

20/04/2012



**Phuong Ton**  
Senior Analyst  
[Phuong.Ton@vcsc.com.vn](mailto:Phuong.Ton@vcsc.com.vn)  
+84 8 3 914 3588 ext. 146

## MUA

**Giá mục tiêu** **49.500**  
**TL Tăng** **33,4%**

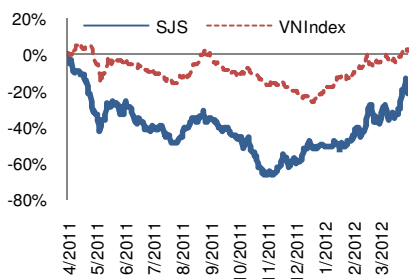
## Bất động sản

### Các chỉ số chính

Giá ngày 19/04/2012	37.100
Mức thấp nhất 52 tuần	16.000
Mức cao nhất 52 tuần	47.600
KLGD bình quân 30 ngày	284.805
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	99
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	3.674
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	175
TL sở hữu nước ngoài	21%

Định giá	2009	2010	2011
EPS (cơ bản)	11.876	5.078	-825
Tăng trưởng EPS	299,6%	-57,2%	-116,2%
P/E (thị giá)	3,4	7,9	-48,5
P/B (thị giá)	1,4	1,7	2,2
EV / EBITDA	5,9	11,5	-50,6
ROE	48,9%	23,2%	-3,9%
ROA	31,1%	12,3%	-1,7%
ROIC	39,3%	15,0%	-2,1%
Nợ / Vốn CSH	28,3%	75,5%	104,2%

Diễn biến giá	3M	6M	12M
Giá trị tuyệt đối %	27,5%	43,8%	-22,1%
Giá trị tương đối %	20,9%	27,0%	-23,9%



### Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn Sông Đà	36,65%
NĐT nước ngoài	20,78%
NĐT trong nước	42,57%

## SJS: Chúng tôi tin rằng giai đoạn khó khăn nhất đã qua

Quan điểm của chúng tôi về ngành bất động sản nghiêng về trường phái thận trọng trong thời gian lãi suất cho vay ở mức cao nhằm đối phó với lạm phát. Danh sách khuyến nghị đầu tư của chúng tôi chỉ giới hạn trong một số công ty có thể chứng minh khả năng thanh khoản và có tỷ trọng vay nợ thấp hơn mức trung bình.

Thời gian qua lạm phát đã giảm liên tục. Giờ đây đã có cơ sở để chính phủ có thể hạ lãi suất và tăng room tín dụng dành cho bất động sản. Chúng tôi do đó bổ sung vào danh sách khuyến nghị các công ty có tài sản chất lượng nhưng gặp khó khăn vì thiếu tiền mặt. Chúng tôi tin rằng khi thị trường tan băng, các công ty này sẽ có điều kiện biến hàng tồn kho thành tiền mặt và lật ngược tình thế. Chúng tôi tin vào tiềm năng của thị trường bất động sản Việt Nam – với nhu cầu nhà ở của 90 triệu dân có thu nhập ngày càng được cải thiện tại một trong những quốc gia có mật độ dân số cao nhất trong khu vực.

SUDICO là cái tên đáp ứng tiêu chí trên của chúng tôi. Công ty hiện sở hữu quỹ đất thương phẩm có diện tích trên 110 hecta, trong đó có Nam An Khánh với vị trí đắc địa ven Đại lộ Thăng Long. Dự án này kết nối phía Tây Hà Nội với trung tâm thành phố và bao gồm 63 hecta diện tích đất thương phẩm gần như đã sẵn sàng khai thác. Phần gốc (sau đây chúng tôi gọi là Khu A) của dự án Nam An Khánh có chi phí đất rất thấp là khoảng 1,8 triệu đồng/m<sup>2</sup>, đảm bảo chắc chắn chủ đầu tư sẽ thu lời cao khi giá giao dịch thị trường hiện gần 20 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Tuy vậy, cuối năm 2011, dự án đã trải qua một số giai đoạn khó khăn khi có nguy cơ phải ngừng triển khai, kéo giá bán từ mức 35 triệu đồng/m<sup>2</sup> xuống mức giá hiện tại. Gần đây, các cơ quan thẩm quyền đã đưa ra quyết định dự án có thể được tiếp tục thực hiện như trước, và vẫn do SUDICO làm chủ đầu tư.

Các rủi ro về mặt pháp lý như vậy đã chấm dứt. Sau dự án Mỹ Đình Mễ Trì, Nam An Khánh sẽ là dự án kế tiếp chứng minh khả năng của SUDICO với tư cách nhà đầu tư phát triển một dự án dài hơi nữa (từ 15-20 năm). Quá trình phát triển dự án này sẽ bắt đầu với việc kinh doanh khu thấp tầng, qua đó tích lũy vốn cho các bước tiếp theo cho việc xây dựng các khu phức hợp cao tầng.

Với việc sửa đổi bản thiết kế tỷ lệ 1/500 của Nam An Khánh, tổng diện tích đất thương phẩm của toàn dự án đã tăng 18,3 hecta – từ 88,4 lên 106,7 hecta. Chúng tôi chưa tính phần diện tích tăng thêm này vào định giá, vì phần đất này chỉ mới được giải tỏa một phần và tiền sử dụng đất hiện vẫn chưa đóng. Theo phương pháp định giá dựa trên giá trị tài sản ròng của chúng tôi thì cổ phiếu của SUDICO hiện trị giá 49.500 đồng/cổ phiếu, cao hơn 33,4% so với giá hiện tại 37.100/cổ phiếu. Trong đó, Nam An Khánh chiếm 63% tổng NAV của các dự án.

Sau khi tham dự đại hội cổ đông bất thường tuần này của SUDICO, chúng tôi tin rằng những vấn đề trước đây xuất phát từ việc đội ngũ quản lý bất đồng quan điểm đã cơ bản được giải quyết. Hơn một nửa vị trí trong HĐQT đã được bầu lại. Dù ĐHCĐ thường niên sắp tới có thể thay đổi cơ cấu nhân sự HĐQT lần nữa, chúng tôi tin rằng HĐQT mới, nhất là với sự tham gia của một cổ đông độc lập lớn, giàu kinh nghiệm về ngân hàng và bất động sản, sẽ thúc đẩy SUDICO lột xác và đứng vững trước cơn khủng hoảng tài chính hiện tại.

Vì vậy chúng tôi khuyến nghị SJS cho các nhà đầu tư sẵn sàng chấp nhận rủi ro từ mức trung đến mức cao và có tham vọng kiếm lời trên mức trung bình từ các cổ phiếu bất động sản, hiện đang sôi động trở lại nhờ các biện pháp hỗ trợ mới từ phía chính phủ.

## Cập nhật đại hội cổ đông bất thường

Một trong những vấn đề luôn nóng với các nhà đầu tư vào SJS là mâu thuẫn trong ban quản trị. Mục tiêu tổ chức ĐHCĐ bất thường 2012 mà chúng tôi tham dự cũng không nằm ngoài vấn đề này. Cổ đông lớn nhất của SUDICO là Tập đoàn Sông Đà trước đó đã có những bất đồng với chủ tịch HĐQT. Ngoài ra, sự xuất hiện của một cổ đông lớn mới, chiếm 15,95% cổ phần đại diện các nhà đầu tư độc lập cũng làm cục diện có những đổi khác. ĐHCĐ bất thường cuối cùng đã miễn nhiệm ba trong số năm thành viên HĐQT, trong đó có chủ tịch HĐQT, một thành viên đến từ Vinacapital Group, và tổng giám đốc điều hành trước đây. Hai thành viên mới từ Tập đoàn Sông Đà và ông Đỗ Văn Bình, cổ đông lớn nói trên (ông Bình hiện cũng đang là Chủ tịch HĐQT của Tập đoàn Đầu tư Tài chính và Xây dựng Đại Dương) được bầu thế vào các vị trí này. Một ngày sau ĐHCĐ bất thường, có thông báo ông Hồ Sỹ Hùng, người đại diện cho 32,3% cổ phần của Tập đoàn Sông Đà tại SUDICO, sẽ giữ chức Chủ tịch HĐQT cho đến khi ĐHCĐ 2012 bầu HĐQT mới.

ĐHCĐ bất thường diễn ra giữa các luồng ý kiến trái chiều về tính pháp lý của ĐH. Tuy nhiên, với đa phần số phiếu ủng hộ việc miễn nhiệm các thành viên HĐQT cũ và việc bầu lại các thành viên mới cho thấy lần này các cổ đông có sự đồng thuận cao hơn.

Với HĐQT mới được bầu chọn, chúng tôi cho rằng ĐHCĐ thường niên 2012 của SUDICO sẽ được hoãn lại một thời gian (nhưng theo quy định của pháp luật sẽ được tổ chức trước khi tháng Sáu kết thúc). Có thể sẽ còn có một số thay đổi khi bầu HĐQT năm 2012 (do nhiệm kỳ của HĐQT hiện tại sẽ kết thúc trong năm 2012). Rất có thể một số cổ đông lớn sẽ cần đến một tỷ lệ nhất định cổ phiếu SJS để giành được ghế cuối trong HĐQT mới. Vì vậy, cho đến lúc ấy cổ phiếu SJS sẽ còn có thể tiếp tục được mua vào.

Đối với tương lai xa hơn, những khó khăn trong hoạt động kinh doanh sản xuất SUDICO gặp phải năm 2011 và một số dư nợ rất lớn trên bảng cân đối kế toán khiến chúng tôi cho rằng HĐQT mới sẽ càng quyết tâm phải vực dậy SUDICO. Với thành phần HĐQT mới – hai thành viên đại diện Tập đoàn Sông Đà, hai thành viên đại diện các cổ đông độc lập – chúng tôi tin rằng việc biểu quyết đưa ra các quyết định sẽ suôn sẻ hơn so với trước kia.

## Cập nhật tiến độ dự án 2012

Thứ tự ưu tiên thực hiện các dự án năm 2012 vẫn không đổi. Nam An Khánh tiếp tục là trọng tâm hoạt động của SUDICO cũng như tâm điểm chú ý cho các nhà đầu tư.

**Nam An Khánh:** Nam An Khánh có vị trí thuận lợi, nằm ngay bên Đại lộ Thăng Long ở khu vực trước kia là tỉnh Hà Tây. Trong điều kiện giao thông thuận lợi, dự án chỉ cách trung tâm thành phố 30 phút và cách khu đô thị Mỹ Đình Mễ Trì 10 phút di chuyển bằng ô tô. Dự án Nam An Khánh bao gồm hai khu. Khu A – với 88,4 hecta diện tích đất thương phẩm – đã hoàn tất việc đền bù và nộp tiền sử dụng đất; và cơ sở hạ tầng cơ bản cũng đã đầy đủ. Khu B, phần mở rộng, với 18,3 hecta diện tích đất thương phẩm, đã được thông qua nhưng mới thực hiện được 50% công tác đền bù và vẫn chưa nộp tiền sử dụng đất.

Khu A có kiến trúc theo phong cách Tây Ban Nha với nhiều hồ sinh thái nhân tạo có tổng diện tích 22,2 hecta và mật độ xây dựng ở khu dân cư vào khoảng 39% (tương đối thấp so với các dự án khác ở miền Bắc). SUDICO đã chấp nhận mật độ xây dựng thấp hơn để đổi lấy sự khác biệt và độc đáo trong thiết kế. Bằng cách chia dự án thành các phân khu nhỏ với sơ đồ bố trí khác nhau, dự án Nam An Khánh đã tạo ra sự khác biệt với các dự án xung quanh có bố trí dạng bàn cờ. Nhờ vậy, chúng tôi tin giá đất dự án Nam An Khánh có thể đạt

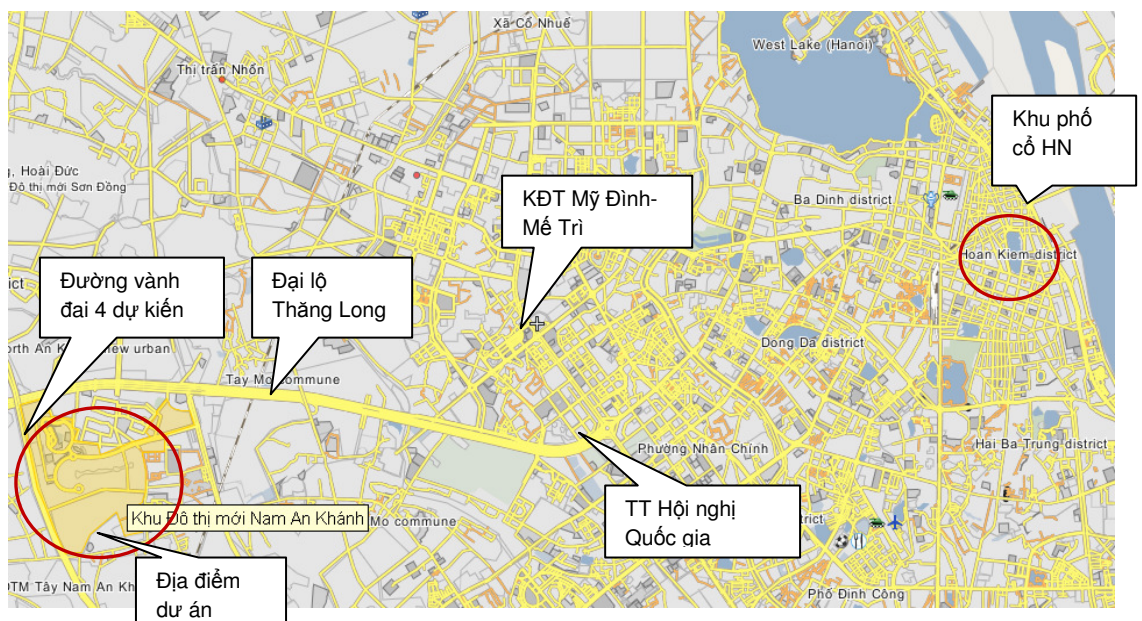
mức cao hơn so với xung quanh. Một khi hoàn thành, chúng tôi tin Nam An Khánh sẽ là một điểm sáng mới của SUDICO bên cạnh khu Mỹ Đình Mễ Trì – với diện tích lớn hơn gấp bốn lần.

Trong quý 4/2011 nổ ra một cuộc tranh luận pháp lý về quy trình chuyển giao Nam An Khánh từ Tập đoàn Sông Đà sang SUDICO, khiến dự án có nguy cơ bị trì hoãn vô thời hạn. Gần đây, việc tranh chấp đã được giải quyết và dự án có thể hoạt động trở lại bình thường. Ngày 13/04, chúng tôi đã đến thăm dự án và nhận thấy các chủ đầu tư tham gia mua 11 hecta đất thấp tầng năm 2009 hiện đã hoàn tất phần lớn công tác xây dựng trên phần diện tích mua lại.

**Hình 1:** Cơ sở hạ tầng kỹ thuật của Nam An Khánh đã được cơ bản hoàn thành và các chủ đầu tư thứ cấp đang triển khai công tác xây dựng

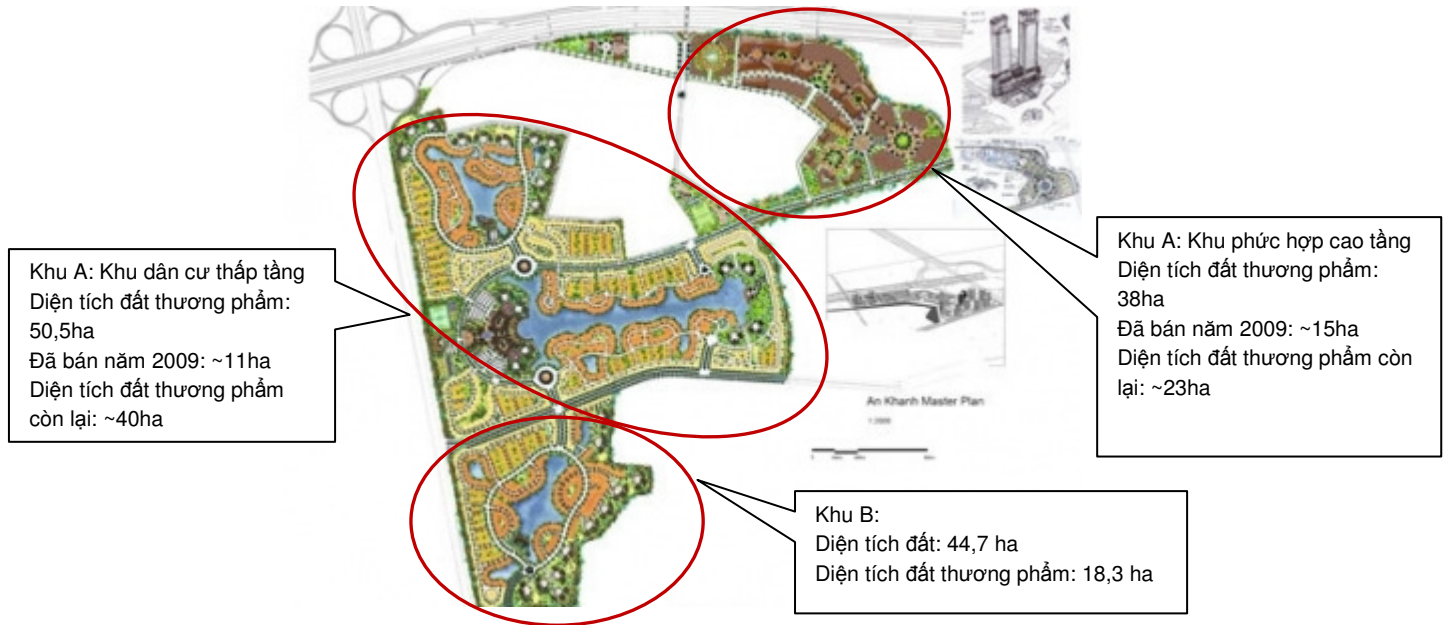


**Hình 2:** Vị trí của Nam An Khánh





Hình 3: Sơ đồ dự án Nam An Khánh



Để cân bằng nguồn tiền cho hoạt động, SUDICO dự kiến bán thêm 10-15 hecta phần thấp tầng tại Nam An Khánh trong năm 2012, nhằm thu về khoảng 2.000 tỷ đồng với giá bán vào khoảng 20 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Theo tính toán của chúng tôi, công ty sẽ phải chi thêm khoảng 200-300 tỷ đồng trước khi có thể hoàn tất chuyển giao đất và ghi nhận doanh thu này.

SUDICO cũng dự kiến hoàn thành việc đền bù cho Khu B vào năm 2012. Tổng chi phí đền bù theo tính toán của chúng tôi có thể lên đến 300 tỷ đồng. Mức tiền sử dụng đất dành cho khu B vẫn chưa được ấn định, nhưng do khu mở rộng được thực hiện sau khi Nghị định 69 có hiệu lực, tiền sử dụng đất hiện có thể lên đến 10 triệu đồng/m<sup>2</sup> hoặc hơn, cao hơn hẳn Khu A với mức tiền sử dụng đất trung bình chỉ vào khoảng 1,8 triệu đồng/m<sup>2</sup>.

**Văn La – Văn Khê:** SUDICO dự kiến ghi nhận khoảng 100 tỷ đồng khoản lợi nhuận ròng sau thuế từ các giao dịch trước đây sau khi phần xây dựng cơ bản khu thấp tầng (đã bán) được hoàn thành. Theo chúng tôi được biết, Công ty đang xem xét chuyển diện tích 2,7 hecta (tương đương 22,5% diện tích dự án) sang đất xây dựng thấp tầng thay vì chung cư cao tầng như ban đầu dự kiến.

**Phổ Nối – Hưng Yên:** Hiện Công ty đang nắm 60% cổ phần của dự án 100 hecta này. Trong số 40 hecta diện tích đất thương phẩm, SUDICO cho biết hiện đã bán được 10 hecta. Giá bán gần đây nhất là 8 triệu đồng/m<sup>2</sup> (bao gồm thuế VAT) vào khoảng giữa năm 2011.

**Tiến Xuân:** SUDICO đã hoàn thành việc đền bù 120 hecta đất trong số 1.400 hecta đất toàn dự án. Tiến Xuân trước đây trực thuộc tỉnh Hòa Bình, giờ đây được sáp nhập vào Hà Nội và nằm ở địa phận ranh giới giữa Hà Nội và tỉnh Hòa Bình

**Đà Nẵng:** Khoảng giữa năm 2011 Công ty đã tuyên bố đã bán dự án này để thu lợi nhuận 100 tỷ đồng. Tuy nhiên, giao dịch không được hoàn tất do khủng hoảng thị trường. SUDICO đã quyết định giữ lại dự án lại để phát triển nội bộ. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng

nếu tìm được người mua với giá phù hợp, SUDICO sẽ sẵn sàng bán sổ dự án nhằm nhanh chóng tạo ra tiền mặt để phát triển dự án Nam An Khánh.

**SPM-Trường Lưu:** SUDICO đã góp 168 tỷ đồng, tức 60% cổ phần vào dự án liên doanh này. Dự án bao gồm tổng cộng 19 hecta đất, trong đó khu phức hợp cao tầng chiếm 40% tổng diện tích; biệt thự chiếm 60% còn lại. Hiện SUDICO giao cho công ty con ở miền Nam để phụ trách việc phát triển dự án này.

**Mỹ Đình Mỹ Trì:** Dự án này gần như đã hoàn tất. Vào cuối năm 2011, trên báo cáo tài chính của SUDICO thể hiện khoản chi phí xây dựng dở dang liên quan đến dự án khoảng 195 tỷ đồng. Chi phí đầu tư còn lại của dự án là rất ít, với diện tích khu dân cư đã bán hết và ghi nhận xong. Diện tích thương mại vào năm 2011 mang lại khoảng 50 tỷ đồng doanh thu từ hoạt động cho thuê.

Hình 4: Khu đô thị Mỹ Đình Mỹ Trì chụp từ tháp HH3



## Định giá

Kể từ ngày 20/04/2011, trong thời gian thị trường bất động sản trầm lắng, chúng tôi chưa cập nhật lại giá mục tiêu của SJS. Tại thời điểm đó, việc tranh cãi về Nam An Khánh và những thay đổi liên tiếp trong đội ngũ lãnh đạo Công ty khiến chúng tôi không tìm được một tỷ lệ chiết khấu nào phù hợp để áp dụng cho rủi ro của cổ phiếu SJS.

Sau khi các rủi ro trên đã đi qua, chúng tôi tiến hành định giá lại cổ phiếu của SJS với giá mục tiêu là 49.500 đồng/cổ phiếu, với tỷ lệ tăng giá 33,4% so với giá hiện tại. Tuy nhiên, chúng tôi hạ giá mục tiêu từ mức 56.000 đồng/cổ phiếu năm ngoái do một số thay đổi sau:

- Chúng tôi hạ giá bán đất ở Nam An Khanh (sau khi chiết khấu thanh khoản) từ 35 triệu đồng/m<sup>2</sup> xuống 18 triệu đồng/m<sup>2</sup> để phản ánh tình trạng còn yếu của thị trường, cũng như việc giá dự án vẫn chưa tăng trở lại sau vụ tranh chấp pháp lý của dự án.
- Chúng tôi hạ giá đất Văn La Văn Khê (sau khi chiết khấu thanh khoản) từ 28 triệu đồng/m<sup>2</sup> xuống còn 24 triệu đồng/m<sup>2</sup> theo thông tin về giá đất giao dịch hiện tại của dự án mà chúng tôi được biết.
- Chúng tôi chia việc định giá đất làm hai khu. Khu thứ nhất là khu thấp tầng, cơ sở hạ tầng đã sẵn sàng được định giá bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền. Khu còn lại là khu cao tầng, được định giá theo phương pháp giá thị trường do vẫn chưa biết khi nào việc xây dựng sẽ bắt đầu cũng như hoàn tất. Phương pháp giá thị trường chúng

tôi áp dụng cho khu cao tầng tính đến tính khả mại, dựa trên giả thuyết việc chuyển giao được thực hiện ngay lập tức, với giá chiết khấu 30% so với giá bán lẻ hiện tại, và sau khi trừ thuế.

- Các dự án vẫn chưa thực hiện xong 100% công tác đền bù, hoặc các dự án nhỏ không có đủ thông tin chi tiết, được định giá dựa trên cơ sở giá vốn.
- Tỷ lệ chiết khấu cho phương pháp định giá DCF tăng nhẹ lên 21,5%. Tỷ lệ này được tính từ giả định tỷ trọng nợ/vốn chủ sở hữu là 50-50, với chi phí vốn là 25% và chi phí nợ vay là 18% trong khung thời gian định giá. Chi phí lãi vay được giả thiết xuất hiện tại thời điểm chi đầu tư, theo tỷ lệ 50-50 nợ-vốn chủ sở hữu.

Chúng tôi chưa có ước tính dòng doanh thu từ việc cho thuê do thiếu thông tin.

Tên dự án	Tỷ lệ cổ phần	Tổng diện tích đất (ha)	Tỷ lệ đất sạch	Phương pháp định giá	DT đất thương phẩm (ha)	DT đất thương phẩm còn lại (ha)	Giá (sau chiết khấu thanh khoản) Triệu đồng /m2	Giá trị đất định giá lại (triệu đồng)
Nam An Khánh Khu A: thấp tầng	100%	189,7	100%	DCF	51	40	18,0	2.330.271
Nam An Khánh Khu A: cao tầng	100%		100%	Market	38	23	12,6	2.113.188
Nam An Khánh – Khu B	100%	44,7	50%	Book	18	-	-	84.400
Văn La-Văn Khê thấp tầng	100%	12	100%	DCF	2	2	24,0	159.097
Văn La-Văn Khê cao tầng			100%	Market	3	3	16,8	343.602
Tiến Xuân	100%	1.400	10%	Book	630	-	-	129.522
Bắc Trần Hưng Đạo	100%	24	-	Book	12			25.310
Mỹ Đình Mễ Trì	100%		100%	Book	-			195.476
Trường Lưu SPM	60%	19	0%	Book	8	-		100.800
Long Tân – Đồng Nai	100%	65	60%	Book	29			87.747
Phố Nối thấp tầng	60%	100	100%	DCF	34	30	7,0	367.987
Phố Nối cao tầng	60%			Market	6	6	4,9	50.509
Đà Nẵng	100%	13	100%	Book	6	6		1.108.511
Nhơn Trạch – Đồng Nai	80%	100	60%	-	55	-		0
Sông Đà – Ngọc Vũng	100%	390	-	Book	176			87.747
<b>Tổng NAV dự án</b>								<b>7.184.168</b>
Cộng tài sản thanh khoản								393.172
Trừ: Nợ								2.682.776
<b>Giá trị tài sản ròng</b>								<b>4.894.564</b>
Số cổ phiếu đang lưu hành								99.041.940
NAV/cổ phiếu								<b>49.419</b>

Chúng tôi tin rằng định giá trên còn có thể tăng lên khi Khu B của Nam An Khánh có thể hoàn toàn được đưa vào định giá và giá đất của Nam An Khánh tăng trở về mức trước khi xảy ra tranh chấp pháp lý.

Trên cơ sở P/B, SJS đang giao dịch ở mức 2,01 lần. Có thể so với mức trung bình trong ngành, con số này không thực sự hấp dẫn, nhưng chúng tôi lưu ý nhà đầu tư quý đất giá rẻ có xu hướng làm cho giá trị ghi sổ thấp hơn so với thực tế.

Do vấn đề nhân sự quản lý còn chưa thực sự chắc chắn, chúng tôi chỉ khuyến nghị SJS với các nhà đầu tư sẵn sàng chấp nhận rủi ro từ mức trung đến mức cao, muốn tăng tỷ trọng đầu tư vào ngành bất động sản và có mục tiêu lợi nhuận cao hơn mức trung bình ngành, vốn đã đang nóng trở lại sau các biện pháp hỗ trợ từ chính phủ.

## Tóm tắt tài chính

BC KQHĐKD	2009	2010	2011	CĐKT	2009	2010	2011
Doanh thu	1.115	1.017	140	<b>Tài sản</b>			
- Giá vốn hàng bán	-405	-346	-108	+ Tiền và tương đương	708	163	42
Lợi nhuận gộp	709	671	32	+ Đầu tư tài chính ngắn hạn	84	8	0
- Chi phí bán hàng	-1	-3	-4	+ Các khoản phải thu	62	316	268
- Chi phí quản lý doanh nghiệp	-37	-49	-75	+ Hàng tồn kho	77	127	220
Lợi nhuận từ HĐKD	671	618	-48	+ Tài sản ngắn hạn khác	61	80	161
- (Lỗ) / lãi tỷ giá	0	0	0	<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	992	694	691
- Lợi nhuận khác	201	-5	-37	+ Giá gốc tài sản dài hạn	1.720	3.155	0
EBIT	872	613	-84	- Khấu hao lũy kế	-10	-13	0
- Chi phí lãi vay	-5	-2	0	+ Tài sản dài hạn ròng	1.711	3.142	3.717
EBT	866	611	-84	+ Đầu tư dài hạn	0	0	0
- Thuế TNDN	-154	-154	5	+ Tài sản dài hạn khác	295	632	626
LNST	713	458	-79	<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	2.006	3.774	4.343
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0	-1	-3	<b>Tổng tài sản</b>	<b>2.999</b>	<b>4.467</b>	<b>5.034</b>
LNST của cổ đông công ty mẹ	713	457	-82				
EPS	11.876	5.078	-825	<b>Nợ &amp; Vốn CSH</b>			
EBITDA	872	617	-84	+ Phải trả ngắn hạn	56	79	79
Khấu hao	0	-4	0	+ Vay và nợ ngắn hạn	0	1.150	210
Tăng trưởng doanh thu	254,9%	-8,8%	-86,3%	+ Phải trả ngắn hạn khác	678	413	962
Tăng trưởng LN HĐKD	316,3%	-7,9%	-107,8%	<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>734</b>	<b>1.642</b>	<b>1.251</b>
Tăng trưởng EBIT	395,2%	-29,7%	-113,8%	+ Nợ dài hạn	500	500	1.748
Tăng trưởng EPS	299,6%	-57,2%	-116,2%	+ Nợ dài hạn khác	0	140	157
<b>Chỉ số khả năng sinh lợi</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>Tổng nợ dài hạn</b>	500	640	1.905
Tỷ suất lợi nhuận gộp	63,6%	66,0%	22,7%	<b>Tổng nợ</b>	<b>1.234</b>	<b>2.281</b>	<b>3.155</b>
Tỷ suất LNST	63,9%	45,0%	-56,9%	+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
ROE DuPont	48,9%	23,2%	-3,9%	+ Thặng dư	218	219	219
ROA DuPont	31,1%	12,3%	-1,7%	+ Vốn điều lệ	800	1.000	1.000
* Tỷ suất EBIT	78,2%	60,3%	-60,5%	+ Lợi nhuận chưa phân phối	746	959	622
* LNST/LNTT	82,2%	74,9%	94,1%	+ Lợi ích cổ đông thiểu số	0	8	37
* LNTT/EBIT	99,4%	99,7%	100,0%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	1.765	2.186	1.878
* Vòng quay tổng tài sản	0,5	0,3	0,0	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>2.999</b>	<b>4.467</b>	<b>5.034</b>
Đòn bẩy tài chính	1,6	1,9	2,3				
ROIC	39,3%	15,0%	-2,1%				
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Số ngày tồn kho	45,7	107,4	586,5	<b>Tiền đầu năm</b>	<b>9</b>	<b>708</b>	<b>163</b>
Số ngày phải thu	33,3	67,9	762,9	<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>713</b>	<b>457</b>	<b>-82</b>
Số ngày tồn kho	84,3	71,1	266,5	+ Khấu hao lũy kế	0	4	0
Thời gian luân chuyển tiền	-5,3	104,2	1.083,0	+ Điều chỉnh	-65	1.432	-292
Vòng quay tồn kho	8,0	3,4	0,6	+ Thay đổi vốn lưu động	-363	-1.097	332
<b>Chỉ số thanh khoản/đòn bẩy tài chính</b>				<b>Tiền từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>285</b>	<b>797</b>	<b>-43</b>
CS thanh toán hiện hành	1,35	0,42	0,55	+ Thanh lý tài sản cố định	2	0	0
CS thanh toán nhanh	1,25	0,35	0,38	+ Chi phí mua sắm TSCĐ	-15	-1.838	-298
CS thanh toán tiền mặt	0,97	0,10	0,03	+ Tăng (giảm) đầu tư	0	0	0
Nợ / Tài sản	0,17	0,37	0,39	+ Các hoạt động đầu tư khác	157	-743	0
Nợ / Vốn sử dụng	0,22	0,43	0,51	<b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>144</b>	<b>-2.581</b>	<b>-298</b>
Nợ / Vốn CSH	0,28	0,75	1,04	+ Cổ tức đã trả	-60	-50	-98
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,00	0,26	0,04	+ Tăng (giảm) vốn	46	200	19
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,17	0,11	0,35	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-87	1.150	-940
Khả năng thanh toán lãi vay	162,94	330,50	0,00	+ Thay đổi nợ dài hạn	370	0	1.248
<b>Định giá</b>				+ Các hoạt động tài chính khác	0	0	0
P/E	3,4	7,9	-48,5	<b>Tiền từ hoạt động tài chính</b>	<b>270</b>	<b>1.239</b>	<b>220</b>
P/B	1,4	1,7	2,2	Tổng lưu chuyển tiền tệ	699	-545	-121
EV/EBITDA	5,9	11,5	-50,6	<b>Tiền cuối năm</b>	<b>708</b>	<b>163</b>	<b>42</b>
GT sổ sách/cp	29.409	24.199	18.412				



## 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 chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng 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 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. Đề 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.

## Liên hệ

### Trụ sở chính

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

### Chi nhánh Hà Nội

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

### Phòng giao dịch

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

### Phòng giao dịch

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

## Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

### Trưởng Phòng Cao Cấp – Quyền Giám Đốc Vũ Thanh Tú, ext 105

[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)

### Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588

[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**CV Kinh tế**, Đoàn Thị Thu Hoài, ext 139

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

**CV cao cấp**, Tôn Minh Phương, ext 146

**CV cap cấp**, Hoàng Hương Giang, ext 142

**Chuyên viên**, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

**Chuyên viên**, Vũ Hoàng Việt, ext 143

**Chuyên viên**, Nguyễn Duy Phong, ext 120

**Chuyên viên**, Phạm Thùy Dương, ext 130

**Chuyên viên**, Lương Thị Kim Chi, ext 145

## 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)

### 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

Nguyễn Huy Quang

+84 4 6262 6999, ext 312

[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

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

**Lịch sử khuyến nghị**

<b>Ngày</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Giá đóng cửa</b>	<b>Giá mục tiêu</b>
20/04/2011	THÊM VÀO	47.600	56.000