.7	+ Thay đổi vốn lưu động	-	-	-
Vòng quay hàng tồn kho	0.57x	1.23x	0.70x	<b>Tiền từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>815</b>	<b>(393)</b>	<b>(258)</b>
<b>Chỉ số thanh khoản/đòn bẩy tài chính</b>				+ Thanh lý tài sản cố định	5	3	1
CS thanh toán hiện hành	0.98x	2.90x	2.38x	+ Chi mua sắm TSCĐ	(34)	(10)	(26)
CS thanh toán nhanh	0.49x	2.05x	1.51x	+ Tăng (giảm) đầu tư	-	-	-
CS thanh toán tiền mặt	0.17x	1.31x	0.38x	+ Các hoạt động đầu tư khác	-	-	-
Nợ / Tài sản	11.5%	13.6%	13.3%	<b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>(376)</b>	<b>41</b>	<b>(266)</b>
Nợ / Vốn sử dụng	30.4%	17.6%	18.4%	+ Cổ tức đã trả	(46)	(31)	(56)
Nợ / Vốn CSH	43.7%	21.3%	22.6%	+ Tăng (giảm) vốn	-	983	6
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	1.5%	1.8%	4.0%	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	39	26	105
Nợ dài hạn / Vốn CSH	10.0%	11.8%	9.3%	+ Thay đổi nợ dài hạn	268	156	(32)
Khả năng thanh toán lãi vay	20.32x	74.64x	43.17x	+ Các hoạt động tài chính khác	3	0	0
Định giá				<b>Tiền từ hoạt động tài chính</b>	<b>(146)</b>	<b>1,100</b>	<b>(80)</b>
P/E	-	9.00x	9.13x	Lưu chuyển tiền thuần	293	747	(604)
P/B	-	2.30x	1.69x	<b>Tiền cuối năm</b>	<b>293</b>	<b>1,040</b>	<b>436</b>
EV / EBITDA	-	9.71x	10.12x				
Giá trị sổ sách/ cp (đồng)	17,618	32,043	24,294				

Đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác

See important disclosure at the end of this document

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn) | VCSC<GO>

Viet Capital Securities | 5



18 tháng 7 năm 2011

### Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Phương Tôn, 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>NẮM 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 việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**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.

18 tháng 7 năm 2011

## Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
11/01/2011	NĂM GIỮ	38,100	37,000
18/07/2011	MUA	16,900	31,600

## Liên hệ

### Trụ sở chính

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

### Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 4 6262 6999

### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

## Phòng Nghiên Cứu

### Giám đốc Nghiên Cứu

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

### Phòng Nghiên Cứu

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

**Trưởng phòng**, Vũ Thanh Tú, ext 105  
**CV Kinh tế**, Đoàn Thị Thu Hoài, ext 139  
**CV cao cấp**, Đinh Thị Như Hoa, ext 140  
**CV cao cấp**, Phạm Cẩm Tú, ext 120  
**CV cao cấp**, Tôn Minh Phương, ext 146

**Chuyên viên**, Hoàng Hương Giang, ext 142  
**Chuyên viên**, Trần Tuấn Anh, ext 145  
**Chuyên viên**, Vũ Thị Trà Lý, ext 147  
**Chuyên viên**, Lê Trần Anh Vinh, ext 130  
**Chuyên viên**, Vũ Hoàng Việt, ext 143  
**Chuyên viên**, Doãn Chí Thiên

## Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

### Tổ chức nước ngoài

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

### Tổ chức trong nước

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

### Phân tích kỹ thuật

Raphael Wilhelm, CFT  
+84 8 3914 3588, ext 134  
[raphael.wilhelm@vcsc.com.vn](mailto:raphael.wilhelm@vcsc.com.vn)

### Khách hàng Nhật

Trần Minh Huệ  
+84 8 3914 3588, ext 122  
[hue.tran@vcsc.com.vn](mailto:hue.tran@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)

18 tháng 7 năm 2011

## 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.