

Ngày 15 tháng 08 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

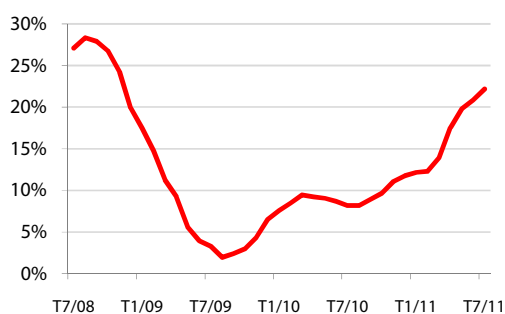
Báo cáo chuyên đề nghiên cứu

phanhich@vdsc.com.vn

CẬP NHẬT CỔ PHIẾU TRIỂN VỌNG 2011

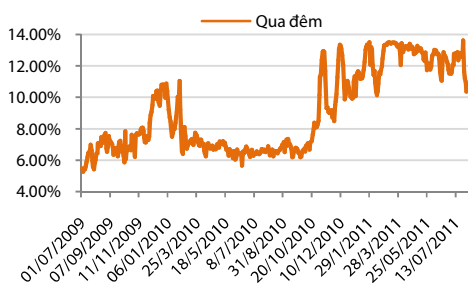
KINH TẾ VĨ MÔ

Diễn biến chỉ số CPI theo năm



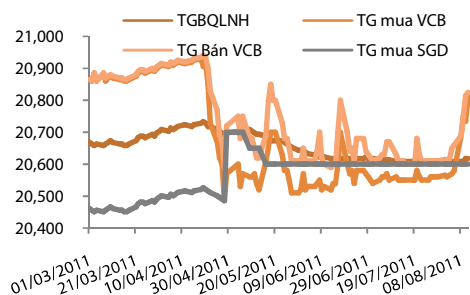
Nguồn: GSO

Diễn biến lãi suất liên ngân hàng



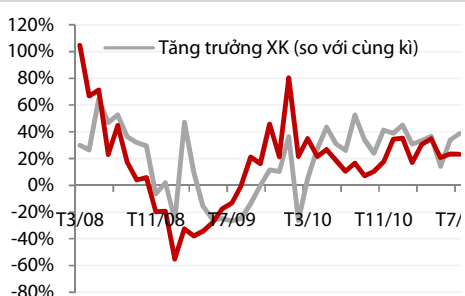
Nguồn: SBV

Diễn biến tỷ giá trong thời gian qua



Nguồn: SBV, Vietcombank

Tăng trưởng xuất nhập khẩu trong thời gian qua



Nguồn: GSO

Kinh tế vĩ mô quý II/2011

Nghị quyết 11 về việc thi hành chính sách tiền tệ thắt chặt và ưu tiên ổn định kinh tế vĩ mô của Thủ tướng Chính phủ sau gần 6 tháng thực thi đã bước đầu bộc lộ kết quả.

Tăng trưởng tín dụng

Cung tiền VND bị thắt chặt nhằm kiểm chế lạm phát khiến lãi suất tăng mạnh. Bất chấp trần lãi suất huy động bị giới hạn ở 14%, tình trạng vượt rào không còn là chuyện xa lạ trong hệ thống ngân hàng. Trong khi đó, lãi suất cho vay có thể điểm vượt lên đến 27% và phổ biến ở mức 22% - 24%.

Đối với USD, dù hàng loạt biện pháp được NHNN mạnh tay thực hiện như hạn chế đối tượng được vay USD, tăng dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi ngoại tệ không kỳ hạn tại các TCTD lên 7% nhưng lãi suất vay USD vẫn hấp dẫn so với lãi suất vay VND.

Tăng trưởng tín dụng 6 tháng đầu năm đã thể hiện khá rõ sự bất cân xứng giữa lãi suất của hai loại tiền tệ này. Tính đến ngày 10/06, tăng trưởng tín dụng tăng 7,05%, trong đó tăng trưởng tín dụng bằng VND tăng 2,72% và tăng trưởng tín dụng bằng ngoại tệ tăng 22,2%.

Dự trữ ngoại hối

Tận dụng thời cơ tỷ giá ổn định và nguồn cung USD cải thiện, NHNN đã đẩy mạnh mua USD trong 3 tháng 5, 6 và 7, nâng dự trữ ngoại hối của VN ước tính lên 17,5 tỷ USD (tương đương gần 2 tháng nhập khẩu) và tiến sát về mức đảm bảo an toàn (theo World Bank là 2,5 tháng).

Lạm phát

Sau hai tháng hạ nhiệt, CPI tháng 7 bất ngờ tăng 1,17% so với tháng 6, và tăng 22,16% so với cùng kỳ - mức tăng cao nhất kể từ tháng 12/2008. Như vậy, 7 tháng đầu năm, lạm phát đã tăng đến 14,61% và theo kế hoạch 17% thì dư địa còn lại cho 5 tháng cuối năm là 2,39%. Lạm phát bùng phát trở lại chủ yếu do sự tăng giá của một số mặt hàng lương thực thực phẩm.

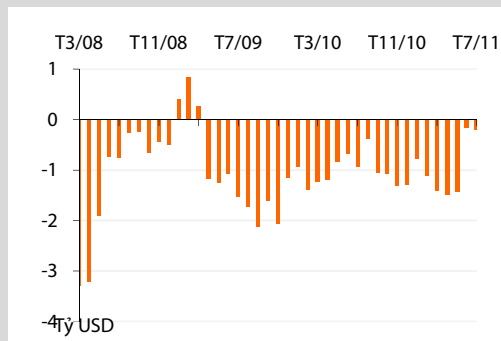
Các vấn đề kinh tế quý III/2011

Vấn đề kinh tế thế giới trở nên trầm trọng hơn sau sự kiện nâng trần nợ của Mỹ và nợ công châu Âu ngày càng bộc lộ thêm nhiều điểm yếu sẽ ảnh hưởng lớn đến việc thực thi chính sách nhằm ổn định kinh tế vĩ mô Việt Nam.

Lãi suất và tỷ giá. Đưa lãi suất cho vay về quanh mức 17% - 19% vào tháng 9 đang là vấn đề được Tân Thống đốc NHNN quan tâm. Tuy nhiên, việc thực hiện thành công thông điệp này hiện trở nên khó khăn hơn bởi các tác động nằm ngoài tầm kiểm soát của NHNN. Trước hết là lạm phát theo năm đã đạt đến 22%, do vậy, muốn giảm được lãi suất, yếu tố cần đầu tiên là kiểm soát thành công lạm phát. Ngoài ra, tính hấp dẫn của vàng đang tăng lên bởi bất ổn của thế giới sẽ làm giảm nguồn tiền tiết kiệm VND và giảm cung thị trường tiền tệ. Và thứ 3 là tỷ giá có khả năng biến động do ảnh hưởng của giá vàng. Quá khứ cho thấy, lãi suất VND thường tăng lên khi có sự biến động của tỷ giá.

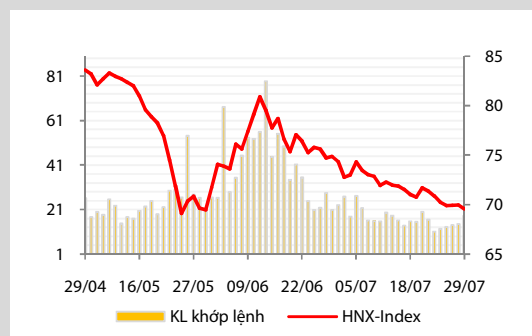
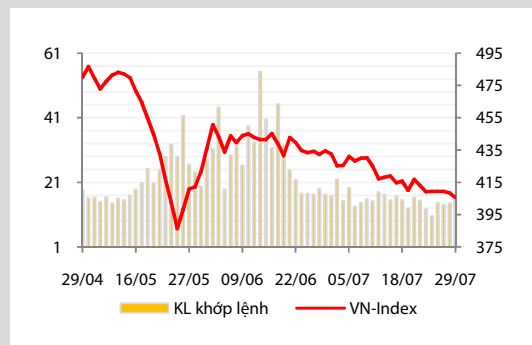
Lạm phát sẽ vẫn là vấn đề lớn trong các tháng còn lại bởi rủi ro chủ yếu do tác động từ bên ngoài. Các biện pháp nhằm kích thích tăng trưởng kinh tế Mỹ của Cục dự trữ liên bang (FED) sẽ đẩy giá hàng hóa nguyên liệu tăng mạnh và ảnh hưởng đến giá hàng hóa trong nước. Vấn đề này cùng với yếu tố mùa vụ sẽ

Diễn biến nhập siêu trong thời gian qua



Nguồn: GSO

Biến động hàng ngày VNIndex & HNIndex



Nguồn: RongvietSecurities

khiến các nỗ lực kiểm chế CPI giai đoạn cuối năm gặp nhiều khó khăn hơn. Tuy nhiên, hai yếu tố khác mang đến kỳ vọng tốc độ tăng CPI sẽ chậm lại là các biện pháp kiểm soát lạm phát sau 6 tháng thực thi sẽ phát huy tác dụng và cơ hội giảm giá xăng do giá thế giới giảm xuống dưới mức 90 USD/thùng, tạo động lực giảm giá nhiều loại mặt hàng.

Thâm hụt thương mại. Sau hai tháng xuất siêu vàng, Việt Nam đang phải nhập khẩu trở lại loại hàng hóa này. 10 tấn vàng là con số được NHNN đề cập (5 tấn đã được cấp hạn ngạch đến 31/08 và 5 tấn tiếp theo sẽ được xét đến nếu tiếp tục có biến động bất thường). Ngoài ra, còn phải tính đến yếu tố mùa vụ khi nhập siêu thường có xu hướng tăng vào cuối năm. Việc nhập khẩu vàng và áp lực nhập khẩu xăng dầu do Nhà máy lọc dầu Dung Quất tạm dừng hoạt động trong hai tháng có thể sẽ khiến nhập siêu tăng mạnh trở lại lên trên mức 1 tỷ USD trong tháng 8 và 9.

Thị trường chứng khoán Quý II/2011 và triển vọng Quý III/2011

Chính sách thắt chặt tiền tệ được triệt để thực hiện, đặc biệt hạn mức tín dụng cho lĩnh vực phi sản xuất năm 2011 giới hạn ở 16% khiến dòng tiền cho lĩnh vực chứng khoán bị hạn chế đáng kể. Ngoài ra, do lạm phát và lãi suất tăng lên mức cao nhất kể từ năm 2008, hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết không khả quan. Lãi suất tiền gửi trở nên hấp dẫn và an toàn hơn so với các tài sản đầu tư tài chính khác càng làm hạn hẹp dòng vốn đầu tư chứng khoán. Thị trường quý II/2011 chủ yếu diễn biến theo chiều hướng tiêu cực.

Thanh khoản thị trường giảm sút liên tục qua từng phiên. Bình quân trong quý II, tổng giá trị khớp lệnh trên cả hai sàn chỉ đạt 785,9 tỷ đồng, giảm 29% so với mức bình quân của quý I/2011. Dòng vốn đầu tư nước ngoài vào chứng khoán nửa đầu năm giảm mạnh. Trong quý II, giá trị mua ròng của khối ngoại trên sàn HSX là 25,7 tỷ đồng (+4%) và trên sàn HNX là 2,8 tỷ đồng (-68%). Giá trị ròng tăng trên sàn HSX chủ yếu nhờ có khoảng 7 triệu cổ phiếu VNM được khối này mua vào khi room sở hữu VNM dành cho khối ngoại tăng thêm 3% lên 49%. So với cùng kỳ năm 2010, giá trị giao dịch ròng của NĐT nước ngoài giảm 68% trên HSX và giảm 9% trên HNX.

Dòng tiền và tâm lý NĐT sẽ tiếp tục chi phối thị trường trong những tháng còn lại của năm. Lạm phát, lãi suất và thâm hụt thương mại vẫn là vấn đề lớn bởi xuất hiện các tác động từ ngoại cảnh. Thêm vào đó, với chủ trương duy trì chính sách tiền tệ thắt chặt đến năm 2012, tín dụng cho lĩnh vực phi sản xuất bị hạn chế, cộng với xu hướng giảm dần đầu tư của khối ngoại, khó có thể kỳ vọng dòng tiền cho TTCK sẽ nhanh chóng được cải thiện. Ở chiều ngược lại, các biện pháp điều hành vĩ mô bắt đầu bộc lộ kết quả tích cực, đặc biệt khả thành công đối với ổn định tỷ giá VND/USD và dự trữ ngoại hối sẽ là yếu tố hỗ trợ cho việc thực thi chính sách cuối năm. Yếu tố hỗ trợ thứ hai là mặt bằng lãi suất cho thấy đã đạt đỉnh và bắt đầu chu kỳ giảm dần.

Trước những thách thức cũng như triển vọng trên, khả năng bứt phá mạnh là khá thấp, song chúng tôi lạc quan với triển vọng ổn định hơn của thị trường. Ngoài ra, sự suy giảm kéo dài đã khiến nhiều cổ phiếu bị định giá thấp so với tiềm năng tăng trưởng, giai đoạn hiện tại là cơ hội tốt cho những NĐT giá trị sàng lọc và tích lũy cổ phiếu có cơ bản tốt.

Cập nhật danh mục đầu tư

Báo cáo này là bản cập nhật của 'Báo cáo Cổ phiếu triển vọng năm 2011'. Về quan điểm lựa chọn cổ phiếu, chúng tôi vẫn giữ nguyên các tiêu chí lựa chọn đã

được xác định trong Báo cáo trước đây. Báo cáo này cập nhật một số nội dung sau:

- Kết quả kinh doanh quý 2 và lũy kế 6 tháng đầu năm 2011 của các công ty được đề cập trong Báo cáo.
- Đánh giá lại triển vọng kinh doanh 6 tháng còn lại của năm và kết quả kinh doanh của cả năm 2011.

Định giá lại các công ty trên cơ sở triển vọng kinh doanh năm 2011 và tình hình kinh tế hiện tại.

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	45.000	Sản lượng khí phân phối tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2011. Giá dầu và các loại nhiên liệu khác tăng tạo thuận lợi cho PGD trong việc gia tăng lợi nhuận.	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	36.000	Giá phân bón đứng ở mức cao	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	33.000	Sản lượng tăng do Khu liên hợp hoạt động hết công suất trong năm 2011 Dây chuyền sản xuất có chiều sâu	Thị trường thép xây dựng đang chịu ảnh hưởng nặng từ khó khăn của nền kinh tế 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	22.000	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

Ngày 15/08/2011

PHR	38.000	Giá cao su tăng mạnh giúp lợi nhuận PHR tăng mạnh	Tăng trưởng lợi nhuận phụ thuộc vào giá cao su thế giới, 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	19.400	Tốc độ tăng trưởng tài sản nhanh ROE ngày càng cải thiện Khả năng hoàn thành kế hoạch kinh doanh 2011	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 quanh mức 1,0 (x)	Tâm lý e ngại đối với cổ phiếu công ty chứng khoán trong giai đoạn thị trường chứng khoán gặp nhiều khó khăn	Trung hạn	Cơ hội
SJS	30.000	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

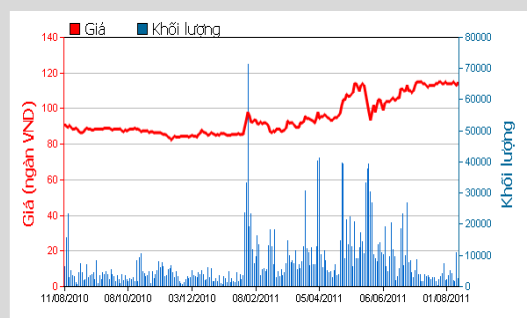
ĐỊNH GIÁ

128.400

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 15/08/11) (VND)	115.000
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	115.000
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	82.500
Số CP đang lưu hành	370.721.660
KLGBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	237.457
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	42.645
P/E (2010) (x)	11,2
Forward P/E (2011) (x)	10,7
P/BV (30/6/2011) (x)	3,8

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2009A	2010A	6T2011	2011F
DT	10.614	15.753	9.956	20.364
LNTT	2.731	4.251	2.494	4.725
LNST	2.376	3.616	2.114	3.930
VĐL	3.513	3.531	3.708	3.708(*)
VCSH	6.456	7.964	11.323	12.218
TTS	8.482	10.773	14.699	15.027
ROA (%)	28,0	33,6	-	26,2
ROE (%)	36,8	45,4	-	32,2
EPS (VND)	6.769	10.251	5.904	10.703
GTSS (VND)	18.378	22.562	30.535	33.273
Cổ tức (%)	30	40	-	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

Người phân tích vẫn giữ quan điểm đưa ra ở báo cáo trước - VNM là một trong những lựa chọn an toàn cho đầu tư dài hạn với tỷ suất lợi nhuận vượt trội và tiềm năng tăng trưởng lớn trong khi rủi ro kinh doanh thấp. Với việc phát hành thành công 10,7 triệu cổ phiếu với mức giá trung bình cao hơn giá thị trường tại thời điểm phát hành 25% cho đối tác nước ngoài, VNM đã thể hiện được sức hấp dẫn của mình trong tình hình thị trường đi xuống. Tuy nhiên, điều này cũng cho thấy rằng, đầu tư vào VNM là đầu tư dài hạn và khó tìm được “giá tốt” ngay cả khi thị trường ảm đạm.

VNM phát hành riêng lẻ thành công 10,7 triệu cổ phiếu nâng tỷ lệ sở hữu NĐTNN lên 49%. Tháng 5/2011, VNM phát hành riêng lẻ thành công 10,7 triệu cổ phiếu tương đương 3% vốn điều lệ cho 5 nhà đầu tư nước ngoài, nâng tỷ lệ nắm giữ của NĐTNN tại VNM lên 49%. Giá chào bán thành công bình quân 129.359 đồng/cp, cao hơn khoảng 25% so với giá tại thời điểm đó, cho thấy sự hấp dẫn của cổ phiếu VNM đối với các nhà đầu tư dài hạn. Tổng số tiền thu được từ đợt chào bán hơn 1.384 tỷ đồng được sử dụng cho các dự án nằm trong kế hoạch đầu tư tài sản trong năm nay của VNM.

Tiến độ thực hiện và giải ngân một số dự án của VNM trễ hơn so với kế hoạch. Các dự án dự kiến hoàn thành trong năm nay như nhà máy Dielac 2 tại KCN Việt Nam – Singapore, nhà máy sữa Mega tại Bình Dương, nhà máy sữa Đà Nẵng tại KCN Khánh Hòa đều bị kéo dài thời gian sang năm sau. Dự kiến năm nay, VNM chỉ giải ngân khoảng trên 3.000 tỷ đồng so với kế hoạch 4.255 tỷ.

Bên cạnh đó, dự án phát triển đàn bò sữa của VNM cũng khó có thể thực hiện theo đúng lộ trình đạt 80.000 con vào năm 2015 do gặp khó khăn trong việc phát triển trang trại bò sữa. Đàn bò sữa của VNM hiện nay vào khoảng 6.000 con và chưa có kế hoạch nhập thêm trong năm nay.

2 quý đầu năm tỷ suất lợi nhuận gộp của VNM giảm nhẹ so với cùng kỳ. Sáu tháng đầu năm 2011 biên lợi nhuận gộp của VNM vào khoảng 32,3%, giảm 2,4% so với cùng kỳ và giảm 0,5% so với bình quân năm 2010. Nguyên nhân chủ yếu làm giảm biên lợi nhuận gộp là do từ đầu năm đến nay giá sữa nguyên liệu tăng từ 4-12% tùy loại, song VNM không điều chỉnh việc tăng giá tương ứng. VNM thực hiện cam kết bình ổn giá đối với sữa bột và chỉ có 1 đợt tăng giá 5% vào đầu năm đối với nhóm sữa tươi và sữa chua. Theo kế hoạch dự kiến của VNM, từ đây đến cuối năm sẽ không có đợt tăng giá nào nữa, do vậy nhiều khả năng biên lợi nhuận gộp sẽ tiếp tục giảm, xoay quanh mức 31,5-32%. Tuy nhiên đây vẫn là một mức sinh lời tốt đối với các doanh nghiệp sản xuất trong ngành chế biến thực phẩm.

Hoạt động kinh doanh 6 tháng đầu năm tăng trưởng tốt và nhiều khả năng VNM sẽ hoàn thành vượt kế hoạch cả năm. Lũy kế 6 tháng đầu năm doanh thu đạt 9.955,8 tỷ đồng, tăng 37% so với cùng kỳ và lợi nhuận sau thuế đạt 2.113,6 tỷ đồng, tăng 21%. Theo đó, Công ty đã hoàn thành 49% kế hoạch doanh thu và 59% kế hoạch lợi nhuận sau thuế. Với kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm khả quan, cùng với việc nhu cầu tiêu thụ thường tăng mạnh vào 2 quý cuối năm, thì khả năng hoàn thành kế hoạch của VNM là hoàn toàn khả thi, thậm chí lợi nhuận sau thuế có thể đạt tới con số ~4.000 tỷ đồng.

Rủi ro: Theo quan sát của chúng tôi, kế hoạch phát triển đàn bò sữa của VNM mang tính dài hạn nhiều hơn, vì thế, chưa nên đặt kỳ vọng nhiều đối với dự án này trong ngắn hạn. Ngoài ra, 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

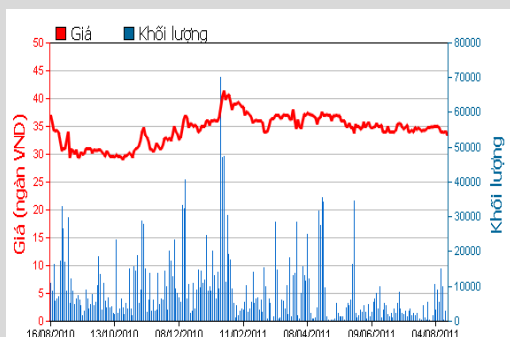
ĐỊNH GIÁ

45.521

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 15/08/11) (VND)	33.400
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	41.400
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	29.000
Số CP đang lưu hành	42.900.000
KLGBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	256.278
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1432,9
P/E (2010) (x)	5,4
Forward P/E (2011) (x)	3,7
P/BV (30/06/2011) (x)	1,7

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2010A	6T/2010	2011KH	2011F
DT	2.123,4	1.517,7	3.158,0	3.446,7
LNTT	289,3	239,1	172,0	515,8
LNST	216,9	179,2	129,0	386,8
VĐL	428,6	429,0	429,0	428,6
VCSH	718,0	825,5		951,0
TTS	977,6	1.240,9		1.389,3
ROA (%)	22,2	-		27,8
ROE (%)	30,2	-		40,7
EPS (VND)	6.241	-		9.017
GTSS (VND)	16.751	19.242		22.167
Cổ tức (%)	30	-	23	30

Nguồn: BCTC_PGĐ và RongViet Securities ước tính

CTCP PHÂN PHỐI KHÍ THẤP ÁP ĐẦU KHÍ VIỆT NAM

TIỆN ÍCH CÔNG CỘNG - GAS

Lũy kế 6 tháng, doanh thu của PGD gần tương đương với mức dự phóng của chúng tôi nhưng lợi nhuận lại vượt trội do giá đầu vào không tăng như dự báo ban đầu. Trong báo cáo cập nhật này, sản lượng tiêu thụ dự phóng năm 2011 thấp hơn do diễn biến nền kinh tế không thuận lợi và các dự án mở rộng bị chậm tiến độ. Do đó, doanh thu dự phóng sụt giảm so với báo cáo lần đầu. Tuy nhiên, giá khí đầu vào không cao như đã dự phóng nên lợi nhuận dự phóng trong báo cáo này lại cao hơn.

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 3x là rất đáng xem xét.

Giá khí đầu vào và đầu ra tiếp tục tăng trong quý 2. Giá khí đầu vào tiếp tục tăng thêm 12,4% so với quý 1 và đạt 5,97 USD/MMBTU trong quý 2. Trong khi đó, sau khi đã tăng mạnh trong quý 1, giá khí bán ra chỉ tăng 5,3% và đạt 7,39 USD/MMBTU. Lũy kế 6 tháng, giá đầu vào bình quân là 5,65 USD/MMBTU, tăng 16% so với cùng kỳ, và giá bán ra bình quân là 7,21USD/MMBTU, tăng 21,1% so với cùng kỳ. Nhờ đó, tỷ suất lãi gộp được cải thiện so với cùng kỳ.

Kết quả kinh doanh lũy kế 6 tháng đạt mức cao so với cùng kỳ. Sau 6 tháng đầu năm, sản lượng tiêu thụ của PGD tăng 23,8% so với cùng kỳ và đạt hơn 10,3 triệu MMBTU. Cùng với giá bán và tỷ giá tăng, PGD đã đạt doanh thu 1.517,7 tỷ, tăng 60,4% so với cùng kỳ. Ngoài ra, sản lượng tiêu thụ tăng mạnh và giá đầu vào tăng ít hơn giá đầu ra làm cho tỷ suất lãi gộp tăng từ 18,2% lên 20,2%. Do đó, lợi nhuận sau thuế của PGD cũng tăng hơn gấp đôi so với cùng kỳ và đạt 179,2 tỷ.

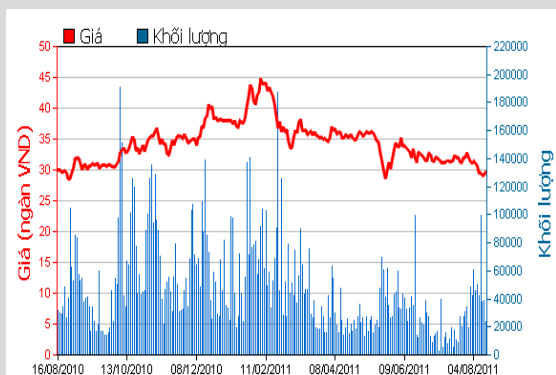
Dự phóng: Lũy kế 6 tháng, PGD chỉ hoàn thành khoảng 42,2% kế hoạch sản lượng là 611,56 triệu m3. Bên cạnh đó, hai dự án ở KCN Nhơn Trạch và KCN Hiệp Phước bị chậm tiến độ và có khả năng đi vào hoạt động từ đầu quý 4 thay vì quý 3 như dự kiến. Trước diễn biến không thuận lợi của ngành sắt thép, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ khí trong năm 2011 vào khoảng 570 triệu m3 (hoàn thành 93,2% kế hoạch). Ngoài ra, giá khí bán ra bình quân trong năm nay được dự phóng là 7,31 USD/MMBTU nên doanh thu dự phóng ở mức 3.446,7 tỷ, tăng 62,3% so với năm 2010. Trong khi đó, giá gas bình quân đầu vào được dự phóng là 5,83 USD/MMBTU nên tỷ suất lãi gộp dự phóng ở mức 19,9%. Cùng với dự phóng lợi nhuận từ hoạt động tài chính và các chi phí hoạt động khác, chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của PGD vào khoảng 386,8 tỷ, tương đương mức EPS là 9.017 đồng/cp.

Triển vọng tăng trưởng của PGD là khá tốt. Hiện nay, các hệ thống ống dẫn đến đến các KCN của PGD chỉ hoạt động khoảng 40-50% công suất nên khả năng tăng sản lượng tiêu thụ vẫn còn. Ngoài ra, hai dự án mở rộng thị trường đến KCN Nhơn Trạch và KCN Hiệp Phước cũng tạo điều kiện cho PGD tiếp cận các đối tượng khách hàng mới.

Tuy nhiên, PGD phải chịu rủi ro lớn đến từ biến động về giá khí đầu vào. Sau khi cổ phần hóa, PVGas có thể sẽ tăng giá bán khí cho PGD. Hiện PVGas đang khai thác khoảng 6,7 tỷ m3/năm và phần lớn khí khai thác (hơn 90%) được ưu tiên sử dụng cho sản xuất điện đạm và giá bán cũng được ưu đãi hơn so với giá bán cho sản xuất công nghiệp khác. Chính vì vậy, một trong những cách mà PVGas có thể gia tăng lợi nhuận là tăng giá bán khí cho PGD. Tuy nhiên, với việc PVGas sở hữu khoảng 50% cổ phần của PGD, chúng tôi cho rằng PVGas vẫn sẽ tạo điều kiện cho PGD tiếp tục phát triển nhưng sẽ không tăng trưởng mạnh mẽ như giai đoạn vừa qua. Mặt khác, giá bán khí của PGD vẫn còn thấp hơn khá nhiều so với các loại nguyên liệu khác nên PGD vẫn có thể tăng giá bán để bù đắp cho việc tăng giá đầu vào. Mặc dù vậy, tỷ suất lãi gộp trong các năm tới có thể giảm nhẹ do tốc độ tăng giá bán chậm hơn tăng giá đầu vào để thu hút khách hàng mới.

MCK: DPM (HSX)**NẮM GIỮ****TRUNG HẠN****ĐỊNH GIÁ****36.165****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (@ 15/08/11) (VND)	29.800
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	44.700
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	28.500
Số CP đang lưu hành	377.647.740
KLGBQ/phần (10 phần gần nhất)	734.350
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	11253,9
P/E (2010) (x)	6,6
Forward P/E (2011) (x)	3,7
P/BV (30/06/2011) (x)	1,6

Đồ thị giá 52 tuần

Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: tỷ đồng	2010 A	6T/2011	2011P	2011(F)
DT	6.618,8	4.536,5	7.000,0	9.721,3
LNTT	1.921,6	1.661,8	1.570,0	3.466,9
LNST	1.703,2	1.444,9	-	3.020,7
VĐL	3.800,0	3.800,0	-	3.800,0
VCSH	6.193,8	7.130,4	-	8.277,6
TTS	7.418,6	8.667,1	-	9.797,0
ROE	27,5%	-	-	36,5%
ROA	23,0%	-	-	30,8%
EPS (VNĐ)	4.499	3.826,0	-	7.999
GTSS (VNĐ)	16.299	18.764	-	21.919
Tỷ lệ cổ tức	20%	-	15%	20%

Nguồn: DPM và Rong Viet Securities tổng hợp

CTCP PHÂN ĐẠM VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ**HÓA CHẤT – PHÂN BÓN**

Giá phân bón cao là yếu tố chính dẫn tới kết quả kinh doanh rất khả quan của DPM trong 6 tháng đầu năm và vượt trội so với dự phóng của chúng tôi trong báo cáo khuyến nghị lần đầu. Trong thời gian còn lại của năm, giá phân bón nhiều khả năng sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao nên kết quả kinh doanh dự phóng cho cả năm nay được điều chỉnh tăng hơn so với dự báo ban đầu. Nhìn chung, triển vọng trong ngắn hạn của DPM là khá tốt, tuy nhiên, triển vọng trong dài hạn sẽ bị ảnh hưởng rất nhiều do cung phân đạm sẽ ngày càng cao hơn cầu.

Giá phân bón đã tăng mạnh từ đầu năm và DPM đã khấu hao gần hết máy móc thiết bị. Trong 6 tháng đầu năm, giá bán urê Phú Mỹ bình quân khoảng 7.250 đồng/kg và mức giá hiện tại là 9.800 đồng/kg trong khi mức giá bán bình quân của năm 2010 chỉ vào khoảng 5.942 đồng/kg. Ngoài ra, DPM chỉ đang phải khấu hao dây chuyền thu hồi khí CO₂ và một số tài sản cố định khác nên chi phí khấu hao đã giảm đáng kể trong năm nay.

Giá khí đầu vào tăng. Giá khí đầu vào trong năm nay dự kiến tăng lên 4,59 USD/MMBTU so với mức giá 3,55 USD/MMBTU của năm 2010. Mức giá này cũng là mức giá mà DPM đang tạm tính cho đến hết quý 2 và nếu mức giá mà PVGas áp dụng thực tế khác với mức giá trên thì lợi nhuận của DPM trong hai quý đầu năm sẽ phải thay đổi.

Kết quả kinh doanh lũy kế 6 tháng đầu năm rất khả quan. Kết thúc quý 2, nhờ giá phân bón tăng, doanh thu của DPM là 4.536,5 tỷ, hoàn thành 64,8% kế hoạch và tăng 37,6% so với cùng kỳ. Tỷ suất lãi gộp của DPM vẫn duy trì xu hướng tăng và đạt 39,5% trong khi cùng kỳ năm trước chỉ đạt 36,4% và cả năm chỉ đạt 36%. Ngoài ra, chỉ số chi phí bán hàng và chi phí quản lý trên doanh thu đều sụt giảm so với cùng kỳ. Về các hoạt động tài chính, các khoản lãi tiền gửi tăng mạnh (đạt 249 tỷ) làm cho lợi nhuận từ hoạt động tài chính tăng 87,5 tỷ so với cùng kỳ. Nhờ đó, lợi nhuận ròng đạt 1.444,9 tỷ tăng 60,2% so với cùng kỳ.

Dự phóng: Sản lượng tiêu thụ dự kiến cho cả năm 2011 là 800.000 tấn và giá bán bình quân trong năm là 8.522 đồng/kg. Cùng với các mảng hoạt động khác bao gồm phân phối phân bón (trong đó có sản phẩm NPK mới đưa vào thị trường từ tháng 6) và sản xuất điện nên doanh thu dự phóng năm 2011 của DPM là 9.721,3 tỷ, tăng 46,9% so với năm 2010. Mặc dù giá khí đầu vào tăng nhưng nhờ phần lớn máy móc hết khấu hao và giá phân bón cao nên chúng tôi dự phóng tỷ suất lãi ròng năm 2011 là 31,1%, tăng so với con số 25,7% của năm 2010. Do đó, LNST dự kiến năm 2011 là 3.020,7 tỷ, tương đương mức EPS là 7.949 đồng/cp.

Năm 2011 sẽ là một năm thành công của DPM nhờ giá phân bón cao, tuy nhiên triển vọng trong tương lai không thật sự quá khả quan. Từ năm 2012, nguồn cung phân đạm trong nước sẽ vượt nhu cầu trong nước khi các dự án nhà máy phân đạm hoàn thành và đi vào hoạt động. Trên thị trường thế giới, tổng cung cũng ngày càng cao hơn tổng cầu nên với mức giá cao như hiện tại thì nhiều khả năng giá phân bón sẽ có xu hướng giảm. Bên cạnh đó, giá khí đầu vào sẽ liên tục tăng làm giảm đi biên lợi nhuận của Công ty. Vì vậy, nhiều khả năng lợi nhuận ròng của DPM trong các năm tiếp theo sẽ thấp hơn năm 2011. Vì vậy, nhà đầu tư nên cân nhắc diễn biến giá phân bón trước khi quyết định đầu tư dài hạn vào cổ phiếu này.

MCK: HPG (HSX)**MUA****TRUNG HẠN****ĐỊNH GIÁ****33.231****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (15/08/11) (VND)	26.900
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	39.800
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	26.600
Số CP đang lưu hành	313.618.830
KLGBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	168.267
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	8.436
Trailing P/E (2010) (x)	4,85
Forward P/E (2011) (x)	5,02
P/BV (BV 30/06/11) (x)	1,17

Đồ thị giá 52 tuần

Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2009A	2010A	6T2011	2011F
DT	8.123,4	14.267,0	9.256,9	16.589,0
LNTT	1.510,0	1.564,1	1.158,7	1.984,9
LNST	1.271,8	1.349,3	1.027,4	1.687,1
VĐL	1.963,6	3.178,5	3.178,5	3.178,5
TTS	10.243,2	14.903,6	17.598,3	18.335,9
VCSH	4.825,1	6.398,1	7.185	7.593,8
ROA (%)	12,4	9,1	6,9	9,2
ROE (%)	26,4	21,1	16,1	23,8
EPS (VND)	6.477	4.550	3.261	5.356
GTSS (VND)	24.573	20.129	22.909	24.213
Cổ tức (%)	10	30		40

Nguồn: BCTC HPG

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

Hoạt động kinh doanh chính tiếp tục được phát huy do lợi thế từ Khu liên hợp gang thép Hòa Phát đem lại. Tuy nhiên trước điều kiện khó khăn về ngành, khả năng hoàn thành kế hoạch kinh doanh của HPG trong năm nay sẽ bị ảnh hưởng. Bên cạnh đó, với tình hình thị trường bất động sản ảm đạm, mảng kinh doanh bất động sản dự kiến sẽ không kịp đóng góp vào cơ cấu doanh thu năm 2011.

Do đó, doanh thu ước tính chỉ đạt 16.589 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế khoảng 1.687 tỷ đồng, lần lượt tương đương 95% và 90% so với kế hoạch. Mức giá hợp lý được xác định bởi phương pháp P/E và P/B hiện tại khoảng 33.231 đồng/cổ phiếu (tương đương giá trị vốn hóa 10.416 tỷ đồng)

HPG tiếp tục là một trong năm doanh nghiệp đi đầu trong phân khúc thép xây dựng và ống thép. Sáu tháng đầu năm 2011, HPG giữ vị trí thứ 02 về thị phần thép xây dựng khoảng 13,6%, sau POM (14,9%). Tuy nhiên trong 03 tháng liên tiếp trước đó (03, 04, 05), HPG đã vươn lên vị trí dẫn đầu trong ngành thép xây dựng. Đối với lĩnh vực ống thép, HPG chiếm 13,3% thị phần tiêu thụ ống thép, chỉ sau đối thủ là SeAH VN (14,3%).

Kết quả kinh doanh 2 quý đầu năm 2011 đạt mức tăng trưởng tốt cả về sản lượng, doanh thu và lợi nhuận sau thuế. So với cùng kỳ, lũy kế 6 tháng năm 2011, sản lượng thép tiêu thụ, doanh thu và lợi nhuận đạt mức tăng trưởng lần lượt là 127%, 58%, 63%. Sở dĩ, HPG đạt được những mức tăng trưởng này là do: (1) Khu Liên Hợp Gang Thép tại Hải Dương đi vào hoạt động ổn định, quý 2/2011 lợi nhuận sau thuế từ KLH này đóng góp 26,8% lợi nhuận toàn doanh nghiệp (QII/2010, con số này chỉ là 11,6%), (2) Lợi nhuận từ mảng năng lượng tăng lên đáng kể, từ 9,9% trong QII/2010 lên 29% trong QII/2011, (3) các ngành khác như nội thất, thiết bị xây dựng vẫn duy trì mức độ tăng trưởng ổn định.

Tuy nhiên, có một điểm đáng chú ý trong hoạt động tiêu thụ của HPG là sản lượng tháng 06 sụt giảm mạnh, đạt 32.000 tấn, giảm 33% so với cùng kỳ và là mức thấp nhất kể từ đầu năm 2011, do vậy lo ngại những tháng còn lại sản lượng tiêu thụ khó có thể đạt được tốc độ tăng trưởng như những tháng trước đó.

Kế hoạch kinh doanh 2011 được đánh giá khó có thể hoàn thành.

Lũy kế 06 tháng đầu năm 2011, doanh thu là 9.257 tỷ đồng, đạt 53% kế hoạch, lợi nhuận sau thuế là 1.027 tỷ đồng, đạt 55% kế hoạch năm.

Mảng thép xây dựng và ống thép của HPG sẽ gặp khó khăn trong 2 quý còn lại do yếu tố mùa vụ và thị trường tiêu thụ sắt thép có xu hướng giảm dần. Dự kiến sản lượng thép xây dựng tiêu thụ đạt 594.510 tấn, doanh thu tương ứng sẽ là 9.479 tỷ đồng và sản lượng ống thép ở mức 79.750 tấn, doanh thu ống thép ước đạt 1.688 tỷ đồng.

Mảng năng lượng tiếp tục tăng trưởng nhờ giá xuất khẩu tăng: Nhà máy than Coke gần như đã hoạt động hết công suất từ năm 2010, nên sản lượng tiêu thụ than năm 2011 vẫn ở mức tương đương như năm trước, giá xuất khẩu than năm 2011 được điều chỉnh tăng 20%-40% (Theo Vinacomin), do đó ước tính doanh thu từ ngành năng lượng sẽ tăng 25% so với năm trước, ở mức

2.104 tỷ đồng.

Riêng mảng kinh doanh bất động sản do thị trường bất động sản chưa có dấu hiệu hồi phục trở lại, dự án căn hộ cao cấp Mandarin mới hoàn thành phần móng, do vậy doanh thu và lợi nhuận từ bất động sản khó có thể được ghi nhận vào cuối năm nay

Như vậy doanh thu của HPG là 16.589 tỷ đồng (gần 95% so với kế hoạch). Lợi nhuận sau thuế ước đạt 1.687 tỷ đồng (đạt 90% kế hoạch), theo đó EPS năm 2011 dự kiến sẽ là 5.356 đồng/CP, tương ứng giá trị sổ sách 24.107 đồng/CP. 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 33.231 đồng/cổ phiếu

Rủi ro: Thị trường bất động sản và xây dựng đang trầm lắng (ảnh hưởng của các chính sách vĩ mô), do đó nhu cầu tiêu thụ thép giảm, tồn kho tăng đã ảnh hưởng đến sản xuất và kinh doanh của các doanh nghiệp ngành thép vốn đã khó khăn (chi phí nguyên vật liệu, tỷ giá, lãi suất tăng cao...). Bên cạnh đó, phân khúc thép xây dựng trong thời gian sắp tới sẽ cạnh tranh gay gắt hơn do có sự tham gia của một số doanh nghiệp trong và ngoài nước.

MCK: PGS (HSX)

CTCP KINH DOANH KHÍ HÓA LỎNG MIỀN NAM

MUA

TRUNG HẠN

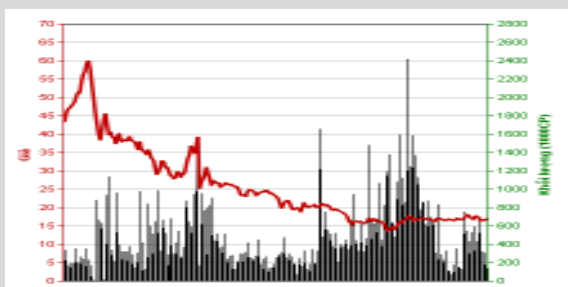
ĐỊNH GIÁ

22.348

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 15/08/11) (VND)	16.800
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	30.050
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	13.600
Số CP đang lưu hành	38.000.000
KLGBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	167.550
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	638,4
P/E (2010) (x)	1,2
Forward P/E (2011) (x)	2,6
P/BV (30/06/2011) (x)	0,9

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HNX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2010A	6T/2010	2011KH	2011F
DT	3.705,5	2.682,0	4.100	5.568,5
LNTT	312,1	230,1	180,1	400,5
LNST	225,7	142,1	-	235,9
VĐL	158,8	380,0	380,0	380,0
VCSH	2.485,6	2.917,5	-	3.187,5
TTS	350,6	715,0	-	794,6
ROA (%)	9,1	-	-	7,4
ROE (%)	64,3	-	-	29,7
EPS (VND)	14.555	-	-	6.535
GTSS (VND)	22.078	18.816	-	20.909
Cổ tức (%)	31,0	-	23	30

Nguồn: BCTC PGS và Rong Viet Securities tổng hợp

TIỆN ÍCH CÔNG CỘNG - GAS

Lũy kế 6 tháng, kết quả kinh doanh của PGS đã cao hơn kỳ vọng của chúng tôi khá nhiều do mảng CNG có kết quả kinh doanh vượt trội. Do đó, trong báo cáo này, kết quả kinh doanh dự phóng năm 2011 được điều chỉnh phù hợp hơn với tình hình hoạt động thực tế của Công ty. Có thể thấy năm 2011 là một năm thành công của PGS khi lợi nhuận từ hoạt động chính nhiều khả năng sẽ tăng mạnh so với cùng kỳ. Trong các năm tiếp theo, mức độ tăng trưởng lợi nhuận phụ thuộc vào sự phát triển của sản phẩm khí CNG và rủi ro lớn nhất đối với sản phẩm này là biến động giá đầu vào.

Giá tiêu thụ bình quân 6 tháng của LPG và CNG đều tăng mạnh so với năm 2010. Giá LPG bán lẻ sau khi giảm nhẹ vào đầu tháng 2 đã tăng mạnh trở lại và hiện đang ở mức gần 365.000 đồng/bình 12 kg (tăng 12,3% so với giá đầu năm). Nhờ đó, giá tiêu thụ LPG bình quân của PGS trong 6 tháng đầu năm tăng hơn 30% so với năm 2010. Bên cạnh đó, giá dầu cũng được duy trì ở mức cao trong giai đoạn nửa đầu năm 2011 nên giá bán CNG bình quân của PGS đạt gần 14 USD/MMBTU, tăng gần 35% so với giá bán bình quân của năm 2010.

Kết quả kinh doanh 6 tháng tăng trưởng vượt bậc so với cùng kỳ. Lũy kế 6 tháng, trong khi sản lượng tiêu thụ của các sản phẩm như LPG, xăng dầu và nhớt không có nhiều khác biệt so với năm trước thì sản lượng tiêu thụ CNG đã tăng mạnh, đạt 51,3 triệu m3 và gần bằng sản lượng của cả năm 2010. Cùng với yếu tố tăng giá bán, doanh thu 6 tháng của PGS đạt 2.682 tỷ, tăng hơn 80% so với cùng kỳ. Doanh thu từ mảng CNG có lợi nhuận biên cao tăng lên đáng kể, chiếm khoảng 21,9% cơ cấu doanh thu so với con số 11,7% của cả năm trước. Nhờ đó, tỷ suất lãi gộp tăng đáng kể, từ 6,1% lên 17%, nên mặc dù các chi phí khác như chi phí bán hàng, chi phí quản lý và lãi vay cũng tăng mạnh nhưng LNST đạt 142,2 tỷ, bằng 4 lần con số của cùng kỳ.

Dự phóng: Dựa trên kết quả hoạt động của Công ty trong 6 tháng đầu năm cũng như dự báo diễn biến tình hình kinh doanh trong thời gian còn lại của năm, chúng tôi cho rằng PGS hoàn toàn có khả năng hoàn thành kế hoạch sản lượng đối với LPG (242,5 nghìn tấn) và xăng dầu (7 triệu lít). Tuy nhiên, kế hoạch sản lượng của CNG nhiều khả năng sẽ không hoàn thành và chỉ đạt khoảng 96,5 triệu m3 do ngành thép đang diễn biến không thuận lợi và PGS mất đi một số khách hàng chuyển sang sử dụng đường ống của PGD. Trong thời gian còn lại của năm, giá LPG và CNG được dự phóng sẽ tiếp tục tăng theo giá khí thế giới do nhu cầu khí đốt để sưởi ấm gia tăng ở các nước phương Tây. Dự kiến doanh thu của PGS năm 2011 đạt 5.568,5 tỷ, tăng 50% so với cùng kỳ. Sau khi ước tính các chi phí lớn như chi phí mua khí, chi phí khấu hao, chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp và lãi vay, chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt khoảng 235,9 tỷ, tương đương mức EPS là 6.535 đồng/cp.

Đối với PGS, động lực chủ yếu cho sự tăng trưởng hiện nay là sản phẩm CNG với ưu đãi về giá đầu vào. Trong tương lai, nhiều khả năng sự ưu đãi này sẽ giảm bớt nên PGS buộc phải gia tăng sản lượng để tiếp tục gia tăng lợi nhuận. Với lợi thế về giá so với các loại nhiên liệu khác, triển vọng tăng trưởng của sản phẩm này là khá tốt. Tuy nhiên, 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 số 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 và Hiệp Phước. Mặc dù vậy, với tính linh hoạt của xe bồn, PGS có thể vận chuyển khí đến các khách hàng xa đường ống nên Công ty vẫn có được phần khúc thị trường của riêng mình.

MCK: PHR (HSX)

CTCP CAO SU PHƯỚC HÒA

MUA

NGẮN HẠN

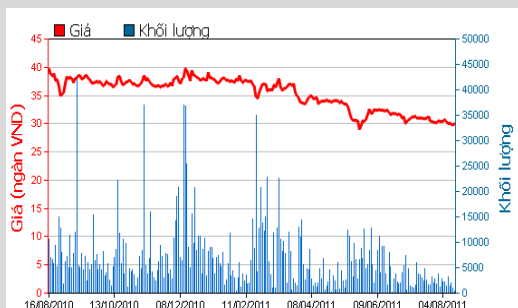
ĐỊNH GIÁ

37.866

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 15/08/11) (VND)	30.000
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	39.800
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	29.000
Số CP đang lưu hành	79.975.047
KLGDBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	184.001
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	2399,3
P/E (2010) (x)	4,8
Forward P/E (2011) (x)	3,5
P/BV (30/06/2011) (x)	1,8

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: tỷ đồng	2010A	6T/2011*	2011P	2011(F)
DT	2.030,1	1.021,0	1.902	2.400,4
LNTT	661,6	404,9	-	901,7
LNST	502,2	307,5	466,3	685,3
VĐL	813,0	813,0	-	813,0
VCSH	1.284,4	1.357,4	-	1.707,0
TTS	2.305,4	2.480,4	-	2.543,1
ROA (%)	21,8	-	-	26,9
ROE (%)	39,2	-	-	40,1
EPS (VND)	6.268	3.862	-	8.606
GTSS (VND)	15.798	16.697	-	20.997
Cổ tức (%)	30,0	-	30,0	30,0

*: Số liệu công ty mẹ

Nguồn: BCTC_PHR và RongViet Securities ước tính

NGUYÊN LIỆU CƠ BẢN – CAO SU TỰ NHIÊN

Giá bán cao su được duy trì ở mức cao trong thời gian qua là thuận lợi khách quan đem lại lợi nhuận cao cho các công ty cao su. Kết quả kinh doanh lũy kế 6 tháng của PHR rất ấn tượng, đạt tỷ lệ cao so với kế hoạch và vượt trội so với dự phóng trong báo cáo lần đầu của chúng tôi. Trong báo cáo cập nhật này, doanh thu dự phóng thấp hơn trong báo cáo lần đầu do sản lượng thu mua thấp hơn, tuy nhiên, giá bán dự phóng cao hơn nên lợi nhuận dự phóng cũng được điều chỉnh tăng.

Nhà đầu tư quan tâm đến cổ phiếu cao su có thể cân nhắc nắm giữ cổ phiếu PHR do có tính thanh khoản tốt hơn và tỷ lệ cổ tức/thị giá cũng tương đối hấp dẫn so với ngành. Tuy nhiên, nhà đầu tư phải cân nhắc mức độ chấp nhận rủi ro về giá cao su để có quyết định tiếp theo.

Giá cao su vẫn ở mức cao sau khi đạt đỉnh trong tháng 4/2011. Sau khi vượt qua mức giá 6.000 USD/tấn trong tháng 4, giá cao su RSS 3 bắt đầu giảm đến khoảng 5.000 USD/tấn vào giữa tháng 5 và bắt đầu biến động khá ổn định xung quanh mức này. Tuy nhiên, trong thời gian gần đây, nỗi lo về suy thoái kinh tế thế giới đã tạo ra sức ép giảm giá đối với cao su (giá hiện tại khoảng 4.647 USD/tấn). Mặc dù vậy, nguồn cung từ Thái Lan bị sụt giảm do ảnh hưởng thời tiết xấu trong khi nhu cầu tiêu thụ cao su để sản xuất lốp ở các thị trường đang nổi như Trung Đông, Brazil và Nga vẫn còn cao. Do đó, giá cao su nhiều khả năng chỉ giảm nhẹ.

Kết quả kinh doanh lũy kế 6 tháng 2011 vượt trội so với năm trước. Do chưa vào mùa cao điểm, sản lượng khai thác còn thấp chỉ đạt 6.949,1 tấn, gần tương đương cùng kỳ năm trước và đạt 34,7% kế hoạch năm. Mặt khác, sản lượng thu mua bên ngoài chỉ bằng khoảng phân nửa so với năm trước nên sản lượng tiêu thụ chỉ đạt 10.166 tấn, giảm 18,2% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, giá bán bình quân lại tăng cao, đạt 99,6 triệu đồng/tấn (cùng kỳ là 58,6 triệu đồng/tấn), giúp Công ty mẹ đạt doanh thu 1.021,0 tỷ, tăng 41,6% so với cùng kỳ. Bên cạnh đó, giá bán tăng cao cũng là nguyên nhân chính làm cho tỷ suất lãi ròng tăng từ 25,6% lên 30,1%. Nhờ đó, LNST của Công ty mẹ đạt 307,5 tỷ, tăng 66,5% so với cùng kỳ.

Dự phóng: Trên cơ sở sản lượng tiêu thụ trong 6 tháng đầu năm và kế hoạch khai thác của Công ty trong 6 tháng cuối năm, chúng tôi cho rằng PHR sẽ hoàn thành kế hoạch sản lượng năm nay với sản lượng khai thác là 20.000 tấn và sản lượng thu mua là 6.000 tấn. Giá tiêu thụ bình quân trong cả năm được dự phóng vào khoảng 91,94 triệu đồng/tấn nên doanh thu ước đạt 2400,4 tỷ. Trên cơ sở xác định các khoản mục chi phí trong cơ cấu giá vốn hàng bán, chúng tôi dự phóng tỷ suất lãi gộp năm nay vào khoảng 35,6%. Sau khi xem xét các chi phí hoạt động khác và lợi nhuận từ thanh lý vườn cây, LNST của PHR được dự báo là 685,3 tỷ, tương đương mức EPS là 8.606 đồng/cp.

Hàng năm, PHR phải thanh lý khoảng 550 ha vườn cây già cỗi nhưng nhờ có các vườn cây trẻ hơn gối đầu nên sản lượng khai thác có khả năng được duy trì trong mức 19.000 – 20.000 tấn/năm. Từ năm 2015, sản lượng khai thác mới có khả năng tăng lên khi dự án vườn cao su ở Campuchia bắt đầu được đưa vào khai thác. Vì vậy, có thể thấy là triển vọng trong vòng vài năm tới của PHR hoàn toàn phụ thuộc vào giá cao su. Trong khi đó, với tình hình nền kinh tế thế giới đang có nhiều bất ổn và nguồn cung cao su tiếp tục tăng lên trong các năm tới, sức ép giảm giá cao su là không nhỏ. Vì vậy, nhà đầu tư cần cân nhắc kỹ lưỡng xu hướng giá cao su trước khi đầu tư vào PHR.

MCK: EIB (HSX)

MUA

TRUNG HẠN

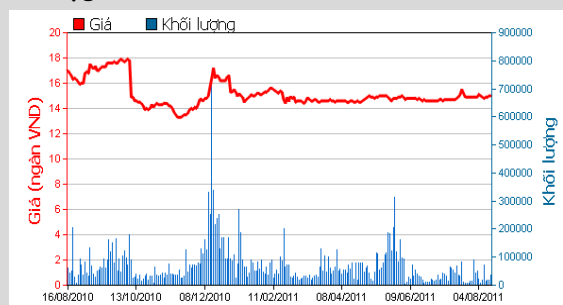
ĐỊNH GIÁ

19.400

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 15/08/11) (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
KLGBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	350.646
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	15.840
P/E (2010) (x)	8,7
Forward P/E (2011) (x)	6,6
P/BV (30/06/2011) (x)	1,09

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Chỉ số tài chính cơ bản

Đv: tỷ đồng	2010	1H2011	2011F
Tổng thu nhập	3.670	2.505	4.925
Lợi nhuận trước thuế	2.378	1.690	3201
Lợi nhuận sau thuế	1.815	1.270	2.433
Dư nợ cho vay	62.348	68.961	74.787
Huy động vốn	112.375	118.901	104.958
Vốn điều lệ	10.560	10.560	12.356
Vốn chủ sở hữu	14.782	14.548	17.428
Tổng tài sản	131.128	142.724	156.042
ROA (%)	1,4		1,56%
ROE (%)	13,5		13,96%
Giá trị sổ sách (VND)	13.998		14.106
EPS (VND)	1.718		1.969
Cổ tức (%)	13,5		14,6%

Nguồn: EIB, Rongviet Securities

NGÂN HÀNG TMCP XUẤT NHẬP KHẨU VIỆT NAM

TÀI CHÍNH – NGÂN HÀNG

Chúng tôi điều chỉnh mức giá định giá đối với cổ phiếu EIB từ mức 20.660 VND/CP trong báo cáo trước xuống còn 19.400 VND/CP. Tuy lợi nhuận của EIB được dự báo không nhiều thay đổi so với báo cáo trước nhưng rủi ro của hệ thống ngân hàng đang gia tăng và mặt bằng giá của các ngân hàng niêm yết đã giảm so với thời điểm của báo cáo trước. So với mức định giá, giá trị thị trường của cổ phiếu EIB hiện đang thấp hơn khoảng 30%, vì vậy nhà đầu tư có thể thu được lợi nhuận nếu giải ngân vào cổ phiếu này cho khoản thời gian đầu tư từ 3 tháng đến 1 năm. Một ưu điểm của EIB so với các cổ phiếu ngân hàng khác cũng như các mã chứng khoán đang niêm yết trên sàn là rủi ro giảm giá của EIB khá thấp.

Lợi nhuận 6 tháng đầu năm 2011 tăng trưởng tốt và cả năm 2011 có thể vượt kế hoạch đề ra. Hai quý đầu năm 2011, lợi nhuận sau thuế của EIB đạt 1.270 tỷ đồng, tăng trưởng 78,1% so với cùng kỳ năm trước. Về mặt cơ cấu thu nhập, lãi thuần chiếm đến 89,9% trong tổng thu nhập, thu nhập từ dịch vụ chiếm 12,9% 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 34,1% so với 2010. Đóng góp chủ yếu vào tổng lợi nhuận là thu nhập lãi thuần với khoảng 3.995 tỷ đồng, gồm các khoản thu nhập từ lãi cho vay, lãi tiền gửi và các khoản đầu tư chứng khoán nợ. 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 thu nhập khoảng 835,8 tỷ đồng, tăng 76,2%. Hoạt động khác của EIB sẽ không đóng góp nhiều vào thu nhập chung do hoạt động kinh doanh sàn vàng bị cấm, cũng như thị trường chứng khoán đang gặp khó khăn.

Đi cùng với sự tăng trưởng thu nhập, chi phí của EIB theo dự phóng cũng sẽ tăng khoảng 18,4% và chi phí dự phòng rủi ro tín dụng tăng khoảng 91,5% do nguy cơ nợ xấu tăng cao.

Chính sách điều hành kinh tế năm 2011 ảnh hưởng mạnh đến hoạt động ngân hàng. Lạm phát tăng cao dẫn đến thắt chặt tiền tệ đã ảnh hưởng khá nhiều tới hoạt động của các ngân hàng. Tăng trưởng tín dụng bị hạn chế ở mức 20% đã ảnh hưởng mạnh đến sự phát triển của EIB, đặc biệt khi Ngân hàng đã có sự tăng trưởng khá tốt trong 2 năm gần đây (tăng trưởng tín dụng đạt 60% - 80%/năm, huy động vốn 30% - 50%/năm, tổng tài sản tăng 40% - 100%/năm). Bên cạnh đó, kinh tế khó khăn cũng khiến mức chênh lệch giữa lãi suất cho vay và huy động bị thu hẹp.

Ngoài ra, trong những năm trước EIB là một trong những ngân hàng có hoạt động kinh doanh vàng khá năng động. Tuy nhiên với qui định cấm kinh doanh vàng tài khoản, lợi nhuận từ mảng này cũng bị ảnh hưởng.

Nợ xấu có nguy cơ gia tăng. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) của EIB có xu hướng giảm khi từ mức 4,71% năm 2008 giảm còn 1,42% năm 2010. Tuy nhiên với những khó khăn của nền kinh tế, nợ xấu của toàn hệ thống ngân hàng trong 6 tháng đầu năm đã tăng khoảng 0,55% và dự báo sẽ quanh mức 3% trong năm 2011. EIB cũng không tránh khỏi nguy cơ này khi các khoản nợ cần chú ý của Ngân hàng đang gia tăng, dự báo tỷ lệ nợ xấu vào cuối năm sẽ vào khoảng 1,8%. Một điểm đáng chú ý đối với EIB là quỹ dự phòng nợ xấu/số dư nợ xấu hiện vẫn còn thấp,

khoảng 71%. Ngoài ra, lợi nhuận của EIB có thể bị ảnh hưởng nhẹ nếu khoản đầu tư 200 tỷ trái phiếu vào Vinashin không được trả.

Những rủi ro trong hoạt động. Rủi ro về tiền tệ cũng ảnh hưởng nhiều tới lợi nhuận của EIB. Cụ thể, hoạt động kinh doanh ngoại tệ lỗ đến 64 tỷ đồng trong quý IV/2010 và lỗ 48 tỷ đồng trong quý I/2011. Nguyên nhân hoạt động này bị lỗ do EIB tiến hành các nghiệp vụ hoán đổi từ ngoại tệ sang VND với mức thấp hơn mức giá thị trường. Quý II/2011, với sự ổn định của thị trường ngoại hối lợi nhuận từ hoạt động này đạt 19,1 tỷ đồng. Kỳ vọng diễn biến thị trường ngoại hối tích cực hơn so với cuối năm 2010, rủi ro tiền tệ trong những tháng còn lại của năm 2011 không bị ảnh hưởng nhiều.

Ngoài ra trước những khó khăn của nền kinh tế và chính sách thắt chặt tiền tệ, thanh khoản của hệ thống ngân hàng sẽ bị ảnh hưởng mạnh khi cung tiền không tăng đáng kể trong khi các doanh nghiệp phải rút tiền trong hệ thống để sử dụng cho hoạt động sản xuất kinh doanh.

MCK: KLS (HNX)

CTCP CHỨNG KHOÁN KIM LONG

NĂM GIỮ

TRUNG HẠN

ĐỊNH GIÁ

13.000

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 15/08/10) (VND)	9.800
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	18.600
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	7.400
Số CP đang lưu hành	202.500.000
KLGDBQ/phần (10 phần gần nhất)	3.324.940
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.984,5
Trailing P/E (2010) (x)	-
Forward P/E (2011) (x)	13,7
P/BV (BV 30/06/11) (x)	0,82

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HNX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2009	2010	1H/2011	2011F
DT	435	272	200,6	351
LNTT	353	(173)	85,7	145
LNST	352	(173)	85,7	145
VĐL	1.000	2.025	2.025	2.025
TTS	2.342	2.448	2.486	2.545
VCSH	1.508	2.314	2.399,9	2.445
ROA (%)	15,0	-		5,7
ROE (%)	23,3	-		5,9
EPS (VND)	3.520	-938		716
GTSS (VND)	15.083	11.428		12.074
Cổ tức (%)	3,5	-		-

Nguồn: BCTC KLS, Rongviet Securities

TÀI CHÍNH – CHỨNG KHOÁN

Những khó khăn của kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ thắt chặt nhằm kiềm chế lạm phát đã ảnh hưởng khá nhiều tới hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp trong nền kinh tế. Thị trường chứng khoán và các công ty chứng khoán không phải là ngoại lệ, đặc biệt trong bối cảnh lợi nhuận hầu hết các công ty chứng khoán tại Việt Nam chủ yếu đến từ hoạt động tự doanh. Việc đầu tư vào KLS ở thời điểm hiện tại có vẻ đi ngược với xu hướng chung khi hoạt động tự doanh là mảng kinh doanh chính của Công ty trong những năm gần đây. Tuy nhiên nếu xét đến tiêu chí giá trị khi tỷ lệ giá/tiền mặt quanh mức 1,0 (x), và lợi thế khi thị trường có khuynh hướng phục hồi trong thời gian tới, KLS vẫn là một khoản đầu tư tiềm năng.

Một trong số ít các công ty chứng khoán có lợi nhuận trong 6 tháng đầu năm. Doanh thu 6 tháng đầu năm của KLS đạt 200,56 tỷ đồng, trong đó chủ yếu là thu từ tiền gửi ngân hàng đạt 180,8 tỷ, chiếm 90,1%. Lợi nhuận sau thuế của Công ty đạt 85,68 tỷ đồng – mức lợi nhuận tốt so với các công ty chứng khoán khác và so với chính kết quả kinh doanh 6 tháng cùng kì của KLS (6 tháng đầu năm 2011 công ty lỗ trên 9 tỷ đồng).

Hoạt động kinh doanh không có nhiều biến động so với đầu năm. Hoạt động tự doanh là nguồn thu chính của KLS, tuy nhiên với diễn biến khó khăn của thị trường chứng khoán trong nửa đầu năm hoạt động của công ty không có nhiều biến động. Trong cơ cấu tài sản, tiền và các khoản tương đương tiền vẫn duy trì khoảng 1.700 tỷ, chiếm khoảng 68% trên tổng tài sản của Công ty. Lượng tiền mặt lớn trong thời điểm hiện tại là ưu thế lớn đối với hoạt động kinh doanh của KLS trong bối cảnh các cổ phiếu đã giảm khá nhiều trong 2 năm gần đây.

Danh mục đầu tư tài chính ngắn hạn tại thời điểm tháng 6 tăng từ 350 tỷ lên 552 tỷ đồng do công ty có khoản đầu tư vốn khác là 207,8 tỷ đồng. Giá trị các khoản đầu tư chứng khoán không có nhiều biến động, giảm nhẹ từ mức 345 tỷ đồng đối với chứng khoán thương mại xuống còn 337 tỷ đồng và 251 tỷ đồng xuống 230 tỷ đồng đối với các khoản chứng khoán đầu tư. Chi tiết các khoản đầu tư tài chính của KLS không được thể hiện rõ trong thuyết minh báo cáo tài chính của Công ty.

Đối với các khoản đầu tư chứng khoán thương mại, nếu xét về mặt tương đối hiệu quả các khoản đầu tư ở mức trung bình, giá trị các khoản đầu tư này đã giảm khoản 26,2%, giảm mạnh hơn VN-Index (-10,75%) nhưng so với HNX-Index (-35,01%) các khoản đầu tư của KLS đang có chất lượng tốt hơn.

Lợi nhuận 6 tháng cuối năm ổn định. Thị trường chứng khoán vẫn chưa có nhiều chuyển biến tích cực vì vậy ước tính các khoản đầu tư của KLS vẫn không nhiều thay đổi. Doanh thu từ tiền gửi vẫn là nguồn thu nhập chính và chiếm khoảng 90% doanh thu, ước tính cả năm 2011 doanh thu đạt 351 tỷ đồng, lợi nhuận trước và sau thuế đạt 145 tỷ đồng, EPS đạt 716 VND/CP.

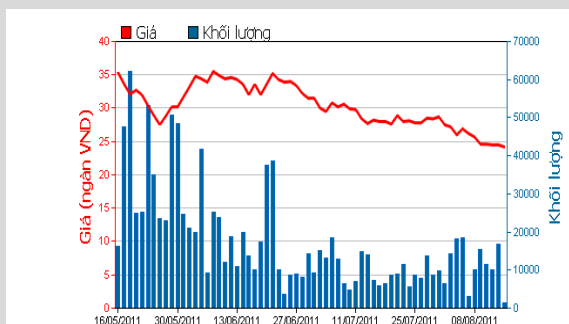
Rủi ro:

Các khoản đầu tư cổ phiếu không niêm yết của KLS có giá trị đến 230 tỷ đồng vẫn chưa được Công ty trích lập dự phòng. Ngoài ra, chi tiết của khoản đầu tư tài chính ngắn hạn khác không được thể hiện trong báo cáo tài chính vì vậy rủi ro của các khoản đầu tư này là không thể đánh giá. Tuy nhiên, 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 kinh doanh năm 2011 khá thấp.

Trở ngại lớn nhất trong việc đầu tư vào 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****30.000****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (@ 10/08/11) (VND)	24.200
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	69.000
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	24.200
Số CP đang lưu hành	99.041.940
KLGDBQ/phần (10 phần gần nhất)	221.158
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	2.420
P/E (2010) (x)	5,3
Forward P/E (2011) (x)	4,3
P/BV (BV 31/03/11) (x)	1,1

Đồ thị giá 52 tuần

Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2009	2010	1H/11	2011F
DT	1.114,9	1.016,7	97,8	2.800,0
LNTT	886,5	611,4	32,8	1.122,1
LNST	705,1	457,0	24,9	841,6
VĐL	800	1.000	1.000	1.500
TTS	2.998,5	4.467,4	5.088,4	7.404,9
VCSH	1.764,5	2.177,9	1.590,3	1.009,5
ROA (%)	23,5	10,2	-	11,4
ROE (%)	40,0	21,0	-	25,7
EPS (VND)	8.667	4.587	-	5.611
GTSS (VND)	22.056	21.779	-	21.807
Cổ tức (%)	20,0	20,0	-	20,0

Nguồn: BCTC SJS, Rong Viet securities ước tính

CTCP ĐTP TĐ THỊ VÀ KHU CÔNG NGHIỆP SÔNG ĐÀ**CÔNG NGHIỆP – XÂY DỰNG VÀ BẤT ĐỘNG SẢN**

Tiếp nối báo cáo khuyến nghị đầu tư phát hành ngày 23/05/2011, trên cơ sở cập nhật kết quả sản xuất kinh doanh 6 tháng đầu năm 2011 và tiến độ triển khai cũng như bán hàng tại các dự án (đặc biệt là dự án Nam An Khánh), chúng tôi đã tiến hành định giá lại cổ phiếu SJS và nhận thấy đây vẫn là ứng cử viên nổi bật của ngành bất động sản. Cụ thể, mức giá hợp lý được xác định lại của SJS hiện đang dao động ở mức 30.000 đồng/cổ phiếu. Bên cạnh đó, trong bối cảnh thị trường bất động sản trầm lắng do chịu ảnh hưởng từ những chính sách thắt chặt tiền tệ của Chính phủ, việc chọn lựa công ty có quỹ đất lớn (giá trị tài sản cao) như SJS để tích lũy sẽ là một lựa chọn không tồi cho các nhà đầu tư giá trị trong trung và dài hạn.

Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm chưa phản ánh được thực lực của SJS. Năm 2011, SJS đặt kế hoạch doanh thu 3.500 tỷ đồng và 982 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương ứng tăng trưởng so với 2010 lần lượt là 240% và 60%. Tính đến hết quý 2 năm 2011, doanh thu và lợi nhuận ròng lũy kế dự kiến của SJS lần lượt khoảng 98 tỷ đồng và 25 tỷ đồng; trong đó SJS ghi nhận khoản lỗ 15 tỷ đồng từ hoạt động kinh doanh, và 48 tỷ đồng lợi nhuận khác. Như vậy, kết quả kinh doanh này thấp hơn rất nhiều so với cùng kỳ năm 2010 và còn cách rất xa so với mục tiêu kế hoạch. Tuy nhiên, ngành bất động sản có đặc thù là doanh nghiệp có thể điều tiết doanh thu và lợi nhuận hàng quý thông qua hạch toán, phân bổ nguồn thu và thường ghi nhận cao vào thời điểm cuối năm. Cho nên, kết quả kinh doanh trên chưa phản ánh được thực lực của SJS trong năm nay.

Việc phê duyệt quy hoạch 1/500 của dự án Nam An Khánh và phần mở rộng – khu B vào tháng 6 vừa qua đã loại bỏ một phần rủi ro cho việc bán và ghi nhận doanh thu từ dự án trọng điểm này. Với quy mô 280 ha (trong đó khoảng 100ha là đất thương mại) và nằm ở vị trí đẹp (cách trung tâm hội nghị quốc gia 5km và trên đường cao tốc Láng-Hòa Lạc – Đại Lộ Thăng Long), Nam An Khánh là dự án kinh doanh trọng điểm của SJS trong năm nay và nhiều năm tới. SJS hiện đã bán được 26 ha của dự án với giá bán trung bình khoảng 10 triệu đồng/m². Với 74 ha còn lại cộng với chênh lệch giữa giá vốn và giá thị trường hiện tại (khoảng 25 triệu đồng/m² đất nền), dự án này sẽ đảm bảo cho việc duy trì doanh thu và lợi nhuận ở mức cao của SJS trong năm nay cũng như trong 5 năm kế tiếp.

SJS có khả năng hoàn thành kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm 2011. Cụ thể, theo SJS doanh thu năm nay từ dự án Nam An Khánh có thể đạt khoảng 2.200 tỷ đồng. Trong đó, khoảng 600 tỷ đồng là nguồn thu chưa hạch toán của phần diện tích thương mại 26 ha đã bán. Phần còn lại là ước tính khả năng bán hàng trong năm nay của dự án (khoảng 6 – 7 ha). Với việc nhận được phê duyệt quy hoạch 1/500, SJS có thể lạc quan về khả năng bán hàng hoặc chuyển nhượng tại dự án này.

Thêm vào đó, trong năm nay SJS còn có khả năng hạch toán khoảng 1.000 tỷ đồng doanh thu và 100 tỷ đồng lợi nhuận từ việc chuyển nhượng dự án Trường Sa (Đà Nẵng) trong quý 1/2011.

Ngoài ra, dự án Văn La – Văn Khê (12 ha trong đó có 4,6 ha đất kinh doanh)

hiện đã hoàn thành cơ bản công tác thi công hạ tầng kỹ thuật có thể đem lại cho SJS khoảng 1.175 tỷ đồng doanh thu trong năm nay.

Hơn thế nữa, khả năng SJS còn có thể có khoản đóng góp khoảng 1.000 tỷ đồng doanh thu từ dự án Phố Mới (40 ha trong đó có 10 ha đất thương mại) hiện đang triển khai xây dựng cơ sở hạ tầng.

Trong trung và dài hạn, SJS là doanh nghiệp nổi trội trong ngành bất động sản với quỹ đất sạch lớn, ở vị trí tiềm năng và khả năng tiếp cận các dự án ấn tượng. Cụ thể, 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).... Trong bối cảnh các doanh nghiệp bất động sản đang gặp khó khăn do các quy định về giải phóng đền bù, việc sở hữu số lượng quỹ đất sạch như trên cho thấy những lợi thế cũng như triển vọng tăng trưởng rất lớn của SJS.

Dự phóng: Với kế hoạch kinh doanh và khả năng thực hiện của SJS, trên cơ sở thận trọng chúng tôi giả định rằng trong nay SJS chỉ hoàn thành 80% kế hoạch. Cụ thể, doanh thu trong năm sẽ ở mức 2.800 tỷ đồng và lợi nhuận ròng đạt 792 tỷ đồng. Với kết quả kinh doanh này, EPS 2011 (sau pha loãng) của SJS sẽ vào khoảng 5.611 đồng/cp.

Đối với việc định giá, chúng tôi đã thực hiện việc đánh giá lại giá trị của SJS trên cùng phương pháp NAV nhưng có chiết khấu những yếu tố nhằm phản ánh thực trạng của thị trường bất động sản, lãi suất cao và thời gian dự kiến kéo dài hơn trong việc bán các dự án. Ngoài ra, chúng tôi cũng tham khảo thêm phương pháp P/E, P/B. Trên cơ sở tham khảo mức P/E, P/B trung bình ngành và các Bluechips, giá hợp lý của cổ phiếu SJS được xác định lại ở mức 30.000 đồng/cổ phiếu.

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 bóng 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. 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