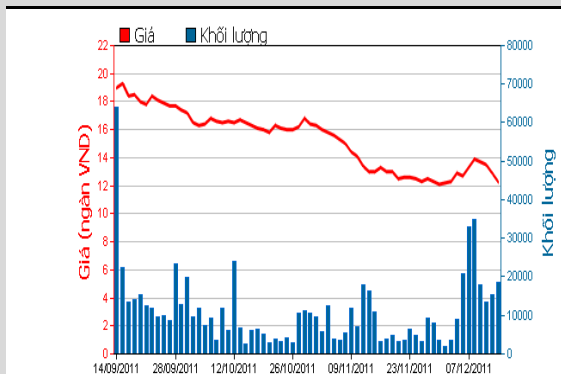


**MCK: TDH (HSX)****CÔNG TY CỔ PHẦN PHÁT TRIỂN NHÀ THỦ ĐỨC****BẤT ĐỘNG SẢN****NĂM GIỮ****DÀI HẠN****ĐỊNH GIÁ****15.600****Chuyên viên: Võ Thu Thủy****Email: thuy.vt@vdsc.com.vn****ĐT: 08 6299 2006 – Ext 313****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (12/12/2011)	13.500
Giá cao nhất (52 tuần)	38.800
Giá thấp nhất (52 tuần)	12.100
Số CP đang lưu hành	37.875.000
KLGDBQ (1 tháng gần nhất)	102.505
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	508,9
P/E (x)	5,7
Forward P/E 2011 (x)	6,5
P/BV (30/09/2011) (x)	0,4

**Đồ thị giá 52 tuần**

Nguồn: HSX

**Các chỉ tiêu tài chính cơ bản**

Đv: tỷ đồng	2010	2011F	2011KH	9T/11
DT	557	487	832	371
LNTT	328	94	213	28
LNST	249	79	179	19
VĐL	379	379	379	379
TTS	2.338	2.438		2.342
VCSH	1.379	1.422		1.303
ROA	10,6%	3,2%		
ROE	18,1%	5,5%		
EPS (VND)	6.308	2.080		
GTSS (VND)	36.397	37.554		
Cổ tức	20%	20%	20%	

Nguồn: BCTC TDH, RONGVIET SECURITIES ước tính

Báo cáo này là bản cập nhật "Báo cáo cập nhật lần 2 của CTCP Phát triển nhà Thủ Đức" do VDSC phát hành ngày 25/04/2011. Trước những thay đổi của thị trường bất động sản, cùng với những diễn biến của kinh tế vĩ mô, chúng tôi phát hành báo cáo này nhằm mục đích cập nhật tình hình hoạt động kinh doanh của Công ty, tiến độ triển khai các dự án và từ đó xác định lại giá trị cổ phiếu TDH.

**Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2011 của TDH khiêm tốn so với kế hoạch đặt ra.** Cụ thể, công ty đạt mức doanh thu thuần là 371 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế là 19 tỷ đồng. Nếu so với kế hoạch kinh doanh được đặt ra từ đầu năm thì tính đến thời điểm hiện tại, TDH mới chỉ hoàn thành được 45% kế hoạch doanh thu và 11% kế hoạch lợi nhuận ròng. Kết quả kinh doanh thấp một phần do trong quý 3 vừa qua, công ty có khoản giảm trừ khoảng 89 tỷ đồng do khách hàng mua sỉ nhà tại dự án chung cư TDH Trường Thọ trả lại hàng. Mặt khác, trong thời gian qua TDH chịu ảnh hưởng bởi chi phí tài chính (chủ yếu là lãi vay) tăng mạnh. Lãi vay lũy kế 9 tháng 2011 của TDH là 32 tỷ đồng, cao hơn 5 lần so với mức 5,5 tỷ đồng của cùng kỳ năm ngoái.

**Lợi nhuận sau thuế năm 2011 dự kiến ở mức 79 tỷ đồng, đạt 44% kế hoạch, thấp hơn 56% so với mức dự phóng tại báo cáo tháng 4 vừa qua của chúng tôi.** Ở báo cáo tháng 4 vừa qua, người phân tích dự phóng năm nay TDH sẽ có nguồn thu từ các dự án là chung cư TDH Trường Thọ, TDH Phước Bình, TDH Phước Long, Cantavil Premier, Khu dân cư trung tâm thị trấn Bến Lức giai đoạn 2 và dự án Phước Long – Spring Town. Tuy nhiên, do diễn biến thị trường bất động sản năm 2011 khá ảm đạm, đặc biệt là ở phân khúc nhà chung cư, nên những dự phóng nguồn thu của chúng tôi đã không đạt được như kỳ vọng. Cụ thể, chung cư TDH Phước Bình sẽ bàn giao nhà và ghi nhận nguồn thu vào quý 2 năm 2012, chung cư TDH Phước Long vẫn chưa công bố bán cũng như chưa triển khai xây dựng phần thô, chung cư Cantavil Premier mới chỉ xây dựng được đến tầng 6/36 tầng.

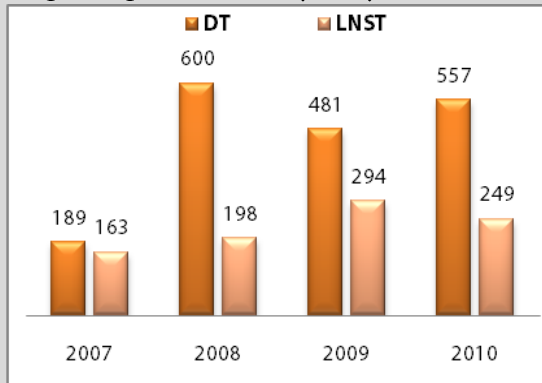
**Giá trị hợp lý của cổ phiếu TDH hiện cao hơn 15% so với giá tham chiếu ngày 12/12/2011.** Trên cơ sở những giả định và ước tính thận trọng, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu TDH vào thời điểm hiện tại vào khoảng 15.600 đồng (tương đương với mức vốn hóa 591 tỷ đồng). Trong bối cảnh kinh tế vĩ mô không khả quan và thị trường bất động sản ảm đạm thì kết quả kinh doanh khiêm tốn của TDH không phải là điều bất ngờ và ngoại lệ. Người phân tích cho rằng những khó khăn trong hoạt động kinh doanh của TDH đã được phản ánh hoàn toàn vào giá nên các quý nhà đầu tư giá trị có chiến lược dài hạn có thể cân nhắc NĂM GIỮ trong dài hạn cổ phiếu này ở thời điểm hiện tại.

**TDH có nhiều nguồn thu triển vọng trong năm 2012 và các năm tới do sở hữu nhiều dự án mà phần lớn đang và có khả năng kinh doanh khai thác.** Hiện tại, TDH đang sở hữu nhiều dự án đang trong giai đoạn kinh doanh hoặc có thể đưa vào khai thác kinh doanh như dự án TDH Trường Thọ, TDH Phước Bình, TDH Phước Long, Cantavil Premier, Khu dân cư trung tâm thị trấn Bến Lức giai đoạn 2, Phước Long – Spring Town... Chúng tôi ước tính sơ bộ nếu thị trường thuận lợi năm sau TDH có khả năng ghi nhận khoảng 663 tỷ đồng doanh thu và 131 tỷ đồng lãi gộp từ hoạt động kinh doanh các dự án bất động

sản đã đề cập trên đây. Vấn đề sắp tới chỉ là tăng cường khả năng bán hàng, đẩy nhanh tiến độ kinh doanh dự án. Ngoài ra, TDH còn sở hữu 16 dự án khác với tổng quỹ đất quản lý hơn 300 ha tại Q.2, Q.9, Thủ Đức, Hà Nội, Huế; trong đó có 7 dự án mới vừa được công bố năm 2010. Các dự án đầu tư mới đều dưới dạng góp vốn hợp tác liên doanh, liên kết. Không thể phủ nhận đây là cách nhanh chóng mở rộng quỹ đất sạch và tránh vướng phải những trở ngại trong khâu đền bù giải phóng mặt bằng cũng như những quy định mới khắt khe như NĐ 69 về việc đóng tiền sử dụng đất.

***Sự trầm lắng của thị trường địa ốc và áp lực lãi vay ngân hàng là rủi ro hệ thống lớn nhất đối với TDH.*** Sự ảm đạm của thị trường bất động sản Tp. Hồ Chí Minh hiện tại và dự báo sẽ kéo dài trong thời gian tới đã, đang và sẽ gây tác động rất lớn đến hoạt động kinh doanh của TDH. Đối với các nguồn thu trong năm 2011, người phân tích đã ước tính rất thận trọng, tuy nhiên trong năm tới không loại trừ khả năng thị trường sẽ diễn biến xấu hơn nữa. Bên cạnh đó, từ đầu năm đến nay TDH đang phải gánh chịu chi phí lãi vay rất lớn. Nếu trong thời gian tới nguồn thu từ các dự án không như dự kiến và công ty buộc phải vay thêm để triển khai các dự án thì chi phí lãi vay sẽ trở thành một áp lực rất đáng kể đối với TDH.

**Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế**



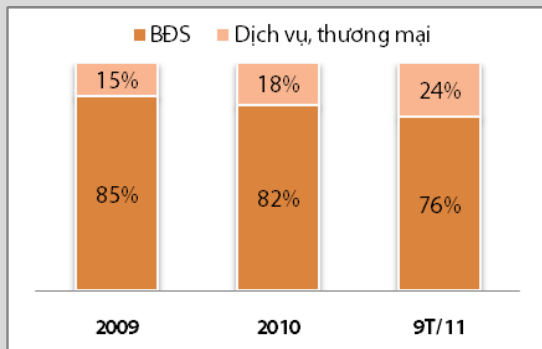
Nguồn: TDH, RONGVIET SECURITIES ước tính

**Khả năng sinh lời**

	2008	2009	2010	Ngành
LNG/DT	52,0%	55,0%	41,2%	41%
LNHĐKD/DT	43,3%	43,5%	25,6%	-
LNST/DT	33,1%	61,2%	44,7%	34%
ROA	13,8%	16,1%	10,6%	9%
ROE	20,1%	23,9%	18,1%	21%

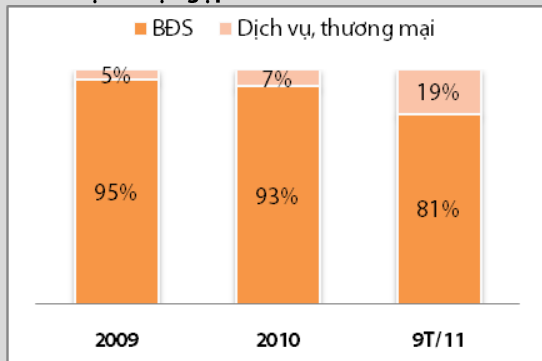
Nguồn: TDH, RONGVIET SECURITIES ước tính

**Cơ cấu doanh thu**



Nguồn: TDH, RONGVIET SECURITIES ước tính

**Cơ cấu lợi nhuận gộp**



Nguồn: TDH, RONGVIET SECURITIES ước tính

**PHÂN TÍCH - DỰ PHÓNG**

**Doanh thu- Lợi nhuận gộp**

Như đã đề cập ở các báo cáo trước, TDH có hai mảng hoạt động chính là dịch vụ thương mại và kinh doanh BĐS. Ở mảng dịch vụ thương mại, TDH cung cấp dịch vụ cho thuê kho chợ, ô vựa, thương mại, sản xuất nước đá... chủ yếu thông qua các công ty con. Mảng hoạt động này chiếm từ 15% - 18% doanh thu hàng năm, nhưng lợi nhuận gộp không đáng kể. Hoạt động kinh doanh chính của TDH là mảng kinh doanh BĐS, bao gồm những dự án do công ty phát triển và một số bất động sản đầu tư.

**Hoạt động kinh doanh bất động sản**

Năm 2011, Công ty đặt kế hoạch doanh thu hợp nhất là 832 tỷ đồng, tăng trưởng 9,5% so với năm 2010 và lợi nhuận sau thuế hợp nhất là 180 tỷ, giảm 28% so với năm 2010. Theo đó, TDH dự kiến trong năm nay, ngoài tiếp tục ghi nhận nguồn thu từ dự án khu đô thị mới Bình Chiểu, chợ B và chợ C, Công ty sẽ đưa vào khai thác dòng sản phẩm mới TDH- Apartment như TDH- Trường Thọ, TDH- Phước Bình, TDH- Phước Long.

Tuy nhiên, năm 2011 lại là năm ghi nhận sự giảm sút trầm trọng về nhu cầu của thị trường căn hộ nên tiến độ bán hàng của dòng sản phẩm này không được như kỳ vọng. Qua trao đổi với doanh nghiệp cũng như tìm hiểu của chúng tôi thì khả năng trong năm nay TDH sẽ có doanh thu từ các nguồn sau đây:

**Dự án Khu đô thị mới Bình Chiểu** (tổng cộng 470 nền đất) đã được TDH hoàn tất việc bán hàng và bắt đầu ghi nhận nguồn thu từ năm 2008. Dự kiến trong năm nay Công ty sẽ hạch toán nốt phần doanh thu còn lại của dự án, tương đương khoảng 26 tỷ đồng doanh thu và 13,5 tỷ đồng lãi gộp.

**Khu chợ B** đã hoàn thiện và đưa vào cho thuê dài hạn 90% số ô vựa, cho thuê ngắn hạn 10% số ô vựa. Nguồn thu được ghi nhận phần lớn trong 2008 (101 tỷ đồng), năm 2009 (71,7 tỷ đồng), và năm 2010 (10 tỷ đồng). Dự kiến doanh thu và lãi gộp năm 2011 là 12 tỷ đồng và 9,5 tỷ đồng.

**Khu chợ C** đã được đưa vào hoạt động đầu QII/2010. TDH đã cho thuê dài hạn 90% số ô vựa và đang tiếp tục cho thuê phần còn lại. Năm 2010, TDH đã ghi nhận 15,5 tỷ doanh thu và dự kiến năm nay sẽ ghi nhận 18 tỷ đồng doanh thu và 12,9 tỷ đồng lãi gộp từ khu chợ này.

**Chung cư TDH Trường Thọ** (262 căn hộ diện tích từ 84-152 m<sup>2</sup>) đã hoàn thiện vào cuối QII 2010 và triển khai kinh doanh từ QI/2009. Giá bán căn hộ được điều chỉnh theo thời gian và hiện khoảng 15,5 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Tính đến tháng 11 năm 2011, ước tính khoảng 136 căn được bán. So với báo cáo TDH tháng 4 của chúng tôi thì tiến độ bán hàng tại dự án gần như giảm chân tại chỗ. Lý giải cho điều này đại diện Công ty cho biết một phần do sự trầm lắng của phân khúc nhà chung cư và một phần khác là do TDH- Trường Thọ nằm ở vị trí khu dân cư chưa phát triển nên chưa thu hút được nhu cầu. Chúng tôi cho rằng trong năm nay TDH chỉ ghi nhận phần doanh thu còn lại của những căn hộ đã bán (năm 2010 đã ghi nhận khoảng 160 tỷ đồng), tương đương khoảng 68,6 tỷ đồng doanh thu và 22,3 tỷ đồng lãi gộp (tỉ suất sinh lời ước tính là 32%).

**Dự án khu dân cư trung tâm thị trấn Bến Lức GĐ II** (Khu đô thị - thương mại - dịch vụ Long Hội). Đây là dự án TDH cùng hợp tác đầu tư với PPI, TDH sở hữu 49%. Dự án hiện đang thi công cơ sở hạ tầng. Tính đến tháng 11 năm 2011, TDH đã bán được khoảng 100 nền đất trên tổng số 160 nền đất của dự án với giá bán trung bình từ 3 - 6,7 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Chúng tôi dự phóng trong năm nay TDH sẽ ghi nhận 70% doanh thu của dự án, tương đương khoảng 149 tỷ đồng doanh thu và 61 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế (tỉ suất sinh lời ước tính là 41%).

**Cơ cấu doanh thu dự phóng**

	2009	2010	2011F
Bán hàng BĐS	408	450	303
Cung cấp dịch vụ	71	103	134
KD BĐS đầu tư	3	4	50
<b>Tổng</b>	<b>481</b>	<b>557</b>	<b>487</b>

**Cơ cấu lợi nhuận gộp dự phóng**

	2009	2010	2011F
Bán hàng BĐS	251	210	131
Cung cấp dịch vụ	12	17	25
KD BĐS đầu tư	2	3	30
<b>Tổng</b>	<b>265</b>	<b>229</b>	<b>186</b>

Dự án Phước Long – Spring Town đã khởi công ngày 10/11/2011 nằm ở mặt tiền đường Tăng Nhơn Phú, phường Phước Long B, quận 9 và dự kiến sẽ công bố bán trong quý 4/2011. Dự án do CTCP Phước Long làm chủ đầu tư với tỉ lệ sở hữu của TDH là 67%. Phần diện tích kinh doanh dự kiến trong năm của dự án là 4.261 m<sup>2</sup> với 38 nền đất nhà phố liên kế sân vườn, giá bán khoảng 23 triệu đồng/m<sup>2</sup>.

Phía TDH đánh giá khả năng tiêu thụ tại dự án này sẽ là rất cao do phần diện tích kinh doanh không lớn lại nằm ở vị trí thuận lợi - mặt tiền đường Tăng Nhơn Phú với khu dân cư sầm uất, gần tuyến đường huyết mạch Cao tốc Long Thành – Dầu Giây. Chúng tôi đánh giá giá bán tại dự án là khá cao so với mặt bằng giá đất nền khoảng 18 - 20 triệu đồng/m<sup>2</sup> ở khu vực lân cận. Tuy nhiên, về cơ bản dự án có nhiều ưu điểm như: 1. Hạ tầng khu vực lân cận đã hoàn thiện; 2. Nhiều tiện ích đi kèm do nằm trong quy hoạch dự án bao gồm khu phố thương mại, khu phức hợp thương mại – văn phòng – căn hộ, khu trung tâm thương mại, khu căn hộ cao cấp. Vì thế, chúng tôi cho rằng khả năng TDH có thể tiêu thụ được 50% diện tích phần đất nền dự kiến bán và hạch toán khoảng 30 tỷ đồng doanh thu và 12 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế từ dự án này trong năm nay (tỉ suất sinh lời ước tính là 40%).

**Hoạt động kinh doanh bất động sản đầu tư** là hoạt động thường mang lại khoản doanh thu và lợi nhuận rất nhỏ cho TDH. Trong 3 quý đầu năm nay mảng kinh doanh này đã đem về 45,8 tỷ đồng doanh thu và 20,7 tỷ đồng lãi gộp từ việc bán tòa nhà tại đường Phạm Ngọc Thạch, quận 3. Tuy nhiên, đây chưa phải là hoạt động thường xuyên và có thể mạnh của TDH nên chúng tôi cho rằng trong năm 2011 tổng doanh thu và lãi gộp từ hoạt động này lần lượt khoảng 50 tỷ đồng và 30 tỷ đồng.

**Hoạt động cung cấp dịch vụ, thương mại**, chúng tôi giả định doanh thu sẽ tiếp tục duy trì mức tăng trưởng 30%/năm, đạt khoảng 134 tỷ đồng.

Như vậy, tổng doanh thu hợp nhất ước đạt 457 tỷ đồng, thấp hơn khoảng 18% so với năm 2010, tỷ suất lợi nhuận gộp xoay quanh mức ở mức 38%.

**Chi phí hoạt động:** Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp ước tính 68 tỷ đồng chiếm 14,8% doanh thu.

**Hoạt động đầu tư tài chính:** Tổng giá trị đầu tư tài chính tính đến cuối quý 3 năm 2011 đạt 1.033 tỷ đồng, tương đương 44% tổng tài sản là một tỷ lệ không nhỏ. Trong đó, đầu tư vào liên kết liên doanh là 21% (trên TTS), đầu tư chứng khoán gần 7,9% và đầu tư góp vốn các dự án BĐS 17%. Điều này cho thấy sự nỗ lực gia tăng hiệu quả sử dụng đồng vốn không chỉ từ lĩnh vực kinh doanh chủ chốt BĐS, mà còn từ hoạt động đầu tư tài chính và góp vốn đầu tư dự án.

Nếu so với đầu năm 2010, tổng giá trị đầu tư tài chính của TDH tăng 186 tỷ đồng, chủ yếu là do tăng 107 tỷ đồng góp vốn đầu tư vào dự án TTTM phường Phước Long B (dự án Phước Long – Spring Town) và đầu tư thêm 54 tỷ đồng vào CTCP Đầu tư Ngôi sao Gia Định (chuyên xây dựng các loại nhà và công trình dân dụng).

	SLCP	Giá trị đầu tư	Dự phóng	GTĐT /CP	Giá 29/11/11	Lãi/lỗ*
		(triệu)	(triệu)	(nghìn đồng)		(triệu)
<b>Đầu tư LK, LD</b>				<b>0</b>		
<b>Đầu tư dài hạn khác</b>						
Trái phiếu Chính phủ				0		
CII	940.001	9.914		10,5	21,3	10.108
PVI	109.350	8.594	6.855	15,9	17,6	186
SC5	118.896	10.227	8.170	17,3	9,7	(1.452)
BF1	1.250.000	12.875	6.750	4,9	4,4	(904)

Quỹ tăng trưởng Việt Long	3.000.000	30.450	8.298	7,4	0
HCM	315.795	6.284	1.042	16,6	16,0 (189)
NH Phương Đông	3.505.458	31.868		9,1	0
Tổng CTCP Phong Phú	2.700.000	33.780		12,5	0
PPI	1.843.200	30.010		16,3	5,7 (19.504)
CTCP XNK & ĐT TT Huế	306.000	4.500	1.231	10,7	0
CTCP KD BĐS PT triển nhà TP	320.000	3.200		10,0	0
NH An Bình	3.732	30		8,0	0
NNC	10.702	145		13,5	28,1 156
CTCP XD & PT Ngôi nhà Huế	200.000	2.000		10,0	0
Góp vốn đầu tư các dự án BĐS		397.303			0
<b>Tổng</b>	<b>581.180</b>	<b>32.346</b>			<b>(11.599)</b>

Nguồn: TDH

(\*) Những khoản đầu tư cổ phiếu OTC, chúng tôi giả định tính đến thời điểm hiện tại sẽ không trích lập thêm dự phòng.

Sự sụt giảm của TTCK trong thời gian qua đã ảnh hưởng mạnh đến danh mục đầu tư tài chính. Tuy nhiên, TDH vẫn có thể hiện thực hóa lợi nhuận các khoản đầu tư hiện sinh lời như CII, NNC... nhưng lãi thanh lý các khoản đầu tư tài chính khó có thể đạt mức cao như năm 2010.

**Doanh thu tài chính** bao gồm lãi tiền gửi, lãi hoạt động đầu tư chứng khoán và cổ tức. Kết thúc 9 tháng đầu năm 2011, lũy kế doanh thu tài chính của Công ty là 28,5 tỷ đồng chủ yếu từ lãi đầu tư chứng khoán và cổ tức. Với giả định Công ty sẽ không thanh lý thêm các khoản đầu tư trong danh mục hoặc vốn góp tại các dự án BĐS, chúng tôi ước tính thu nhập từ hoạt động tài chính của TDH trong năm sẽ là 52 tỷ đồng.

**Chi phí tài chính** chủ yếu là chi phí lãi vay. Kết thúc 9 tháng đầu năm 2011, lũy kế chi phí tài chính của TDH là 52,7 tỷ đồng; trong đó chủ yếu là chi phí lãi vay (31,9 tỷ đồng). Tổng dư nợ vay ngân hàng tính đến cuối quý 3 năm 2011 gồm 282 tỷ đồng ngắn hạn và 368 tỷ đồng dài hạn (trong đó 209 tỷ là trái phiếu chuyển đổi lãi suất vay thấp 7%/năm). Với giả định nguồn tiền thu về từ các dự án kinh doanh sẽ thanh toán, giảm các khoản nợ vay ngắn hạn, chi phí lãi vay ước tính vào khoảng 60,7 tỷ đồng, cao gấp 5,4 lần so với năm 2010.

Với những phân tích và giả định như trên, tổng doanh thu của TDH trong năm 2011 sẽ đạt 487,3 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế sẽ đạt 78,8 tỷ đồng, lần lượt bằng 59% và 44% kế hoạch. Như vậy, mức EPS tương ứng với 37,695,010 cổ phiếu đang lưu hành sẽ vào khoảng 2.080 đồng/cổ phiếu, giảm 68% so với năm 2010.

**Cơ cấu lợi nhuận trước thuế dự phóng**

	2009	2010	2011F
LN HĐKD	209	142	114
LN HĐTC	98	75	(21)
LN LK-LD và khác	50	110	1
<b>LNTT</b>	<b>357</b>	<b>328</b>	<b>94</b>

Nguồn: TDH, RONGVIET SECURITIES ước tính

**Danh mục đầu tư dự án bất động sản của TDH**

Tên dự án	Vị trí	Đầu tư (tỷ)	Quy mô (m <sup>2</sup> )	SH (%)	Số lượng	DTKD/ sản KD	Ghi chú
<b>Các dự án đang và sắp kinh doanh</b>							
<b>KĐT mới Bình Chiểu</b>	Đường Ngô Chí Quốc dẫn ra tỉnh lộ 43.	-	212.000	100	323 căn/130 m <sup>2</sup> -284m <sup>2</sup> , 147căn/ 87 m <sup>2</sup> -244m <sup>2</sup>	92.000	Dự án đã kinh doanh xong. Dự kiến sẽ hạch toán 26 tỷ đồng doanh thu và 13,5 tỷ đồng lợi nhuận gộp trong năm 2011.
<b>Chung cư TDH - Trường Thọ</b>	P.Trường Thọ, Thủ Đức, HCM	234	6.994	100	262 căn hộ	23.827	Dự án đã hoàn thiện và tiêu thụ được khoảng 50% số căn hộ với giá trung bình 15,5 triệu đồng/m <sup>2</sup> . Tổng doanh thu dự án ước tính 381 tỷ, lợi nhuận trước thuế 147 tỷ. Dự kiến ghi nhận 69 tỷ đồng doanh thu và 22,3 tỷ đồng lãi gộp trong năm 2011.
<b>TTTM và KS La Sapiette</b>	Đà Lạt	200	7.902	65	91 phòng khách sạn	14.220	Khánh thành ngày 28/12/09.
<b>Khu chợ B</b>	Chợ đầu mối NS Thủ Đức	45	12.078	100	258 ô vựa	5.340	Đã hoàn thiện. 90% số ô vựa được cho thuê dài hạn; 10% còn lại cho thuê ngắn hạn. Nguồn thu được ghi nhận phần lớn trong 2008 là 101 tỷ đồng, năm 2009 71,7 tỷ đồng, năm 2010 10 tỷ đồng. Dự kiến nguồn thu năm 2011 là 12 tỷ đồng.



<b>Khu chợ C</b>	Chợ đầu mối NS Thủ Đức	20	6.278	100	70 ô vựa	1.900	Mới đưa vào hoạt động đầu QII/2010. 90% số ô vựa đã cho thuê dài hạn, 10% còn lại đang tiếp tục cho thuê. Trong năm 2010, TDH đã ghi nhận 15,5 tỷ doanh thu từ khu chợ này. Dự kiến ghi nhận 18 tỷ đồng doanh thu trong năm 2011.
Dự án Nhân Phú – Phước Long Spring Town (Khu nhà ở & TTTM Phước Long B)	P. Phước Long B, Q.9, HCM	1.000	37.140	50	*Nhà thấp tầng: 4.261 * Căn hộ: 20.770 * TM: 1.800	4.261	Dự án do CTCP Đầu tư Phước Long làm chủ đầu tư. Đã khởi công ngày 10/11/2011. TDH sẽ triển khai kinh doanh trong quý 4/2011 và dự kiến hạch toán 30 tỷ đồng doanh thu và 12 tỷ đồng lãi gộp trong năm nay.
Khu dân cư trung tâm thị trấn Bến Lức GĐII (Khu đô thị – thương mại – dịch vụ Long Hội)	Thị trấn Bến Lức - Long An	315	267.000	49	* Đất ở: 101.227 * Đất TMDV: 7.277	101.227	Dự án hợp tác đầu tư với PPL. Hiện đang thi công cơ sở hạ tầng. TDH đã bán được 100/160 nền tại dự án. Dự kiến hạch toán 147 tỷ đồng doanh thu và 59 tỷ đồng lãi gộp trong năm 2011.
Chung cư TDH - Phước Bình	P. Phước Bình Q.9 HCM	109	2.314	100	86 căn	7.650	Dự án đã xong phần móng và phần thô, đang trong giai đoạn hoàn thiện. Dự kiến sẽ bàn giao nhà cho khách hàng và ghi nhận doanh thu trong quý 2 năm 2012. TDH đã bán được 40/86 căn hộ của dự án với giá trung bình 17 triệu đồng/m <sup>2</sup> . Tổng doanh thu ước tính 189 tỷ, LNTT 36 tỷ. (nguồn: BCB)
Chung cư TDH - Phước Long	Nằm kế cận TTHC Q.9	192	3.573	100	118 căn	11.815	Khởi công T7/2010, hiện đã xong phần móng, đang chuẩn bị triển khai phần thô. Giai đoạn 1 đã bán 41 căn hộ. chuẩn bị triển khai bán hàng giai đoạn 2. Tổng doanh thu ước tính 308 tỷ, LNTT 59 tỷ. (nguồn: BCB)
Cantavil Premier (Cantavil GĐ 2)	P. An Phú Q.2 HCM	60 triệu USD	11.170	40	184 căn và 15 penthouse	*Căn hộ: 26.140 & VPCT 23.723	Hiện đang thi công tầng 6/36.

**Các dự án trong giai đoạn chuẩn bị đầu tư**

Tên dự án	Vị trí	Đầu tư (tỷ)	Quy mô (m <sup>2</sup> )	SH (%)	DT KD/sàn KD	Ghi chú
Chung cư Bình Chiểu	KĐT mới Bình Chiểu, HCM	422	10.502	100	280 căn	Hiện đang điều chỉnh thiết kế cơ sở để nộp Sở xây dựng.
Chung cư cao cấp Centum Wealth (Hiệp Phú)	P. Hiệp Phú Q.9, HCM	50 triệu USD	11.582	49	44.319 m <sup>2</sup> (343 căn)	Đã được cấp phép đầu tư, hiện đang xin thủ tục xây dựng dự án nhà ở. CT TNHH Bách Phú Thịnh (TDH: 49%, Daewon 51%).
Phức hợp Phố Minh Khai	378 Minh Khai, Q. Hai Bà Trưng, HN	80,70 8 triệu USD	28.726	14	*VP&TTM: 28.875 Căn hộ: 76.668 *Nhà vườn 3.600	Đang trình duyệt thiết kế ý tưởng và hoàn tất bản vẽ quy hoạch 1/500 theo hướng xin điều chỉnh chuyển qua toàn bộ căn hộ cao cấp. CTCP Phát triển nhà Phong Phú (TDH 14%, Tổng CTCP Phong Phú và CTCP BĐS Dệt May VN, Công ty Daewon và CTCP Phát triển nhà Daewon Thủ Đức). Doanh thu ước tính hàng năm 494 tỷ, LNTT 86 tỷ. (nguồn BCB)
Khu đô thị mới Đồng Mai	Q. Hà Đông, HN	1.265	2.250.000	10	-	Đang thực hiện thủ tục để chuyển mục đích sử dụng đất từ KCN thành khu dân cư.
Cao ốc phức hợp văn phòng, TM-DV khách sạn & căn hộ cho thuê Lăng Cô Huế	Khu kinh tế Chân Mây - Lăng Cô, Huế	150 triệu USD	137.840	100	-	Đã có quyết định thu hồi đất. Đang điều tra hiện trạng và áp giá đền bù cho các hộ dân.
Khu TĐCTam Tân Cù Chi	Cù Chi HCM	1.012	200.000	40	-	Đã duyệt thiết kế cơ sở hạ tầng kỹ thuật. Đang thiết kế mẫu nhà & chung cư.
Khu chung cư P. Phước Long A (Phúc Thịnh Đức)	146/2 Nam Hòa Q.9 HCM	912	14.680	70	Thương mại: 3.420 Căn hộ: 59.320	Đã có quyết định của UBND về giá đất của dự án, đã nộp tiền SDD để ra giấy CN QSDĐ. Thiết kế ý tưởng đã duyệt, đang trình duyệt 1/500. CT TNHH Đầu tư Phúc Thịnh Đức làm chủ đầu tư (TDH: 70%, CTCP BĐS Dệt May VN 30%). Dự án gồm 3 khối nhà cao 20 tầng (912 căn). Tổng doanh thu ước tính 1.778 tỷ, LNTT 503 tỷ. (nguồn BCB). Hiện TDH có ý định chuyển nhượng dự án này.
Resort La Sapinette – Huế	Lăng Cô - Huế	159	50.000	-	-	Đã được cấp phép đầu tư. Đang lập phương án giá đền bù và hồ sơ thiết kế cơ sở. Dự án đang có nhu cầu chuyển nhượng.
Khu nhà ở Phường Phước Long B	Q9 HCM	530	17.231	70	70.000	Dự án hợp tác với CTCP XNK Tập Phẩm Sài Gòn. Đang giãn tiến độ.
Bình Khánh – Thủ Thiêm	Q.2 HCM, gần An Phú An Khánh	358,4 triệu USD	* Khu TĐC: 46.971 * Khu căn hộ-VP: 63.592	20	* Khu TĐC: 236.836 * Khu căn hộ-VP-TM: 253.805	Đang trong giai đoạn hoàn thiện thiết kế. Khu tái định cư : dự kiến triển khai 2011 – 2013, khu căn hộ 2012 – 2015. Tổng doanh thu 9.613 tỷ, LNTT 1.922 tỷ. (nguồn BCB)
TTTM – DV & Văn Phòng Hàng Xanh	219 – 221 XVNT, P. 17,	42,2	607	40	3.306	Dự án hợp tác CTCP Thương mại Dịch vụ Sài Gòn. Đang xây dựng.

Bình Thạnh					Ngày 30/08, UBND TPHCM đã giao cho TDH làm chủ đầu tư thực hiện dự án này. TDH có trách nhiệm thực hiện theo đúng quy hoạch điều chỉnh (từ nhà liền kề sang xây dựng chung cư cao tầng), dành 200 căn hộ bán cho 200 khách hàng đăng ký mua đất nền với CT TNHH xây dựng KD nhà Hải Đăng trước đây theo giá bảo toàn vốn.
Dự án 10,3 ha tại Hiệp Bình Chánh.	Thủ Đức	1.030.000	-		
Dự án Aquila Plaza (Khu đất 120 Đàng Văn Bì)	P. Bình Thọ Thủ Đức	1.000	12.667	30	
Khu đất 236 Điện Biên Phủ	P.17 Q.Bình Thạnh, TPHCM		1.433	-	
Khu đất 78 Ba Vân	P.14 Q. Tân Bình TPHCM		2.210	-	
Khu đất 53/1 Phan Văn Hớn	P. Tân Thới Nhất Q.12		14.176	-	Dự án hợp tác kinh doanh cùng công ty vận tải Xăng Dầu Vitaco
					Dự án hợp tác kinh doanh cùng CT TNHH Hóa Chất Tân Phú Cường
					Dự án hợp tác kinh doanh cùng CT TNHH Hóa Chất Tân Phú Cường

Dự án in đậm là các dự án đã hoàn thiện.

Dự án in nghiêng là các dự án mới công bố trong năm 2010

Nguồn: TDH, RONGVIET SECURITIES ước tính

P/E, P/BV bình quân ngành bất động sản			
Mã CK	Vốn hóa TT (tỷ VND)	Trailing P/E	P/BV 30/09/11
KBC	4230,5	7,2	1,0
SJS	1900,7	8,5	1,0
ITA	2096,9	5,2	0,5
DIG	1950	4,7	0,6
BCI	1084	5	0,6
NTL	1180,8	3,1	1,3
HDG	591,3	6,4	1
NBB	853,7	10,7	0,9
TDH	542,8	3	0,4
LHG	517,6	3,1	0,9
HDC	393,1	4,3	0,8
TIX	386,4	3,5	0,7
TDC	930	4,7	0,8
Bình quân		6,0	0,8
Nguồn: Stox.vn ngày 17/11/2011			

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp so sánh

Chúng tôi kết hợp sử dụng 2 phương pháp so sánh P/E và P/B nhằm xác định mức giá hợp lý của cổ phiếu TDH tại thời điểm hiện nay. Mức P/E và P/B trung bình một số doanh nghiệp trong ngành bất động sản hiện xoay quanh mức 6,0x và 0,8x.

Xét về quy mô vốn chủ sở hữu và tổng tài sản cũng như diễn biến thị trường, chúng tôi cho là mức P/E, P/B hợp lý của TDH hiện này sẽ lần lượt ở mức 4,8x và 0,6x, thấp hơn 20% so với trung bình ngành.

Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
P/E 2011F	9.982	60%	5.989
P/BV	24.035	40%	9.614
Giá bình quân		100%	15.603

Chỉ tiêu tài chính một số công ty tiêu biểu

Mã CK	Market Cap 01/12/2011 (tỷ VND)	DT 2010 (tỷ VND)	LNST 2010 (tỷ VND)	EPS 4 quý (VND/cp)	BV 30/09/11 (VND/cp)	Trailing P/E (x)	P/BV 30/09/2011 (x)	Doanh thu 9T/2011 (tỷ VND)	%KH	LNST 9T/2011 (tỷ VND)	% KH
SJS	1693,6	1.067	457	2.375	19.000	7,2	0,9	102,4	3%	15,7	-
DIG	1560	1.382	449	2.000	20.000	6,0	0,6	565,8	46%	105,2	21%
BCI	1098,5	815	283	2.269	25.333	6,7	0,6	151,0	12%	35,0	11%
NTL	885,6	1.460	577	5.143	16.000	2,8	0,9	491,0	26%	72,0	-
HDG	526,5	967	271	2.281	14.444	5,7	0,9	475,5	40%	38,9	13%
TDH	459,9	706	249	2.346	30.500	5,2	0,4	371,0	45%	19,0	11%
NBB	841,2	580	122	3.541	58.875	13,3	0,8	357,7	56%	60,7	38%
HDC	390,8	454	101	3.479	23.857	4,8	0,7	296,9	66%	51,8	-

Nguồn: Stox, RONGVIET SECURITIES tổng hợp

**PHỤ LỤC**

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	2008	2009	2010	2011E
Doanh thu thuần	599,5	481,3	557,2	487,3
Giá vốn	287,7	216,6	327,9	301,4
<b>Lãi gộp</b>	<b>311,8</b>	<b>264,7</b>	<b>229,4</b>	<b>185,9</b>
Chi phí bán hàng	1,8	0,6	11,8	10,0
Chi phí quản lý	50,4	24,7	33,5	62,4
<b>Lợi nhuận từ HKKD</b>	<b>259,6</b>	<b>209,2</b>	<b>142,5</b>	<b>113,5</b>
Lợi nhuận từ HĐTC	9,6	98,2	74,7	(20,8)
Lợi nhuận khác	13,0	49,7	110,3	1,0
<b>EBIT</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>282,2</b>	<b>357,1</b>	<b>327,5</b>	<b>93,8</b>
Thuế TNDN	70,1	58,1	79,3	15,0
Lợi ích cổ đông thiểu số	13,7	4,6	(0,6)	-
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>198,4</b>	<b>294,4</b>	<b>248,9</b>	<b>78,8</b>

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2008	2009	2010	2011E
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	218,0%	-19,7%	15,8%	0,0%
Lợi nhuận HKKD	459,9%	-19,4%	-31,9%	-20,3%
EBIT	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Lợi nhuận trước thuế	50,9%	26,5%	-8,3%	-71,4%
Lợi nhuận sau thuế	21,4%	48,4%	-15,5%	-68,4%
Tổng tài sản	34,1%	27,2%	28,8%	3,1%
Vốn chủ sở hữu	32,4%	24,6%	10,5%	3,2%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	21,2%	14,7%	12,5%	0,2%
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	52,0%	55,0%	41,2%	38,1%
LN HKKD / Doanh thu	43,3%	43,5%	25,6%	23,3%
EBIT/ Doanh thu	47,9%	75,7%	61,5%	34,0%
LNNT/ Doanh thu	47,1%	74,2%	58,8%	19,2%
LNST/ Doanh thu	33,1%	61,2%	44,7%	16,2%
ROA	13,7%	16,0%	10,5%	3,2%
ROIC or RONA	16,1%	19,0%	13,5%	4,0%
ROE	19,8%	26,2%	19,0%	10,4%

<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
Vòng quay khoản phải thu	4,9	1,6	1,0	1,1
Vòng quay hàng tồn kho	0,7	0,5	0,8	0,7
Vòng quay khoản phải trả	1,5	1,0	1,7	1,3
Vòng quay TSCĐ	9,4	6,1	2,4	2,1
Vòng quay Tổng tài sản	0,4	0,3	0,2	0,2

<b>Khả năng thanh toán</b>				
Hiện hành	3,5	3,1	2,3	2,1
Nhanh	1,5	1,5	1,5	1,2
Tiền mặt	0,9	0,4	0,3	0,2

<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	41,1%	42,9%	61,6%	62,1%
Tổng nợ / Tổng tài sản	28,7%	29,2%	36,3%	36,2%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	1,4%	5,2%	21,8%	17,1%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	6,6%	7,2%	19,6%	23,1%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2008	2009	2010	2011E
Tiền	103,7	97,9	103,6	98,5
Đầu tư tài chính ngắn hạn	80,8	5,6	22,1	33,1
Các khoản phải thu	123,0	309,2	575,4	428,9
Tồn kho	395,3	470,1	419,2	422,0
Tài sản ngắn hạn khác	0,6	7,5	10,1	8,8
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>703,5</b>	<b>890,4</b>	<b>1.130,4</b>	<b>991,4</b>
Tài sản cố định hữu hình	58,3	56,9	209,2	206,0
Nguyên giá	78,9	83,3	237,2	243,7
Khấu hao	(20,6)	(26,4)	(28,0)	(37,6)
Tài sản cố định vô hình	5,4	21,5	22,8	22,1
Nguyên giá	5,6	22,4	25,8	26,7
Khấu hao	(0,2)	(1,0)	(3,1)	(4,6)
Xây dựng cơ bản dở dang	13,0	122,2	14,9	22,3
Bất động sản đầu tư	635,2	701,0	879,8	1.055,8
Đầu tư tài chính dài hạn	17,6	34,4	74,6	97,0
Tài sản dài hạn khác	-	-	-	-
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>740,2</b>	<b>946,1</b>	<b>1.235,0</b>	<b>1.447,1</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>1.443,7</b>	<b>1.836,5</b>	<b>2.365,4</b>	<b>2.438,5</b>

<b>Các khoản phải trả ngắn hạn</b>	<b>200,9</b>	<b>285,3</b>	<b>489,5</b>	<b>469,8</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	135,5	84,3	39,9	84,4
Khoản phải trả ngắn hạn khác	51,3	135,7	149,6	141,7
Vay và nợ ngắn hạn	14,0	65,3	300,0	243,7
<b>Các khoản phải trả dài hạn</b>	<b>210,8</b>	<b>250,1</b>	<b>359,4</b>	<b>413,8</b>
Vay và nợ dài hạn	66,5	90,0	270,3	328,8
Khoản phải trả dài hạn khác	144,3	160,1	89,1	85,0
<b>Tổng nợ</b>	<b>411,7</b>	<b>535,3</b>	<b>848,9</b>	<b>883,6</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>986,9</b>	<b>1.230,4</b>	<b>1.378,5</b>	<b>1.421,6</b>
Vốn đầu tư của CSH	252,5	378,8	378,8	378,8
Thặng dư vốn	509,1	433,9	434,9	434,9
Cổ phiếu ngân quỹ	(68,5)	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	153,1	-	-	-
Quỹ đầu tư và phát triển	112,8	218,5	306,9	356,7
Quỹ dự phòng tài chính	27,5	32,5	42,9	55,3
Khác	0,4	0,0	-	-
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>14,1</b>	<b>17,3</b>	<b>-</b>	<b>0,8</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.001,0</b>	<b>1.247,7</b>	<b>1.378,5</b>	<b>1.422,4</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	20,3	50,5	110,4	132,5
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>1.433,0</b>	<b>1.833,4</b>	<b>2.337,9</b>	<b>2.438,5</b>

CHỈ SỐ CƠ BẢN	2008	2009	2010	2011E
SLCPDLH cuối năm (triệu CP)	25,3	37,9	37,9	37,9
Giá thị trường cuối năm	28.700	67.000	34.500	
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	7.857	7.772	6.571	2.080
Giá trị sổ sách (VND)	39.644	32.941	36.397	37.554
Cổ tức (tiền mặt) VND	-	3.000	2.000	2.000
P/E (x)	3,7	8,6	5,3	-
P/B (x)	0,7	2,0	0,9	-
Dividend Yield (%)	0,0%	4,5%	5,8%	-



**LỊCH SỬ PHÂN TÍCH**

Ngày phát hành	Loại báo cáo	Khuyến nghị	Giá tại ngày phát hành	Giá định giá
08/11/2010	Cập nhật lần 1	Nắm giữ	31.000	38.700
25/04/2011	Cập nhật lần 2	Mua	25.000	34.100

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

**Các loại khuyến cáo**

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.
- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.
- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.
- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. Rong Viet Securities đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, Rong Viet Securities có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, Rong Viet Securities là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**Hệ thống mạng lưới****Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM  
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986  
Website: [www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

**Chi nhánh Cần Thơ**

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

**Chi nhánh Hà Nội**

2C Thái Phiên – Q.Hai Bà Trưng - Hà Nội

**Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

**Chi nhánh Đà Nẵng**

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

**TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ**

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. Rong Viet Securities 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 Rong Viet Securities 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 Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật.

**Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2011.**