

26 Tháng 9 2008

# SSI30: Triển vọng 2008-2009

## Tóm tắt

VNIndex đã giảm 53% kể từ đầu năm 2008 và giảm 60% so với mức đỉnh của tháng 10/2007. Tốc độ tăng GDP chậm lại, lạm phát cao, và tỷ giá biến động nằm trong số những nguyên nhân dẫn đến sự điều chỉnh của thị trường chứng khoán (TTCK). Lỗ từ các khoản đầu tư vào cổ phiếu (CP) và BĐS cũng như chi phí lãi vay cao khiến tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ròng của các công ty trong rổ SSI30 thấp hơn nhiều so với tăng trưởng doanh thu. Chúng tôi sẽ bắt đầu bản báo cáo bằng việc tổng hợp lại tình hình nền kinh tế trong năm nay và triển vọng cho năm tới. Tiếp đó sẽ là phân tích các công ty trong rổ SSI30 cho các năm 2008-2009.

### Quan điểm của chúng tôi về kinh tế vĩ mô:

- CPI cả năm 2008 ước tính khoảng 25-26%. Áp lực lạm phát sẽ giảm bớt vào năm 2009, tuy nhiên lạm phát vẫn sẽ vẫn ở mức hai chữ số, trong khoảng 10-15%.
- Thời điểm tốt nhất để giảm lãi suất cơ bản là sau Tết năm 2009.
- VND sẽ giảm giá tối đa 5% so với USD (so với cuối năm 2007).
- Tốc độ tăng trưởng GDP năm 2008 sẽ nằm trong khoảng 6-6,5%, và tăng trưởng năm 2009 sẽ chậm hơn một chút do 2 nguyên nhân (1) Các vấn đề hiện tại của ngành bất động sản và ngân hàng sẽ vẫn tiếp tục và (2) Dòng vốn chảy vào Việt Nam như FDI, ODA và xuất khẩu sẽ chậm lại do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tín dụng toàn cầu diễn ra gần đây.

Mặc dù số lượng cổ phiếu niêm yết trên cả 2 sàn HASTC và HOSE hiện nay đã là 311 cổ phiếu, nhưng rổ cổ phiếu SSI30 vẫn chiếm trên 60% tổng giá trị vốn hóa thị trường, và khoảng 60% giá trị giao dịch của cả thị trường.

### Những kết luận chính qua phân tích SSI30:

- Trong khi tăng trưởng doanh thu vẫn khá mạnh và các công ty vẫn đủ khả năng trang trải chi phí hoạt động, thì chi phí tài chính cao, biến động tỷ giá, và sự giảm giá của TTCK đã làm tăng trưởng lợi nhuận ròng của các công ty thấp hơn nhiều so với tăng trưởng doanh thu.
- Các công ty đã gặp nhiều khó khăn trong việc huy động vốn, trên cả 2 kênh vốn nợ và vốn chủ sở hữu. Chúng tôi tin rằng một vài công ty sẽ khó có thể huy động vốn trong năm tới để tài trợ cho các dự án mở rộng đầy tham vọng của mình.
- Trong năm 2008, vận tải là ngành chịu tác động nhiều nhất của tình hình kinh tế vĩ mô, do ảnh hưởng của chi phí nhiên liệu tăng đồng thời phải trích lập dự phòng tài chính cho các khoản vay bằng USD. Ngành bất động sản và ngân hàng cũng sẽ vẫn tiếp tục gặp nhiều khó khăn trong năm 2009. Các ngành Nguyên vật liệu cơ bản, Dịch vụ dầu khí và Hàng tiêu dùng nhiều khả năng sẽ duy trì kết quả rất tốt đạt được trong nửa đầu năm 2008 và sẽ vượt kế hoạch năm nay. Trong năm 2009, chúng tôi tin rằng các công ty với thị giá vốn lớn sẽ tiến hành tái cơ cấu để thích nghi tốt hơn với điều kiện kinh tế khó khăn.
- Về định giá, chỉ số P/E 4 quý gần nhất chỉ là 11,6 lần, tương đối hấp dẫn so với chỉ số của một số nước láng giềng (P/E 4 quý gần nhất của chỉ số giá chính trên thị trường Ấn Độ và Trung Quốc đều cao hơn 14 lần). Chỉ số P/E tương lai rổ SSI30 năm 2008 ước tính khoảng 10,9 lần vào năm 2009 khoảng 9,6 lần. Với chỉ số P/E 12 tháng tương lai (kể từ thời điểm viết báo cáo) chỉ là 9,9 lần và chỉ số P/B là 2,1 lần, chúng tôi kỳ vọng vào cơ hội đầu tư vào cổ phiếu của các công ty có yếu tố cơ bản vững mạnh.
- Chúng tôi vẫn tin tưởng vào sự đi lên của thị trường Việt Nam trong dài hạn, dựa trên một số lý do sau: (1) ổn định chính trị chung, (2) sự quan tâm ngày càng nhiều của giới đầu tư nước ngoài, (3) xu hướng tăng trưởng của thu nhập và tiêu dùng và (4) cam kết của Chính phủ đối với tiến trình cổ phần hóa các doanh nghiệp Nhà Nước.

## Khối Phân tích & TVĐT SSI

### Giám đốc Khối

Lê Lê Hằng  
hangl@ssi.com.vn

Công ty CP chứng khoán Sài Gòn  
1C Ngô Quyền, Hà Nội  
Việt Nam  
Tel : 84-9366321  
Fax : 84-9366319

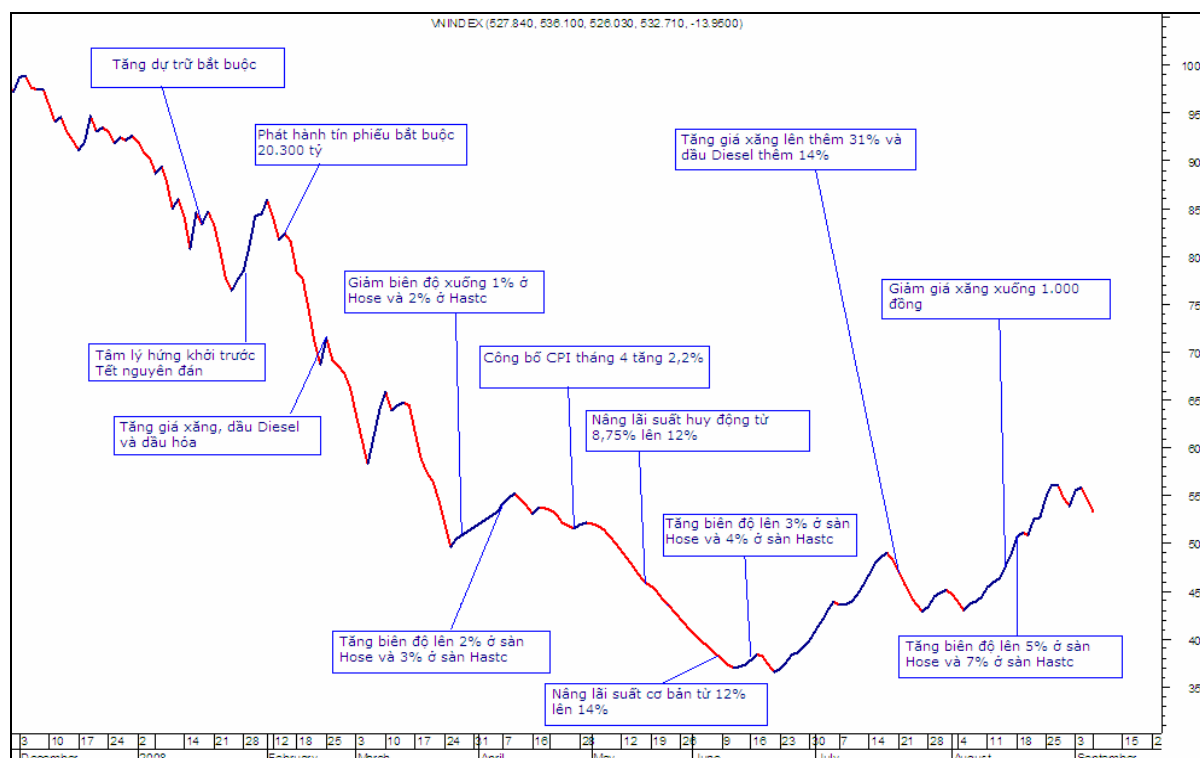
Xin đọc phần Khuyến cáo ở trang cuối đối với các báo cáo nghiên cứu của chúng tôi

## MỤC LỤC

GIỚI THIỆU .....	2
TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM .....	2
LẠM PHÁT .....	2
LÃI SUẤT .....	3
TỶ GIÁ .....	4
KẾT LUẬN: TĂNG TRƯỞNG .....	5
SSI30 INDEX .....	10
Giới thiệu chung Về SSI30 .....	10
Tóm tắt diễn biến SSI30 INDEX .....	10
CÁC YẾU TỐ CƠ BẢN CỦA 30 CÔNG TY TRONG SSI30 .....	12
Cập nhật kết quả kinh doanh 2008 .....	12
Triển vọng trong 2008 và 2009 .....	13
Định giá .....	14
PHỤ LỤC .....	15
Phụ lục 1: Phương pháp xây dựng SSI30 .....	15
Phụ lục 2: Diễn biến của thị trường chứng khoán .....	16
Phụ lục 3: 30 công ty trong rổ SSI30 .....	17

## GIỚI THIỆU

**Biểu đồ 1. VN Index và những sự kiện nổi bật**



Tính đến thời điểm ngày 17/09/2008, chỉ số VNIndex đã giảm 52,5% so với đầu năm 2008 và 60% so với mức đỉnh của tháng 10/2007. Sự sụt giảm của VNIndex phản ánh tâm lý của nhà đầu tư trước diễn biến kinh tế vĩ mô. Đồ thị trên minh họa những biến động lớn của VNIndex dưới tác động của các tin tức về kinh tế vĩ mô diễn ra từ đầu năm 2008. (Chi tiết xin mời xem phần phụ lục 2)

Trong phần tiếp theo, chúng tôi sẽ thảo luận về tình hình thực tại cũng như triển vọng của các yếu tố cơ bản trong nền kinh tế, sau đó sẽ đi sâu hơn vào phân tích rõ cổ phiếu SSI30, nhằm cung cấp một bức tranh tương đối tổng thể về thị trường Việt Nam trong giai đoạn phát triển hiện tại.

## TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM Nửa cuối 2008 và 2009

### LẠM PHÁT

***CPI 2008 dự đoán ở mức 25-26%; Chúng tôi cho rằng áp lực lạm phát sẽ giảm dần vào năm 2009 và duy trì trong khoảng từ 10 -15%***

Tốc độ tăng CPI tháng 9 tiếp tục xu hướng giảm với mức tăng gần như bằng 0, một phần do tính chu kỳ của CPI và kết quả của các biện pháp mạnh của chính phủ nhằm kiềm chế lạm phát. Tốc độ tăng CPI 9 tháng 2008 so với 9 tháng 2007 đạt 22,76%. Phân tích các yếu tố ảnh hưởng cả tích cực và tiêu cực lên CPI cho thấy giá cả có nhiều khả năng ổn định trong tháng 10 và tăng dần vào thời điểm cuối năm. Chúng tôi ước tính rằng CPI trung bình cuối năm sẽ tăng khoảng 25-26% so với năm 2007 – đúng như mục tiêu đặt ra trong cuộc họp chính phủ thường kỳ tháng 8/2008.

### Các yếu tố ảnh hưởng đến CPI

**CPI dự đoán sẽ giảm xuống dưới mức 15% vào nửa cuối 2009** nhờ vào các yếu tố (1) do so sánh tương đối với năm 2008, (2) Tổng cầu của nền kinh tế tăng chậm lại và (3) giá hàng hóa có xu hướng giảm. Theo quan điểm của chúng tôi, thách thức lớn nhất trong cuộc chiến chống lạm phát hiện nay là việc nới lỏng kiểm soát giá của 14 mặt hàng và dịch vụ thiết yếu và quá trình giải ngân các dự án vào thời điểm cuối năm.

Phía cung	Phía cầu
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Giá cả của 14 mặt hàng và dịch vụ thiết yếu sẽ tiếp tục được điều chỉnh và quá trình điều chỉnh này cần một khoảng thời gian nhất định. Giá điện, than, nước sạch và giá vé xe buýt sẽ giữ nguyên cho đến cuối năm 2008 sẽ chỉ được cân nhắc điều chỉnh vào năm 2009. <i>Thời gian/Mức độ ảnh hưởng: Cho đến cuối 2009/ Mức độ mạnh/ Tiêu cực</i></li> <li>➤ Với nền kinh tế mở, Việt Nam sẽ được hưởng lợi từ xu hướng giảm của giá dầu và giá hàng hóa nói chung (xem đồ thị 2 &amp; 4). Trong kịch bản tốt nhất thì giá cả trong nước có thể được hỗ trợ từ xu hướng này với độ trễ về thời gian khoảng 3 tháng. <i>Thời gian/Mức độ ảnh hưởng: Cho đến cuối 2009 / Mức độ mạnh / Tích cực</i></li> <li>➤ Cuối năm 2008 nguồn cung thực phẩm có khả năng bị thiếu, đặc biệt là thịt gia súc, do ảnh hưởng của thảm họa thiên nhiên, dịch bệnh và tăng giá thức ăn gia súc. Tính đến T6/2008, tăng trưởng của ngành chăn nuôi chỉ đạt 0,03%. <i>Thời gian/Mức độ ảnh hưởng: Ảnh hưởng mạnh nhất vào cuối năm / Tiêu cực</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Giải ngân cho các dự án, đặc biệt là các dự án xây dựng và cơ sở hạ tầng, thông thường tăng cao vào thời điểm cuối năm. <i>Thời gian/Mức độ ảnh hưởng: Mạnh nhất vào cuối năm/ Tiêu cực</i></li> <li>➤ Tiêu dùng thường tăng vào cuối năm. <i>Thời gian/Mức độ ảnh hưởng: Mạnh nhất vào cuối năm/ Tiêu cực</i></li> <li>➤ Dưới tác động của chính sách tiền tệ thắt chặt, tổng cầu đã bắt đầu giảm xuống. Tốc độ tăng trưởng hàng năm của tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ vào T6/2008 giảm xuống chỉ còn 8% so với mức tăng 13% vào T3/2008 và 15% vào T6/2007 (xem biểu đồ 5) <i>Thời gian/Mức độ ảnh hưởng: cho đến nửa đầu năm 2009/ Tích cực</i></li> </ul>

## LÃI SUẤT

### Thời điểm nào để cắt giảm lãi suất cơ bản?

Kiểm chế lạm phát đã trở thành mục tiêu hàng đầu của chính phủ kể từ đầu năm 2008. Chỉ trong 6 tháng đầu năm 2008, ngân hàng nhà nước (NHNN) đã điều chỉnh lãi suất cơ bản 3 lần (lưu ý là lãi suất cơ bản đã được giữ nguyên ở mức 8,25% kể từ T12/2005). Động thái gần đây nhất của NHNN là vào ngày 11/06/2008, khi lạm phát tăng cao và chênh lệch giữa tỷ giá chính thức VND/USD và tỷ giá trên thị trường tự do tăng đến mức đáng báo động, để ngăn chặn làn sóng chuyển đổi từ đồng VND sang USD, NHNN đã quyết định tăng lãi suất cơ bản từ 12% lên 14%. Kể từ đó NHNN chủ trương giữ nguyên mức lãi suất được cho là hợp lý này.

Chính sách thắt chặt khiến cho việc tiếp cận vốn của các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn. Vào ngày 29/08/2008, trong Nghị quyết của chính phủ số 20/2008/NQ-CP, NHNN đã nêu rõ sẽ *tiếp tục theo đuổi chính sách tiền tệ thắt chặt nhưng linh hoạt để kiểm chế lạm phát* đồng thời *vẫn đạt được mục tiêu tăng trưởng* đã đề ra trong những tháng còn lại của năm.

Theo chúng tôi, đạt được mục tiêu trên của CP sẽ là một nhiệm vụ hết sức khó khăn do tốc độ tăng trưởng tín dụng cao hơn vào cuối năm là khó tránh khỏi, để đáp ứng nhu cầu sản xuất và xuất khẩu của doanh nghiệp tăng cao và yêu cầu hỗ trợ cho các đối tượng có thu nhập thấp của xã hội. Tăng trưởng tín dụng tính đến T8/2008 là 16,78% so với cuối năm 2007 (xem biểu đồ 7); tuy nhiên để đáp ứng nhu cầu vốn tăng cao vào cuối năm, mức tăng trưởng tín dụng có thể phải tăng cao hơn trần 30%.

Để đạt được mục tiêu của chính phủ thì giảm lãi suất cơ bản không phải là một phương án hiện quả. Ngoài các ngân hàng thương mại, một số tổ chức khác cũng có khả năng cung cấp tín dụng như các Tổng công ty (cho các công ty con của mình vay), Ngân hàng phát triển Việt Nam, và các cá nhân (nguồn kiều hối dự đoán có thể đạt mức 8 tỷ USD trong năm 2008). Việc giảm lãi suất sẽ có tác động làm tăng lượng tiền trong lưu thông từ nay đến cuối năm, và do vậy sẽ rất rủi ro và làm tăng thêm áp lực lạm phát vào cuối năm.

Theo quan điểm của chúng tôi, thời điểm tốt nhất để bắt đầu giảm lãi suất là sau Tết 2009 (khoảng tháng 3) khi áp lực lạm phát đã giảm bớt. Tại thời điểm hiện nay, NHNN vẫn còn những công cụ tiền tệ khác, và có thể sử dụng các công cụ này để cân đối với việc đáp ứng nhu cầu vay vốn lưu động của các doanh nghiệp, kiểm soát lạm phát và tránh các rủi ro có thể gây ra cho hệ thống ngân hàng.

## TỶ GIÁ

### ***Nhập siêu đã là vấn đề đáng lo ngại nhất ...***

Tốc độ tăng CPI cao kỷ lục cũng như con số nhập siêu trong tháng 5/tháng 6 2008 đã dẫn tới những lo ngại về khủng hoảng cán cân thanh toán và hoạt động đầu cơ về khả năng mất giá mạnh của đồng Việt Nam (xem biểu đồ 3, 8 và 14). Trong thời gian này, giá của đồng USD tại các hợp đồng kỳ hạn 1 năm tại nước ngoài (NDF) lên tới trên 20.000 VND/USD (xem biểu đồ 15). Để duy trì niềm tin của người dân đối với nền kinh tế nói chung và đồng nội tệ nói riêng, chính phủ đã áp dụng một loạt các biện pháp, bao gồm cả biện pháp hành chính và kết quả đã bình ổn thị trường trong 1 thời gian ngắn. Đây được ghi nhận là một thành công của chính phủ, mặc dù nền kinh tế vẫn còn nhiều khó khăn ở phía trước. Dự trữ ngoại tệ được công bố là 20,7 tỷ tại thời điểm tháng 6/2008, và theo chúng tôi được biết, NHNN đã không phải dùng đến lượng dự trữ ngoại tệ trong thời gian này.

### ***... nhưng hiện không còn là nguồn rủi ro lớn***

Chúng tôi cho rằng, Việt Nam có khả năng kiểm soát nhập siêu trong năm 2008, vốn là nguyên nhân chính gây nên những lo ngại về khủng hoảng cán cân thanh toán, nhờ vào các yếu tố sau (1) sự ổn định của các luồng vốn FDI, ODA và nguồn kiều hối; (2) cơ cấu xuất nhập khẩu có tính chất bù trừ.

Nguồn vốn FDI chảy vào Việt Nam khá ổn định và tăng lên hàng năm. Giải ngân FDI trong 8 tháng đầu năm đã lên tới 7 tỷ USD, và tổng lượng vốn FDI giải ngân trong năm 2008 được kỳ vọng sẽ đạt mức 11 tỷ USD. Tuy nhiên, khủng hoảng tín dụng Mỹ có thể làm quá trình giải ngân chậm lại trong dài hạn. Nguồn kiều hối dự đoán sẽ đạt 8 tỷ USD cả năm 2008, ngay cả trong điều kiện kinh tế khó khăn như hiện nay.

Xét về xuất khẩu, chiếm tỷ trọng lớn trong xuất khẩu (25%) là các ngành dệt may, da giày và hàng điện tử, và để có thể xuất khẩu những mặt hàng này đòi hỏi một lượng nhập khẩu tương ứng. Đặc tính bù trừ này cũng thể hiện ở việc nhập khẩu máy móc thiết bị cho các dự án FDI: thay vì nhận được nguồn USD thực, các nhà đầu tư nước ngoài có thể chọn cách góp vốn bằng máy móc thiết bị - và giá trị của số máy móc thiết bị này trong một số trường hợp có thể đã bị ghi cao hơn giá trị thực ở một mức độ nhất định.

Thêm vào đó, chính sách tiền tệ thắt chặt cho đến nay đã có tác dụng tích cực trong việc giảm nhập khẩu và giảm đầu tư công, xu hướng đi xuống của giá hàng hóa trên thế giới cũng được kỳ vọng sẽ làm giảm gánh nặng lên kim ngạch nhập khẩu. Chúng tôi cho rằng nhập siêu sẽ được kiểm soát ở mức khoảng 20 tỷ USD trong năm nay.

### ***VND sẽ giảm giá dần: Cân đối giữa tỷ giá thực, áp lực lạm phát, nợ nước ngoài và kỳ vọng chính sách***

Theo tính toán của chúng tôi, tỷ giá thực đa phương (REER) của VND đã tăng lên 10% từ tháng 12/2007 đến tháng 7/2008. Chúng tôi cho rằng đồng VND đang được định giá cao hơn giá trị thực và do vậy giảm giá đồng VND là cần thiết. Điều này cũng phù hợp với chủ trương của chính phủ trong điều hành tỷ giá VND/USD theo hướng giảm giá nhẹ đồng VND trong khoảng 2%/năm để hỗ trợ xuất khẩu.

Mặt khác, giảm giá mạnh đồng tiền là khá rủi ro, vì điều này sẽ làm tăng thêm áp lực lạm phát do mức giá của các hàng hóa tiêu dùng cuối cùng nhập khẩu và nguyên liệu nhập khẩu dùng cho sản xuất tính bằng đồng nội tệ tăng lên (vòng xoáy giảm giá đồng tiền – lạm phát). Nợ nước ngoài cũng là một yếu tố đề cân nhắc mức độ giảm giá VND: tổng nợ nước ngoài của Chính phủ và các khoản nợ được Chính phủ bảo lãnh là 19,3 tỷ USD, tương đương với 27% GDP năm 2007 (xem biểu đồ 17).

Xem xét tất cả các yếu tố trên, chúng tôi cho rằng VND có nhiều khả năng sẽ giảm giá khoảng 5% cho năm 2008 so với cùng kỳ năm 2007 (khi đó 1USD tương đương 17.000 VND).

## KẾT LUẬN: TĂNG TRƯỞNG

### ***Tăng trưởng giảm do lạm phát cao cộng với chính sách tiền tệ thắt chặt***

GDP tăng trưởng với tốc độ rất cao, 8%, trong giai đoạn 2003-2007. Tuy nhiên, kể từ cuối năm 2007, lạm phát cao cùng với nhập siêu ngày càng tăng đã buộc chính phủ áp dụng chính sách tiền tệ thắt chặt (xem biểu đồ 6&8). Một loạt các biện pháp đã được thi hành trong năm 2008 để rút tiền ra khỏi lưu thông với lãi suất cho vay trần ở mức 21% kể từ 11/06/2008. Mức lãi suất cho vay 21% là quá cao đối với các doanh nghiệp, khi mà hệ số ROE của 250 công ty niêm yết chỉ khoảng 18,99% trong năm 2007 (*ước tính của SSI*). Lạm phát cao cộng với tín dụng bị hạn chế làm cho các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn ngay cả trong việc duy trì sản xuất, chưa nói đến triển khai thêm các dự án đầu tư. Mặt khác, cả chính phủ và người dân đều bắt đầu cắt giảm chi tiêu: Chính phủ quyết định cắt giảm 10% chi tiêu thường xuyên, dừng và hoãn 1.968 dự án với tổng giá trị 5.992 tỷ đồng, tương đương với 8% kế hoạch đầu tư ban đầu.

### ***Các ngành khác nhau chịu ảnh hưởng khác nhau***

Chính sách tiền tệ thắt chặt gây ảnh hưởng lên một loạt các ngành kinh tế, trong đó đáng chú ý ngành bất động sản và ngân hàng chịu ảnh hưởng rất mạnh. Khó khăn của hai ngành này và của khu vực xuất khẩu sẽ tiếp tục là những thách thức lớn cho nền kinh tế, đòi hỏi chính phủ phải thường xuyên theo dõi sát sao.

#### ***❖ Bất động sản: Bùng nổ - Suy thoái và ...?***

Nhu cầu cao trong khi nguồn cung hạn chế, nguồn vốn FDI và kiều hối dồi dào, thị trường chứng khoán bùng nổ và hoạt động đầu cơ là những nguyên nhân dẫn tới bùng nổ thị trường bất động sản trong năm 2007. Về tăng trưởng tín dụng năm 2007, lần đầu tiên cơ cấu tín dụng cho nền kinh tế được mở rộng cho vay tiêu dùng và vay mua nhà, con số này được ghi nhận ở mức 135 nghìn tỷ VND tại thời điểm 31/12/2007, tương đương với 10% tổng tín dụng cho cả nền kinh tế.

Chính sách tiền tệ thắt chặt, giảm đầu tư công, và sự tăng giá mạnh của nguyên vật liệu xây dựng là những khó khăn cho cả bên mua và bên bán bất động sản trong nửa đầu năm 2008. Vì hầu hết các khoản vay mua nhà được thực hiện vào nửa cuối năm 2007, khi mà tăng trưởng tín dụng ở mức cao nhất, việc giảm giá bất động sản và thanh khoản kém trên thị trường này đã dẫn tới lo ngại một lượng lớn các khoản vay này có nguy cơ trở thành nợ xấu của các ngân hàng vào nửa cuối năm 2008 (đặc biệt đối với những ngân hàng cổ phần nhỏ), hoặc sẽ tạo ra rủi ro thanh toán cho các ngân hàng. Bên cạnh đó, luật thuế thu nhập cá nhân, áp dụng từ đầu năm 2009 cũng sẽ có những ảnh hưởng nhất định tới giao dịch BĐS. Chúng tôi cho rằng những người đi vay sẽ xin gia hạn trả nợ với mức lãi suất cao, và do vậy thị trường bất động sản sẽ tiếp tục gặp nhiều khó khăn trong vòng 1 năm tới (chúng tôi giả định rằng sẽ không có sự hỗ trợ của nhà nước).

#### ***❖ Điểm nóng ngân hàng***

Do thắt chặt tiền tệ, thanh khoản của hệ thống ngân hàng luôn là điều đáng lo ngại kể từ đầu năm 2008 với sự bất ổn của lãi suất liên ngân hàng kể từ đầu năm 2008 (xem biểu đồ 22). Chênh lệch lãi suất cho vay và huy động trở nên rất nhỏ, và các ngân hàng có lúc đã phải chấp nhận lỗ khi cho vay để tránh rủi ro thiếu thanh khoản. Mãi tới gần đây lãi suất liên ngân hàng mới bắt đầu ổn định trở lại (một số ngân hàng thậm chí đã dư thừa tiền mặt và tham gia đấu giá trái phiếu chính phủ vào tháng 9/2008, một số ngân hàng như Eximbank, Sacombank và VIB cũng bắt đầu cho vay tiêu dùng và cho vay cầm cố chứng khoán trở lại). Những khó khăn không chỉ có vậy: với giới hạn về tăng trưởng tín dụng, thu nhập từ hoạt động tín dụng của các ngân hàng nhiều khả năng sẽ thấp hơn nhiều so với cùng kỳ năm ngoái. Thêm vào đó, rủi ro từ thị trường bất động sản lên hệ thống ngân hàng là rất rõ ràng và có thể sẽ kéo dài đến năm 2009. Khả năng mua bán sáp nhập trong hệ thống ngân hàng đã được bàn luận đến rất nhiều trong thời gian gần đây; chúng tôi tin rằng sẽ có những thương vụ mua bán sáp nhập thành công trong thời gian tới do NHNN không thể lúc nào cũng là người giải cứu cho các ngân hàng thương mại khỏi rủi ro thanh khoản và rủi ro thanh toán.

#### ***❖ Xuất khẩu gặp nhiều khó khăn***

Xuất khẩu vẫn là động lực tăng trưởng kinh tế của Việt Nam trong nhiều năm nay, luôn chiếm khoảng



trên 60% GDP. Năm 2008, xuất khẩu được kỳ vọng sẽ đạt 65 tỷ USD, tương đương với 88% GDP. Chúng tôi cho rằng, xuất khẩu trong thời gian tới sẽ đối mặt với nhiều thách thức hơn nửa đầu năm 2008 vì các lý do sau (1) xu hướng giảm giá hàng hóa thế giới diễn ra từ tháng 7/2008 (xem biểu đồ 4); (2) trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu suy thoái, các đối tác xuất khẩu chính của Việt Nam sẽ giảm nhập khẩu những mặt hàng mang tính ‘xa xỉ’, như vậy xuất khẩu hàng điện tử sẽ bị ảnh hưởng, và xuất khẩu hàng may mặc và da giày cũng có thể bị ảnh hưởng một phần.

Bên cạnh đó, phân tích tỷ giá thực đa phương (REER) cho thấy rằng đồng VND đang được định giá cao hơn giá trị thực, và như vậy, xuất khẩu sẽ trở nên ít cạnh tranh hơn. Chúng tôi cho rằng, điều này đúng đối với các mặt hàng sản xuất 100% trong nước, như hàng nông sản và khoáng sản (chiếm 40% kim ngạch xuất khẩu) đang bị mất lợi thế cạnh tranh về giá. Tuy nhiên đối với những mặt hàng xuất khẩu mà đòi hỏi phải có 1 lượng nhập khẩu tương ứng như các mặt hàng dệt may, da giày, điện tử (25% kim ngạch xuất khẩu) thì điều này không còn đúng do mất giá tương đối của hàng xuất khẩu sẽ được bù trừ do giá nhập khẩu được lợi. Theo chúng tôi, mức độ cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu mới là quan trọng, do những mặt hàng xuất khẩu hàng đầu của Việt Nam không phải là những mặt hàng mang tính độc đáo đặc biệt (niche) hoặc đạt chất lượng hàng đầu theo tiêu chuẩn quốc tế. Cuối cùng, hạn chế tín dụng cũng là một thử thách lớn và sự hỗ trợ từ NHNN là rất cần thiết trong trường hợp này. Cho đến nay, hầu hết các ngân hàng thương mại quốc doanh và các ngân hàng thương mại cổ phần lớn đều cho các công ty xuất khẩu vay với lãi suất ưu đãi.

### ***GDP 2008 có thể thấp hơn mục tiêu đặt ra***

Mặc dù chính phủ đã giảm mục tiêu tăng trưởng GDP năm 2008 từ 8,5-9% xuống còn 7% vào quý 2-2008, tăng trưởng hàng năm của GDP vào quý 2-2008 chỉ có 6,5% so với 7,87% vào quý 2-2007. Do áp lực lạm phát vẫn tiếp tục cho đến cuối năm 2009 (xem phần Lạm phát), những ảnh hưởng tiêu cực của lạm phát và chính sách tiền tệ thắt chặt do vậy cũng sẽ tiếp tục. Chúng tôi cho rằng, tăng trưởng GDP năm 2008 sẽ nằm trong khoảng 6-6,5%, một con số không phải quá thấp trong bối cảnh khó khăn chung của nền kinh tế toàn cầu (xem biểu đồ 18).

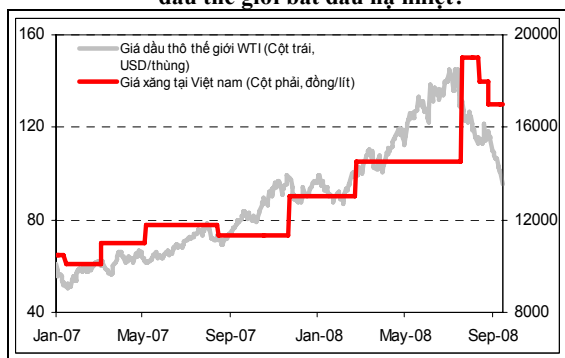
### ***Triển vọng năm 2009 và ảnh hưởng của khủng hoảng tín dụng toàn cầu***

Cuộc khủng hoảng tín dụng toàn cầu mới đây, mặc dù chỉ có tác động rất hạn chế đến nền kinh tế Việt Nam trong ngắn hạn, sẽ có khả năng ảnh hưởng lên luồng vốn chảy vào Việt Nam và xuất khẩu năm 2009. Giải ngân FDI, ODA có thể chậm lại, và rủi ro thanh khoản của các ngân hàng nước ngoài cũng góp phần làm thiếu hụt đồng USD ở một số thời điểm. Những thách thức chính của nền kinh tế, cụ thể tại khu vực bất động sản và ngân hàng sẽ tiếp tục kéo dài sang năm 2009. Theo chúng tôi, mức tăng trưởng GDP năm 2009 sẽ giảm nhẹ so với năm 2008.

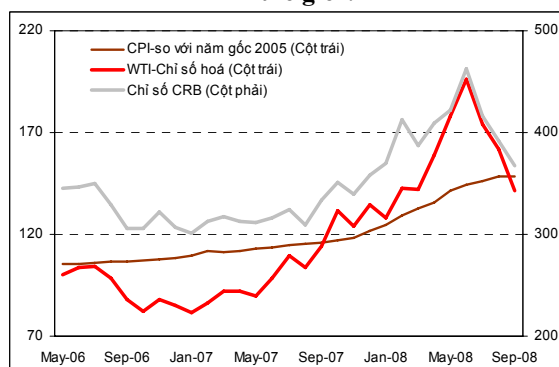
### ***Tiềm năng tăng trưởng vẫn được giữ vững***

Mặc dù gặp nhiều khó khăn, những lợi thế cạnh tranh chính của Việt Nam vẫn không hề thay đổi, đó là một nền kinh tế trẻ và năng động hứa hẹn sức tiêu dùng mạnh; độ mở của nền kinh tế ra thế giới, sự ổn định chính trị cũng như nguồn nhân lực tương đối rẻ, vốn là những yếu tố luôn được các nhà đầu tư nước ngoài đánh giá cao cho tới nay. Việt Nam được coi là một nền kinh tế mới nổi với mức độ thâm nhập hiện còn thấp trong các lĩnh vực cơ bản quan trọng như ngân hàng, viễn thông, công nghệ, bảo hiểm và chăm sóc sức khỏe. Sau một giai đoạn phát triển quá nhanh, nền kinh tế Việt Nam cần thời gian để trở lại ổn định và cần những thay đổi về mặt cơ cấu để hoạt động hiệu quả hơn, đặc biệt là trong những vấn đề sau (1) Tăng cường tính hiệu quả của đầu tư công, đặc biệt là đầu tư của các doanh nghiệp nhà nước lớn; (2) Loại bỏ trở ngại về cơ cấu và các rào cản về chính sách đối với hoạt động kinh doanh (như giấy phép hay vấn đề kiểm soát giá); (3) Phát triển cơ sở hạ tầng; (4) Phát triển các thị trường tài chính, bất động sản và thị trường lao động.

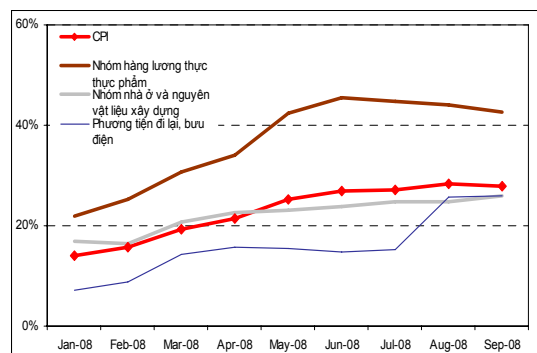
**Biểu đồ 2. Giá xăng tại Việt Nam: Sẽ tiếp tục giảm khi giá dầu thế giới bắt đầu hạ nhiệt?**



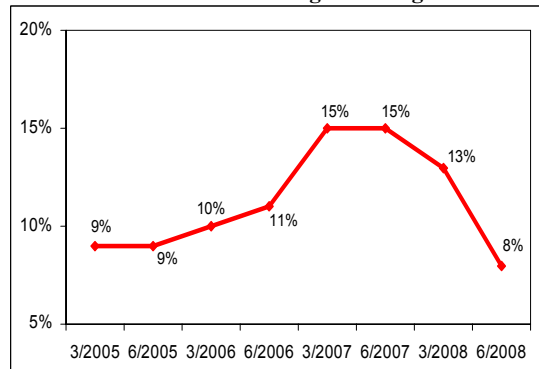
**Biểu đồ 4. CPI: Tin tốt từ xu hướng giá cả hàng hoá thế giới?**



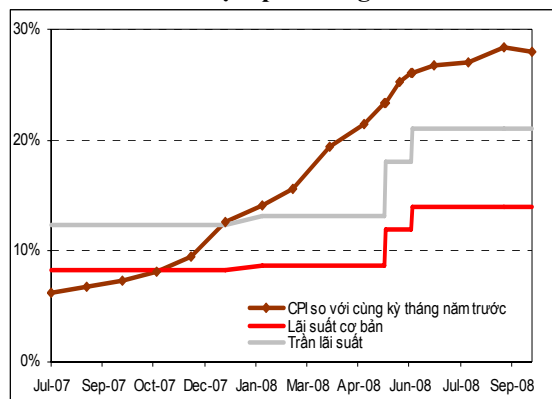
**Biểu đồ 3. CPI và các nhóm mặt hàng chính**



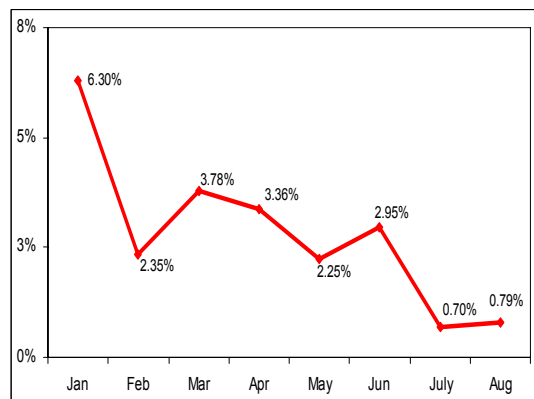
**Biểu đồ 5. Tăng trưởng bán lẻ hàng hoá hàng năm: Nhu cầu tiêu dùng bắt đầu giảm**



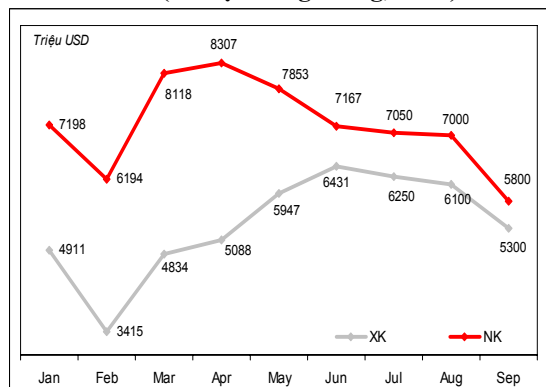
**Biểu đồ 6. Lãi suất cơ bản cần được giữ ở mức cao khi lạm phát tăng cao**



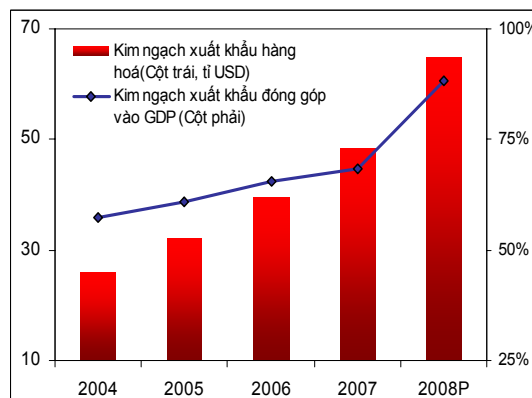
**Biểu đồ 7. Tăng trưởng tín dụng theo tháng, 2008**



**Biểu đồ 8. Thâm hụt cán cân thanh toán được cải thiện dần qua các tháng (dữ liệu hàng tháng, 2008)**

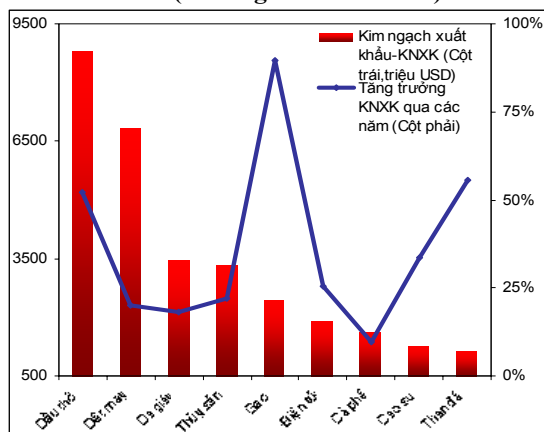


**Biểu đồ 9. Xuất khẩu ngày càng đóng vai trò quan trọng trong sự phát triển của nền kinh tế**

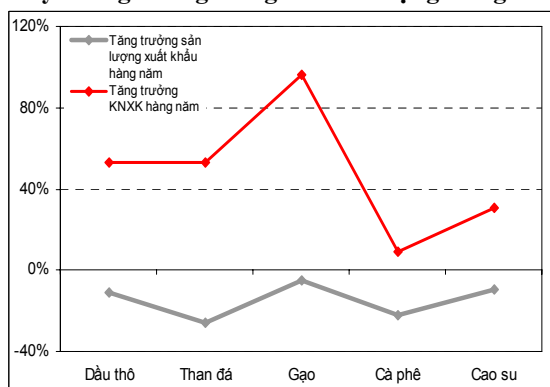




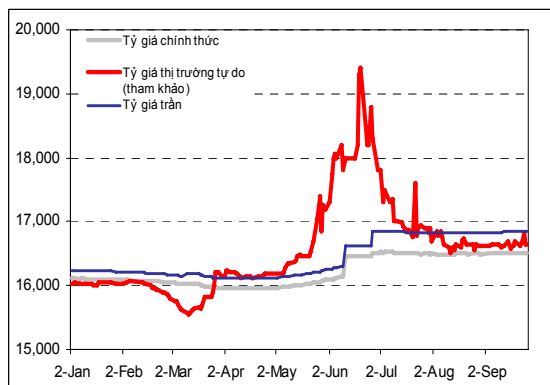
**Biểu đồ 10. Các mặt hàng xuất khẩu chính  
(9 tháng đầu năm 2008)**



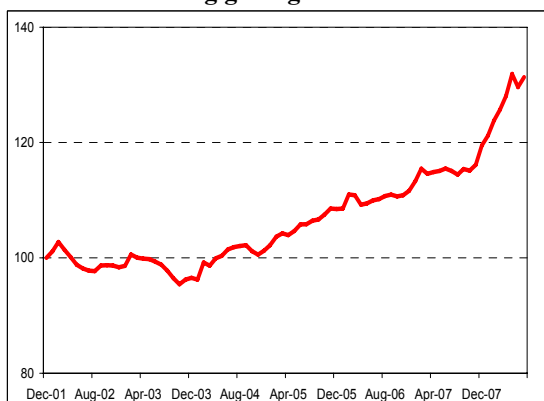
**Biểu đồ 12. Tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu  
do yếu tố giá tăng trong khi sản lượng XK giảm**



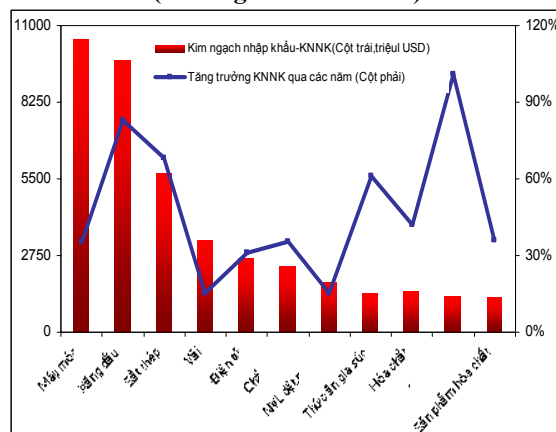
**Biểu đồ 14. Tỷ giá VND/USD: Thời điểm khó  
khăn nhất đã qua**



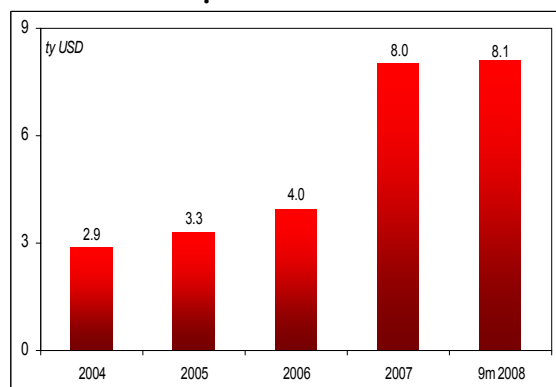
**Biểu đồ 16. Tỷ giá thực đa phương (REER):  
Tiền đồng giảm giá là cần thiết**



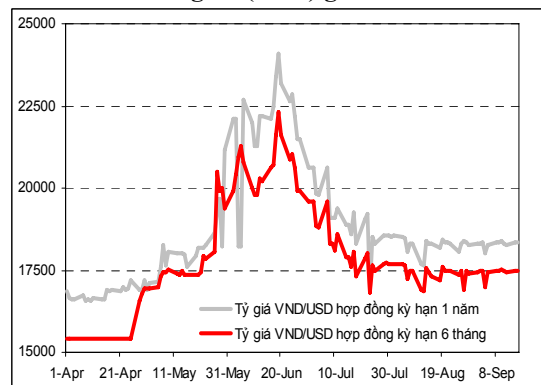
**Biểu đồ 11. Các mặt hàng nhập khẩu chính  
(9 tháng đầu năm 2008)**



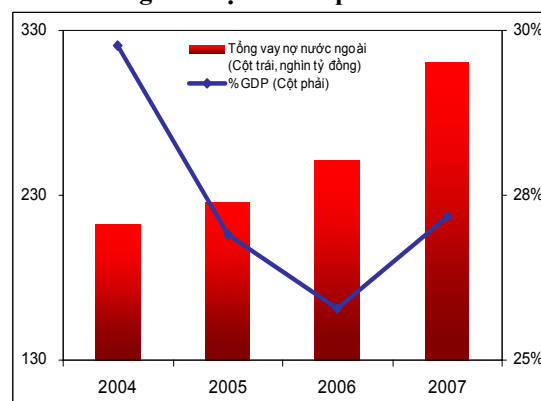
**Biểu đồ 13. Tổng lượng giải ngân FDI tăng  
mạnh từ 2004-2008**



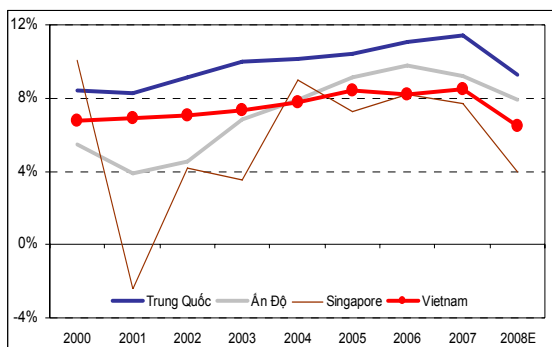
**Biểu đồ 15. Lòng tin của các nhà đầu tư quay trở  
lại: Tỷ giá VND/USD hợp đồng kỳ hạn tại nước  
ngoài (NDF) giảm**



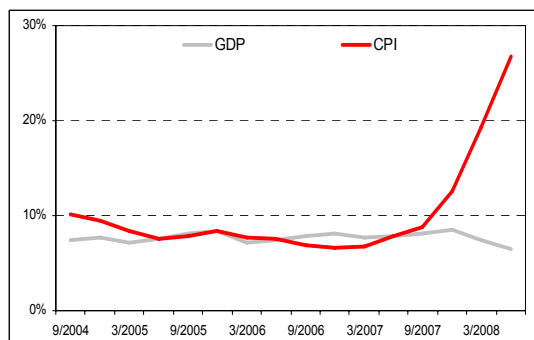
**Biểu đồ 17. Nợ nước ngoài của Chính phủ và nợ  
nước ngoài được Chính phủ bảo lãnh**



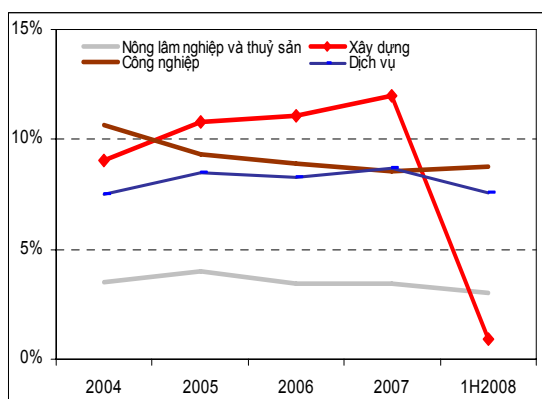
**Biểu đồ 18. Việt nam vẫn duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế khả quan so với khu vực**



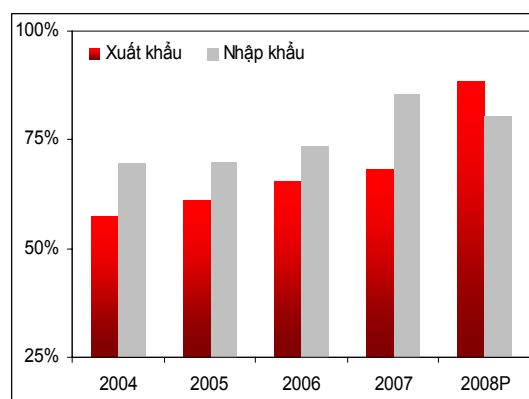
**Biểu đồ 19. GDP và CPI (số liệu theo quý)**



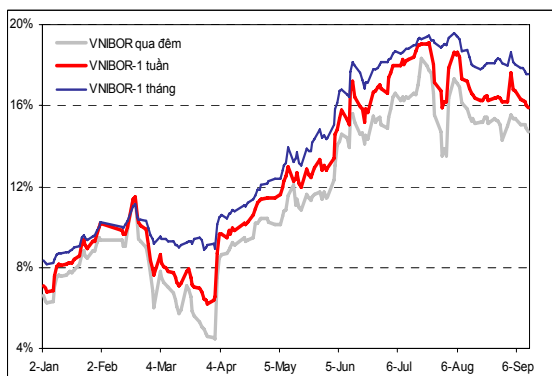
**Biểu đồ 20. Tăng trưởng của bốn lĩnh vực kinh tế chính đóng góp vào GDP**



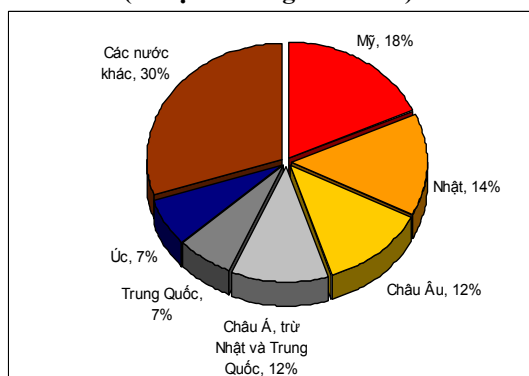
**Biểu đồ 21. Đóng góp của xuất nhập khẩu vào GDP**



**Biểu đồ 22. Lãi suất liên ngân hàng trung bình của 8 ngân hàng trong nước**



**Biểu đồ 23. Các đối tác xuất khẩu lớn nhất của Việt nam: Mỹ vẫn luôn là đối tác quan trọng (số liệu 6 tháng đầu 2008)**



Các nước Châu Âu bao gồm: Anh, Đức, Hà Lan, Pháp, Italy, Thụy sĩ  
(Nguồn: TCTK, NHNN, Bộ Tài chính, Bộ Công thương, Reuters, SSI Research)

## Chỉ số SSI30

### Giới thiệu chung về SSI30

Việt Nam có hai sàn giao dịch chứng khoán, là Sở Giao dịch Chứng khoán TP Hồ Chí Minh (HOSE) và Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HASTC). Chỉ số VN-Index hiện chỉ phản ánh các biến động giá của cổ phiếu niêm yết trên sàn HOSE mà không phản ánh biến động giá của các công ty niêm yết trên sàn HASTC. Tuy nhiên, một số công ty có thị giá lớn vẫn được niêm yết trên sàn HASTC, vì vậy VN-Index ở một mức độ nào đó không phản ánh chính xác diễn biến của dòng tiền và diễn biến giá của các cổ phiếu của công ty có thị giá lớn.

Chúng tôi xây dựng chỉ số SSI30, bao gồm 30 công ty niêm yết lớn nhất và có tính thanh khoản cao nhất thị trường, xét trên cả hai sàn giao dịch, SSI30 hiện chiếm trên 60% giá trị vốn hoá thị trường và 60% giá trị giao dịch trên cả hai sàn. Vì vậy, chúng tôi tin rằng việc theo dõi diễn biến cổ phiếu của 30 công ty sẽ phản ánh chính xác hơn diễn biến của thị trường, xét dưới góc độ phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật.

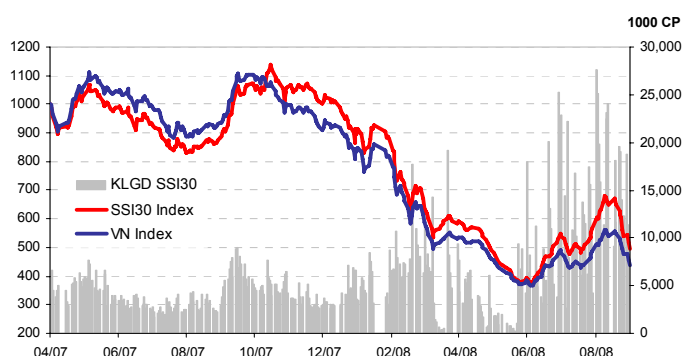
Chúng tôi lựa chọn ngày bắt đầu xây dựng chỉ số SSI30 vào ngày 17 tháng 4 năm 2007, khi VN-Index ở mức 1.001,2 điểm, và bắt đầu chỉ số SSI30 từ mốc 1.000 điểm.

### Tóm tắt diễn biến chỉ số SSI30

**Bảng 1. Diễn biến chỉ số SSI30**

Lợi nhuận	
1 tháng	-17%
3 tháng	27%
6 tháng	-22%
Từ đầu năm 2008 đến nay	-50%
12 tháng	-44%
<b>Độ lệch chuẩn (1 năm)</b>	16%
<b>Hệ số phân tán (1 năm)</b>	-14,4
<b>SSI30 Beta (1 năm)</b>	0,82

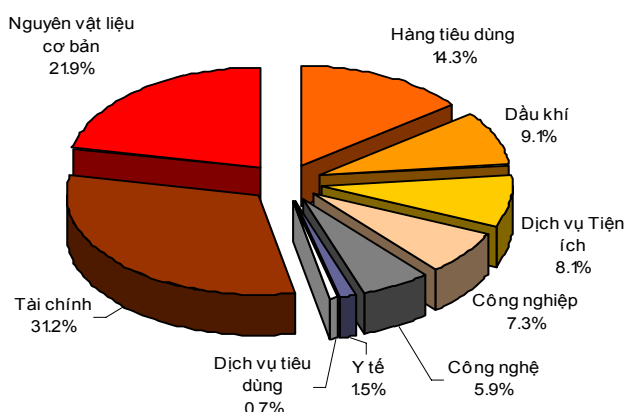
**Biểu đồ 24. Diễn biến chỉ số SSI30 và VN-Index**



**Bảng 2. Đặc điểm chỉ số SSI30**

Số lượng công ty	30
Tổng vốn hoá thị trường (tỷ VND)	162.919,8
Vốn hoá thị trường của công ty (tỷ VND)	Trung bình: 5.427,7 Lớn nhất: 20.862,6 Nhỏ nhất: 968
5 công ty lớn nhất (% của rổ SSI30)	45,4%
% Vốn hoá thị trường của 30 công ty trong SSI30 so với tổng vốn hoá thị trường của HOSE và HASTC	62,5%
% Giá trị giao dịch của 30 công ty trong SSI30 so với tổng vốn hoá thị trường của HOSE và HASTC	62,3%

**SSI30 theo ngành (17/9/2008)**



**Bảng 3**

**5 CP có diễn biến giá tốt nhất (6 tháng, giá đã điều chỉnh)**

Mã	Công ty	% thay đổi
DPM	Tổng CTCP Phân bón và Hoá chất Dầu khí	3,8%
DPR	CTCP Cao Su Đồng Phú	3,5%
HPG	CTCP Tập đoàn Hòa Phát	3,4%
VSH	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh	-5,3%
VIC	CTCP VINCOM	-9,3%

**Bảng 4**

**5 CP giảm giá nhiều nhất (6 tháng, giá đã điều chỉnh)**

Mã	Công ty	% thay đổi
SAM	CTPCP Cáp và vật liệu viễn thông	-51,8%
VIP	CTCP Vận tải xăng dầu Vipco	-47,8%
ACB	Ngân hàng TMCP Á Châu	-47,5%
KDC	CTCP Kinh Đô	-47,2%
STB	Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín	-37,5%

Bảng 5. 30 công ty trong SSI30 (17 tháng 9, năm 2008)

	Mã	Công ty	Niêm yết trên sàn	Giá trị vốn hoá thị trường (Tỷ VND)	Tính thanh khoản
<b>Nguyên vật liệu cơ bản</b>				<b>21,93%</b>	
1	DPM	CTy Phân bón và Hóa Chất Dầu khí	HOSE	20.863	66%
2	DPR	CTCP Cao Su Đồng Phú	HOSE	2.280	62%
3	HPG	CTCP Tập đoàn Hòa Phát	HOSE	10.800	61%
4	TRC	CTCP Cao Su Tây Ninh	HOSE	1.770	48%
<b>Hàng tiêu dùng</b>				<b>14,34%</b>	
5	ANV	CTCP Nam Việt	HOSE	2.611	25%
6	KDC	CTCP Kinh Đô	HOSE	3.114	32%
7	TAC	CTCP Dầu Thực vật Tường An	HOSE	968	98%
8	VNM	CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk)	HOSE	16.651	18%
<b>Dịch vụ tiêu dùng</b>				<b>0,70%</b>	
9	PET	Tổng CTCP Dịch vụ Tổng hợp Dầu Khí	HOSE	1.141	90%
<b>Tài chính</b>				<b>31,19%</b>	
10	ACB	Ngân hàng Thương mại Á Châu	HASTC	13.177	47%
11	PVI	Tổng Cty CP Bảo Hiểm Dầu Khí Việt Nam	HASTC	3.499	59%
12	SJS	CTCP ĐT - PT Đô thị và KCN Sông Đà	HOSE	4.055	69%
13	SSI	CTCP Chứng khoán Sài Gòn	HOSE	7.286	127%
14	STB	Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín	HOSE	12.431	85%
15	TDH	CTCP Phát triển nhà Thủ Đức	HOSE	1.096	57%
16	VIC	CTCP VINCOM	HOSE	9.247	43%
<b>Y tế</b>				<b>1,49%</b>	
17	DHG	CTCP Dược Hậu Giang	HOSE	2.419	56%
<b>Công nghiệp</b>				<b>7,25%</b>	
18	CII	CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật TPHCM	HOSE	1.296	64%
19	GMD	CTCP GEMÁEPT	HOSE	2.467	41%
20	NTP	CTCP Nhựa Thiếu Niên Tiền Phong	HASTC	1.183	135%
21	PVT	Tổng CTCP Vận tải Petro Việt Nam	HOSE	1.685	46%
22	REE	CTCP Cơ điện lạnh REE	HOSE	3.183	82%
23	VIP	CTCP Vận tải xăng dầu Vipco	HOSE	978	53%
24	VTO	CTCP Vận tải xăng dầu VITACO	HOSE	1.019	103%
<b>Dầu khí</b>				<b>9,12%</b>	
25	PVD	CTCP Khoan và Dịch vụ khoan dầu khí	HOSE	10.838	39%
26	PVS	Tổng Cty CP Dịch Vụ Kỹ Thuật Dầu Khí	HASTC	4.010	75%
<b>Công nghệ</b>				<b>5,89%</b>	
27	FPT	CTCP Phát triển đầu tư Công nghệ FPT	HOSE	8.061	69%
28	SAM	CTCP Cáp và vật liệu viễn thông	HOSE	1.522	82%
<b>Dịch vụ Tiện ích</b>				<b>8,10%</b>	
29	PPC	CTCP Nhiệt Điện Phả Lại	HOSE	9.139	19%
30	VSH	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh	HOSE	4.042	25%

**Ghi chú:** Các công ty mới vào SSI30 từ 1/7/2008: CII, PET, PVT, TAC, TDH, TRC  
 Các công ty bị loại khỏi SSI30: BMI, BVS, HT1, ITA, RIC  
 Phân loại công ty dựa trên tiêu chí phân loại của ICB (Industry Classification Benchmark)

## Các yếu tố cơ bản của 30 công ty trong SSI30

### Cập nhật kết quả kinh doanh 2008

Bảng 6. Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm của 30 công ty

Đơn vị: triệu VND

Ngành	2007		2008					
	Doanh thu	LNST	1H Doanh thu	1H LNST	2008 KH Doanh thu	2008 KH LNST	6T / 2008 KH Doanh thu	6T / 2008 KH LNST
<b>Nguyên vật liệu cơ bản</b>	10.615.781	2.391.707	8.367.570	2.107.474	13.431.100	2.525.761	62%	83%
<b>Hàng tiêu dùng</b>	13.626.661	1.680.262	7.423.450	981.770	16.450.000	1.829.000	45%	54%
Dịch vụ tiêu dùng	2.695.337	52.128	2.807.286	64.072	4.100.000	77.300	68%	83%
<b>Tài chính (ngoại trừ ACB, STB) (*)</b>	4.147.276	1.901.100	2.393.739	263.793	5.727.994	1.781.782	42%	15%
Tài chính	15.570.047	5.059.005	11.278.852	1.796.179	n/a	5.251.782	n/a	34%
<b>Y tế</b>	1.269.280	114.384	751.359	71.993	1.450.000	130.500	52%	55%
<b>Công nghiệp</b>	5.486.284	1.089.945	3.414.586	132.825	6.744.890	1.154.392	51%	12%
- Công nghiệp (ngoại trừ REE)	4.509.199	798.418	2.837.241	307.291	5.644.890	764.392	50%	40%
<b>Dầu khí</b>	8.784.284	896.517	4.839.523	676.140	9.500.000	1.000.000	51%	67%
<b>Công nghệ</b>	15.194.878	1.077.158	9.781.480	453.428	16.432.798	1.242.028	60%	37%
<b>Dịch vụ tiện ích</b>	4.177.230	1.081.194	2.428.317	786.897	4.124.149	974.518	59%	81%
Tổng (ngoại trừ ACB, STB) (*)	65.997.011	10.284.395	42.207.311	5.538.392	77.960.931	10.715.281	54%	52%
<b>Tổng SSI30</b>	<b>77.419.782</b>	<b>13.442.300</b>	<b>51.092.423</b>	<b>7.070.778</b>	<b>n/a</b>	<b>14.185.281</b>	<b>n/a</b>	<b>50%</b>

(\*)ACB và STB không công bố kế hoạch doanh thu

Xét trên tổng thể, rõ các công ty SSI30 trong nửa đầu năm 2008 đạt mức tăng trưởng doanh thu là 56,3% và LNST là 10,3%, tương ứng hoàn thành 54% và 50% kế hoạch doanh thu, LNST đặt ra cho cả năm 2008. Lãi suất tăng cao cùng những khó khăn khác của thị trường tài chính khiến tốc độ tăng trưởng của LNST thấp hơn rất nhiều so với của doanh thu.

Trong bối cảnh lạm phát leo thang của nửa đầu năm 2008, tỷ suất lợi nhuận gộp của hầu hết các công ty trong rổ SSI30 lại không bị ảnh hưởng nhiều, nhờ vào khả năng kiểm soát chi phí và/hoặc tập trung vào các lĩnh vực có tỷ suất lợi nhuận cao. Cụ thể hơn, một số công ty còn hưởng lợi từ xu hướng tăng giá nguyên vật liệu trên thế giới như nhóm các công ty trong ngành nguyên vật liệu cơ bản. Với nhóm ngành công nghiệp thì tỷ suất lợi nhuận gộp nhìn chung bị giảm, một phần do giá dầu thế giới tăng mạnh (dầu chiếm một phần đáng kể trong cơ cấu chi phí của các công ty vận tải của nhóm ngành này). CTCP nhựa Thiếu Niên Tiền Phong là công ty duy nhất trong nhóm ngành này có sự cải thiện trong tỷ suất LN gộp do đã chuyển được giá thành tăng cao (giá hạt nhựa tăng mạnh theo biến động của giá dầu) sang khách hàng.

Trong các năm 2006 và 2007, các khoản đầu tư vào cổ phiếu và bất động sản đã đem lại nguồn lợi nhuận lớn cho rất nhiều công ty. Bước sang năm 2008, đà sụt giảm nghiêm trọng kéo dài trên cả hai thị trường khiến nhiều công ty hứng chịu những khoản lỗ nặng từ các khoản đầu tư này, dẫn đến hệ quả là LNST của các công ty tăng trưởng kém hơn hẳn doanh thu. Tính riêng trong rổ SSI30, chúng tôi thấy có 16 công ty trích lập dự phòng giảm giá cho các khoản đầu tư tài chính, với tổng các khoản lỗ do trích lập dự phòng lên tới 1.240 tỷ đồng trong 2 quý đầu năm. Với mức biến động cao của thị trường cổ phiếu, chúng tôi tin sẽ có thêm nhiều công ty phải trích lập dự phòng đầu tư.

Bảng 7. 5 công ty có mức lỗ trích lập dự phòng đầu tư cao nhất trong Q1&amp; Q2, 2008

Đơn vị: triệu VND

Công ty	LNTT	Lãi/Lỗ đầu tư tài chính	Lỗ do trích lập dự phòng đầu tư
<b>SSI</b>	(60.597)	n/a	(447.043)
<b>REE</b>	(162.909)	(273.732)	(273.428)
<b>SAM</b>	(61.623)	(147.216)	(155.331)
<b>PVI</b>	100.835	16.703	(100.000)
<b>VNM</b>	776.020	41.892	(70.000)

Biến động tỷ giá cũng đã gây ảnh hưởng lớn đến một số công ty trong rổ SSI30 do ngành nghề kinh doanh của các công ty này sử dụng nhiều ngoại tệ, đồng thời có nhiều khoản vay bằng ngoại tệ. Chỉ trong rổ SSI30, tổng các khoản lỗ do chênh lệch tỷ giá lên tới 295 tỷ đồng (riêng của FPT đã là 200 tỷ đồng), cộng thêm khoảng 20 tỷ đồng lỗ do trích lập dự phòng chênh lệch tỷ giá. Theo ước tính của chúng tôi, cuối năm nay các công ty này sẽ phải trích lập thêm khoảng 547 tỷ đồng dự phòng biến động tỷ giá, trong đó chủ yếu là 3 công ty PPC (405 tỷ đồng), PVD (84 tỷ đồng) và PVS (38 tỷ đồng).

**Bảng 8. 5 công ty có khoản lỗ do chênh lệch tỷ giá lớn nhất trong 2008**

Đơn vị: triệu VND

Công ty	2 quý đầu 2008			Ước tính 2 quý cuối 2008	Ước tính cả năm 2008
	LNTT	Lỗ trích lập dự phòng tỷ giá	Lỗ chênh lệch tỷ giá	Lỗ trích lập dự phòng tỷ giá	
PPC	571.396	0	(13.275)	(405.373)	(418.648)
FPT	630.924	0	(199.568)	0	(199.568)
PVD	489.460	0	0	(84.590)	(84.590)
PVS	360.183	0	0	(38.130)	(38.130)
HPG	980.289	(19.899)	(7.211)	0	(27.110)

## Triển vọng trong 2008 và 2009

**Bảng 9. Dự tính tăng trưởng Doanh Thu và LNST năm 2008 và 2009**

Industry	Ước tính tăng trưởng 2008				Ước tính 2008 / 2008 KH		Ước tính tăng trưởng 2009			
	Doanh thu	LN gộp	LN từ HĐSXKD	LNST	Doanh thu	LNST	Doanh thu	LN gộp	LN từ HĐSXKD	LNST
Nguyên vật liệu cơ bản	58,8%	72,0%	79,4%	66,9%	125%	158%	5,2%	-0,3%	-0,9%	-2,7%
Hàng tiêu dùng	16,8%	33,7%	63,4%	16,2%	97%	107%	17,2%	9,9%	17,4%	13,0%
Dịch vụ tiêu dùng	70,0%	107,1%	150,9%	107,7%	112%	140%	20,0%	20,0%	20,0%	3,2%
Tài chính (ngoại trừ ACB, STB & SSI) (*)	25,0%	60,7%	78,7%	-1,9%	79%	79%	71,6%	83,3%	98,3%	56,2%
Tài chính	53,4%			-7,3%		89%	29,6%			24,2%
Y tế	5,0%	-4,2%	17,9%	0,1%	92%	88%	15,0%	15,0%	15,0%	26,6%
Công nghiệp	30,8%	19,5%	21,9%	-22,6%	106%	73%	22,7%	17,8%	24,5%	25,8%
- Công nghiệp (ngoại trừ REE)	33,0%	21,3%	24,3%	-14,3%	106%	89%	23,9%	16,2%	23,6%	19,5%
Dầu khí	10,7%	41,0%	40,2%	28,2%	102%	115%	12,2%	21,3%	21,7%	13,1%
Công nghệ	7,4%	18,5%	44,5%	5,9%	99%	92%	12,5%	13,8%	13,8%	7,0%
Dịch vụ tiện ích	6,9%	9,7%	10,1%	-8,5%	108%	102%	0,3%	-5,3%	-5,7%	22,8%
Tổng (ngoại trừ ACB, STB & SSI)	23,6%	37,3%	51,6%	20,0%	104%	111%	15,2%	14,3%	14,8%	12,6%
<b>Tổng SSI30</b>	<b>29,5%</b>			<b>11,4%</b>		<b>106%</b>	<b>16,6%</b>			<b>13,3%</b>

(\*) Kế hoạch doanh thu của ACB, STB, kế hoạch về LN từ HĐKD của ACB, STB và SSI không được công bố

Trong nửa cuối năm 2008, chúng tôi cho rằng các công ty vẫn tiếp tục phải đối mặt với các khoản chi phí vốn vay tăng cao và lỗ từ đầu tư tài chính. Theo ước tính của chúng tôi, tăng trưởng doanh thu và LNST của rổ các công ty SSI30 cho cả năm 2008 sẽ đạt 29,5% và 11,4%. Các nhóm ngành Nguyên Vật Liệu cơ bản, Dầu Khí và Hàng Tiêu Dùng sẽ tiếp tục duy trì kết quả kinh doanh tốt của nửa đầu năm, và sẽ đạt mức tăng trưởng LNST cả năm 2008 tương ứng là 67%, 28% và 16%, vượt mức kế hoạch đề ra.

Nhìn xa hơn đến năm 2009, chúng tôi kỳ vọng tổng doanh thu của rổ SSI30 đạt mức tăng khoảng 16,6% do nền kinh tế vẫn còn những khó khăn nhất định và sức cầu chậm lại. Theo chúng tôi nhiều công ty sẽ tiến hành cơ cấu lại trong bối cảnh nền kinh tế còn nhiều bất ổn, với các biện pháp như cắt giảm chi phí, hoãn các dự án mở rộng và thu hẹp đầu tư. Xu hướng giảm giá hàng hóa và nguyên vật liệu đang diễn ra được kỳ vọng sẽ giúp nhiều công ty giảm bớt chi phí sản xuất trong năm 2009. Sau khi xem xét tất cả các yếu tố này, chúng tôi dự đoán LNST của rổ SSI30 sẽ đạt mức tăng 13,3% trong năm sau. Chúng tôi cũng tin là các khó khăn của thị trường ngân hàng và bất động sản sẽ còn tiếp diễn trong năm 2009. (Xin mời xem phần bình luận kinh tế của chúng tôi để biết thêm chi tiết).



## Hoạt động huy động vốn & ROE

**Bảng 10. ROE, ROA và Tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu (D/E) của 30 công ty**

Industry	2006A			2007A			2008E			2009E		
	ROE	ROA	D/E	ROE	ROA	D/E	ROE	ROA	D/E	ROE	ROA	D/E
Nguyên vật liệu cơ bản	24,1%	13,2%	27%	27,4%	19,2%	16%	33,8%	25,4%	14%	27,7%	21,4%	12%
Hàng tiêu dùng	39,7%	27,6%	12%	19,1%	14,4%	7%	17,9%	13,8%	6%	17,6%	13,2%	8%
Dịch vụ tiêu dùng	2,3%	1,1%	1%	9,6%	4,4%	88%	15,7%	5,8%	127%	15,0%	4,4%	195%
Tài chính (ngoại trừ ACB, STB & SSI) (*)	24,5%	16,1%	9%	18,2%	10,1%	18%	13,8%	7,9%	41%	18,1%	9,4%	52%
Tài chính (ngoại trừ SSI) (*)	21,7%	2,1%		21,7%	2,6%		17,4%	2,0%		17,4%	1,7%	
Y tế	51,1%	18,0%	98%	17,6%	12,1%	7%	16,3%	11,3%	8%	18,3%	12,5%	9%
Công nghiệp	20,2%	10,3%	79%	13,8%	8,1%	57%	9,5%	5,0%	76%	10,3%	5,2%	83%
Dầu khí	16,4%	4,5%	85%	25,3%	9,8%	68%	18,0%	7,9%	68%	17,8%	6,1%	137%
Công nghệ	31,1%	14,6%	64%	22,9%	12,8%	37%	20,5%	12,3%	27%	18,7%	11,0%	31%
Dịch vụ tiện ích	24,7%	10,0%	141%	18,5%	8,9%	100%	16,1%	8,3%	86%	18,2%	10,1%	73%
Tổng (ngoại trừ ACB, STB & SSI) (*)	26,3%	12,9%	<b>59%</b>	20,3%	11,8%	39%	19,3%	11,5%	42%	18,8%	10,6%	51%
Tổng SSI30 (ngoại trừ SSI) (#)	25,4%	6,4%		21,0%	5,5%		19,2%	4,9%		18,4%	4,1%	

(\*) ACB, STB không công bố số liệu về nợ vay; Chúng tôi không đưa ra ước tính về nợ vay cho SSI  
(#) Chúng tôi không đưa ra ước tính về tổng tài sản, tổng vốn chủ sở hữu cho SSI

Trong năm 2007, rất nhiều công ty đã tranh thủ tăng vốn thông qua phát hành thêm cổ phiếu trong giai đoạn TTCK tăng mạnh và tâm lý nhà đầu tư rất tích cực. Xu hướng này đã chứng lại trong nửa đầu năm nay do TTCK rơi vào thời kỳ sụt giảm. Huy động vốn vay trở thành phương án thay thế trong giai đoạn đầu năm, nhưng việc lãi suất tăng cao khiến hình thức này cũng trở nên quá đắt. Nhìn chung, việc huy động vốn trở nên rất khó khăn đối với các công ty, và chúng tôi không cho rằng tình trạng này sẽ sớm được cải thiện. Dù việc phát hành thêm cổ phiếu của các công ty trong rổ SSI30 đã chứng lại, theo ước tính của chúng tôi tốc độ tăng vốn chủ sở hữu vẫn sẽ cao hơn tăng trưởng của LNST, khiến mức ROE giảm xuống 19,2% trong năm 2007 từ mức 21% của năm 2007.

## Định giá

**Bảng 11. Những chỉ số định giá cơ bản**

	Tăng trưởng EPS			Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt			Tổng LNST (triệu VND)			PE	
	2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E	2008E	2009E
Nguyên vật liệu cơ bản	62,5%	22,5%	-3,9%	3,8%	4,4%	4,6%	2.391.707	3.992.155	3.885.378	8,95	9,19
Hàng tiêu dùng	39,0%	-4,6%	24,3%	3,7%	3,7%	3,4%	1.680.262	1.951.922	2.204.953	11,96	10,59
Dịch vụ tiêu dùng	n/a	82,0%	3,2%	2,6%	4,9%	4,9%	52.128	108.293	111.758	10,54	10,21
Y tế	-47,4%	-9,0%	26,6%	1,2%	2,3%	1,8%	114.384	114.528	145.029	21,12	16,68
Công nghiệp	-3,9%	-8,5%	14,4%	4,7%	4,6%	4,7%	1.089.945	843.627	1.060.882	14,00	11,13
Dầu khí	84,0%	2,3%	-17,7%	2,8%	3,1%	3,1%	896.517	1.149.491	1.300.056	12,92	11,42
Công nghệ	-15,2%	-25,7%	5,3%	5,7%	1,2%	1,2%	1.077.158	1.140.235	1.220.588	8,40	7,85
Dịch vụ tiện ích	-16,6%	12,3%	20,1%	2,4%	3,2%	3,2%	1.081.194	989.325	1.215.026	13,32	10,85
Tài chính	44,6%	-31,9%	41,7%	1,7%	2,0%	2,3%	5.059.005	4.687.724	5.822.739	10,83	8,72
SSI30	18,4%	4,4%	12,7%	3,2%	3,2%	3,2%	13.442.300	14.977.300	16.966.410	10,87	9,60

Tại ngày 17/9/2008, P/E bốn quý gần nhất của rổ SSI30 là 11,6x, tương đối hấp dẫn hơn so một vài chỉ số giá của các thị trường trong khu vực (P/E của chỉ số giá BSE Sensex của Ấn Độ và CSI 300 của Trung Quốc tương ứng là 14,58 và 14,21). Theo ước tính của chúng tôi, PE tương lai của rổ SSI30 năm 2008 là 10,87 và năm 2009 là 9,6, trong đó hơn một nửa số công ty có mức PE thấp hơn 15. Với mức P/E tương lai ước tính cho 12 tháng sắp tới của rổ SSI30 là 9,9x và P/B khoảng 2,1x, chúng tôi cho rằng sẽ có những cơ hội đầu tư hấp dẫn ở các công ty có yếu tố cơ bản vững mạnh.

Chúng tôi tin rằng sự không ổn định trong chính sách vĩ mô, lợi nhuận đầu tư cũng như chiến lược kinh doanh của doanh nghiệp chỉ là những vấn đề trong ngắn hạn. Chúng tôi tiếp tục giữ quan điểm tích cực về TTCK Việt Nam trong dài hạn trên cơ sở các yếu tố cơ bản sau: (1) ổn định chính trị chung, với chính phủ luôn cam kết hướng tới nền kinh tế thị trường; (2) sự quan tâm ngày càng nhiều từ giới đầu tư nước ngoài, đặc biệt là trong khu vực Châu Á; (3) Xu hướng tăng trưởng của tiêu dùng và thu nhập (với sự phát triển của tầng lớp trung lưu); và (4) Cam kết của chính phủ với tiến trình cổ phần hóa các DN Nhà nước.

## PHỤ LỤC

### Phụ lục 1: Phương pháp xây dựng SSI30

SSI sử dụng phương pháp tính chỉ số thông dụng nhất là Paasche – đây là một phương pháp được sử dụng rất phổ biến trên thế giới để xây dựng chỉ số. Phương pháp này cũng được áp dụng cho hai sàn HOSE và HASTC Index. Theo phương pháp này, Index là chỉ số giá bình quân giá quyền với quyền số là số lượng chứng khoán niêm yết tại thời điểm tính toán. Biến động về giá của công ty có thị giá vốn lớn hơn sẽ có ảnh hưởng lớn hơn tới chỉ số so với các công ty có giá trị thị trường nhỏ hơn.

**Các sự kiện được điều chỉnh trong xây dựng chỉ số SSI30 :**

Sự kiện doanh nghiệp cần điều chỉnh giá niêm yết:	Sự kiện doanh nghiệp cần điều chỉnh lượng cổ phiếu đang lưu hành:
<ul style="list-style-type: none"> <li>● Trả cổ tức bằng tiền mặt</li> <li>● Trả cổ tức bằng cổ phiếu thưởng</li> <li>● Chia tách cổ phiếu (từ thặng dư vốn)</li> <li>● Phát hành quyền mua cho các cổ đông hiện hữu (Lưu ý: Lượng cổ phiếu phát hành riêng lẻ cho cổ đông chiến lược không điều chỉnh vào giá)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Trả cổ tức bằng cổ phiếu thưởng</li> <li>● Chia tách cổ phiếu (từ thặng dư vốn)</li> <li>● Phát hành quyền mua cho các cổ đông hiện hữu</li> <li>● Phát hành riêng lẻ cho đối tác chiến lược và nhân viên</li> <li>● Mua lại hay bán cổ phiếu quỹ</li> </ul>

### Tiêu chuẩn lựa chọn vào rổ CP SSI30

Công ty được chọn vào SSI30 phải đáp ứng các tiêu chí sau:

1. Mức vốn hoá thị trường: Công ty phải nằm trong 50 công ty có giá trị vốn hoá thị trường lớn nhất cả hai thị trường niêm yết.
2. Tính thanh khoản: Chúng tôi sử dụng chỉ số thanh khoản để đánh giá tính thanh khoản của cổ phiếu (Chỉ số thanh khoản = tổng khối lượng giao dịch của năm/Lượng cổ phiếu lưu hành trung bình). Chỉ số thanh khoản của các cổ phiếu trong SSI30 nên ở trên mức 30% và trong mọi trường hợp chỉ số này không thể thấp hơn 15%.
3. Cổ phiếu đã được niêm yết ít nhất là 2 tháng trước khi việc lựa chọn cổ phiếu vào rổ SSI30 được tiến hành.

Trong trường hợp có nhiều hơn 30 cổ phiếu thoả mãn các tiêu chí trên, các tiêu chí sau sẽ được xem xét:

4. Cổ phiếu có mức vốn hoá lớn hơn sẽ được ưu tiên. Tổng mức vốn hoá của 30 cổ phiếu phải trên 60% tổng mức vốn hoá của cả hai thị trường niêm yết.
5. Trong trường hợp có nhiều cổ phiếu cùng thoả mãn các điều kiện kể trên, Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư sẽ lựa chọn và đưa ra quyết định cuối cùng.

### Cập nhật thành phần SSI30

Việc đưa vào thêm hoặc loại bớt một cổ phiếu khỏi rổ SSI30 sẽ được xem xét một cách cẩn thận hàng quý. Chi tiết của việc lựa chọn xin liên hệ Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư SSI. Trong SSI30- cập nhật quý, chúng tôi sẽ tóm tắt những thay đổi trong SSI30 cũng như cập nhật và phân tích về các sự kiện nổi bật trong quý có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu.

## Phụ lục 2: Diễn biến của thị trường chứng khoán

Để phân tích diễn biến VN Index từ đầu năm đến nay dưới tác động của các chính sách kinh tế vĩ mô và của tâm lý nhà đầu tư, chúng tôi chia 9 tháng đầu năm 2008 thành 4 giai đoạn như sau:

**Giai đoạn 1 (01/01/2008 đến 26/03/2008): VNIndex giảm từ 921 điểm xuống 500 điểm (gần 50%) - đây là giai đoạn lạm phát tăng cao, chính sách tiền tệ thắt chặt mạnh mẽ, TTCK thừa cung thiếu cầu**

- 3 cuộc IPO lớn của VCB, Sabeco và Habeco khiến nguồn cung cổ phiếu gia tăng.
- Ngày 16/01/2008 ngân hàng nhà nước (NHNN) quyết định tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với các tổ chức tín dụng thêm 1%.
- Ngày 13/02/2008, NHNN quyết định phát hành 20.300 tỷ VND tín phiếu bắt buộc đối với các tổ chức tín dụng.
- Lạm phát tháng 2 là 3,56%, cao hơn tháng 1 (tháng Tết). Giá xăng dầu điều chỉnh tăng 11,5% cuối tháng 2.

**Giai đoạn 2 (26/03/08 đến 20/06/08): VNI rơi mạnh xuống đáy với nhiều thông tin xấu về nền kinh tế được bộc lộ vào thời gian này. VNIndex rơi từ 504 điểm xuống 364 điểm.**

Ngày 27/03/08 UBCK quyết định giảm biên độ giao dịch trên cả 2 sàn HOSE và HASTC xuống còn 1% và 2%. Do thanh khoản thấp ngày 07/03/2008, UBCK lại tăng biên độ lên 2% và 3% trên 2 sàn. Thị trường chỉ bình ổn được một thời gian ngắn rồi tiếp tục xu thế xuống.

- Thâm hụt cán cân vãng lai 4 tháng đầu năm lên đến 11,4 tỷ USD gần bằng cả năm 2007 (12,4 tỷ USD). Nguy cơ về khủng hoảng cán cân thanh toán được nhắc tới.
- Quản lý thị trường còn nhiều yếu kém tạo điều kiện cho đầu cơ đẩy giá gạo, xi măng, sắt thép lên; CPI tháng 5 đạt mức tăng kỷ lục 3,9% so với tháng 4.
- S&P, Moody's và Fitch lần lượt hạ triển vọng của Việt Nam
- Liên tục trong 1 thời gian ngắn NHNN tác động vào lãi suất: ngày 16/05/08 nâng lãi suất cơ bản từ 8,75% lên 12% và tiếp tục tăng lên 14% vào ngày 09/06/08.

**Giai đoạn 3 (20/06/08 đến 27/08/2009): Giai đoạn đón nhận thông tin tốt ban đầu của nền kinh tế dưới tác động của các chính sách của Chính phủ. VNIndex tăng từ 364 điểm lên 561 điểm (52%) trong 2 tháng; thanh khoản của TTCK được cải thiện**

- FDI đăng ký 6 tháng 2008 đạt 31,6 tỷ USD vượt xa con số 20,3 tỷ USD cả 2007. FDI 6 tháng giải ngân đạt 5 tỷ so với 8 tỷ năm 2007.
- Xuất khẩu 6 tháng đầu năm đạt 29,7 tỷ USD tăng 31,8% so cùng kỳ. Nhập siêu tháng 6 chỉ còn 1,3 tỷ USD giảm hơn 1/2 so với tháng 5.
- Mức tăng CPI đã chậm lại, cụ thể CPI tháng 6 tăng 2,14%, tháng 7 tăng 1,15%
- Tỷ giá VND/USD dần đi vào ổn định.
- Giá dầu thế giới tăng mạnh lên hơn 145 USD/thùng, chính phủ quyết định tăng giá xăng dầu lên 31% vào 21/7. Sau đó giá dầu bắt đầu xu thế giảm, giá xăng dầu trong nước nhờ đó đã được điều chỉnh giảm 2 lần (1000VND/lít mỗi lần). CPI tháng 8 chỉ tăng 1,56%.
- Ngày 18/08/08 UBCK tăng lại biên độ lên 5% cho HOSE và 7% cho HASTC

**Giai đoạn 4 (27/08/2008 cho đến nay): Thị trường bước vào giai đoạn điều chỉnh đồng thời bị ảnh hưởng bởi những thông tin tiêu cực từ khủng hoảng tín dụng tại Mỹ.**

Sau giai đoạn 3 hưng khởi của thị trường (tăng 52%), do bối cảnh kinh tế vĩ mô chưa thực sự hoàn toàn tốt, thị trường bắt đầu xuất hiện những phiên điều chỉnh xuống. Ngày 15/09/2008, khủng hoảng tín dụng của Mỹ bắt đầu bằng tin Lehman Brothers thông báo phá sản, tiếp theo là các tin xấu về Merrill Lynch và AIG v.v. khiến thị trường chứng khoán trên thế giới đồng loạt giảm mạnh.

Ngay khi FED thông báo gói giải pháp đối phó với tình hình, TTCK trên toàn cầu đã có 1, 2 phiên tăng điểm mạnh ngày 19/09 và 22/09/2008 trong đó có TTCK Việt Nam. Vẫn chưa thể khẳng định liệu gói giải pháp của Fed có khả thi và cuộc khủng hoảng tín dụng thế giới sẽ ảnh hưởng thế nào đến thị trường Việt Nam. Xem xét tình hình kinh tế vĩ mô của Việt Nam, mức lạm phát đang giảm dần, khả năng cắt giảm lãi suất cơ bản, và kết quả kinh doanh 2 quý cuối năm các doanh nghiệp niêm yết sẽ tác động đến thị trường trong thời gian tới.

### **Phụ lục 3: 30 công ty trong rổ SSI30**

Xin mời xem báo cáo ngắn về các công ty trong rổ SSI30 của chúng tôi ở các trang tiếp theo.

**Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất dầu khí – CTCP**  
Mã: DPM

**Ngành: Nguyên vật liệu cơ bản**

**Chuyên Viên: Nguyễn Đức Hùng Linh**  
[linhndh@ssi.com.vn](mailto:linhndh@ssi.com.vn)

● **Giới thiệu chung:** Được thành lập năm 2004, Công ty Cổ phần Phân bón và Hóa chất dầu khí (PVFCCo) có nhiệm vụ quản lý và điều hành nhà máy đạm Phú Mỹ, có thời gian hoạt động từ quý 4 năm 2004. PVFCCo cổ phần hóa ngày 31 tháng 8 năm 2007 và chính thức niêm yết trên sàn HOSE vào ngày 29 tháng 11 năm 2007. Chiếm hơn 50% thị phần, DPM có vị trí chi phối trong việc sản xuất và mua - bán phân Urê. Nhà máy Phân Đạm Phú Mỹ sản xuất Phân Urê (với công suất 740.000 tấn/năm, trong khi một nhà sản xuất Urea khác của Việt Nam chỉ có công suất 180.000 tấn/năm), amôniac (445.000 tấn/năm) và các sản phẩm hỗn hợp.

● **Nhận định cơ bản:**

- **Yếu tố quyết định tăng trưởng:** Với vị trí chi phối của DPM trên thị trường và thực tế nguồn cung nội địa không đáp ứng đủ cầu nội địa, DPM không có gì phải lo ngại trong ngắn hạn. Chi phí gas, thành phần chính trong chi phí biến đổi được đảm bảo bằng một hợp đồng với Tổng Công ty khí Việt Nam PGC (cũng là một thành viên thuộc tập đoàn dầu khí Việt Nam, cổ đông chính của DPM) với mức giá 2,2 USD/ triệu BTU tới năm 2009. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế, do vậy, sẽ biến động theo giá bán Urea mà mức giá này lại phụ thuộc vào giá dầu. Mặt khác, DPM có lợi thế về mạng lưới phân phối với 4 chi nhánh theo vùng, 38 hãng đại lý và 1.335 cửa hàng bán lẻ mà chủ yếu tập trung ở Miền Nam và Miền Trung Việt Nam. DPM có luồng tiền mặt dồi dào, đóng góp quan trọng cho nguồn thu nhập tài chính và đảm bảo khả năng chi trả nợ của công ty. Từ năm 2009, DPM sẽ không còn nợ và sẽ có dư một khoản xấp xỉ 3.000 tỷ Việt nam đồng tiền mặt để đầu tư dự án mới bao gồm cả dự án nâng công suất lên 925.000 tấn/năm vào năm 2009 (sẽ hoàn thành trong năm 2011) và đa dạng hóa các sản phẩm mới như là khí lỏng CO<sub>2</sub>, methanol, formaldehyde.
- **Lợi thế cạnh tranh:** Với quy mô của mình và sự hỗ trợ từ tập đoàn Dầu khí Việt Nam, DPM có những lợi thế to lớn. Để trợ giá cho nông dân, Chính phủ Việt Nam đã cho DPM mua gas giá thấp để sản xuất ra urea với giá rẻ hơn. Sự hỗ trợ này sẽ còn tiếp tục trong thời gian tới. Trong khuôn khổ hợp tác giữa Việt Nam và Qatar, Công ty Qatar Fertilizer (QAFCO) đã thỏa thuận cung cấp nguồn phân ổn định cho DPM trong vòng 3 năm với mức giá thấp.

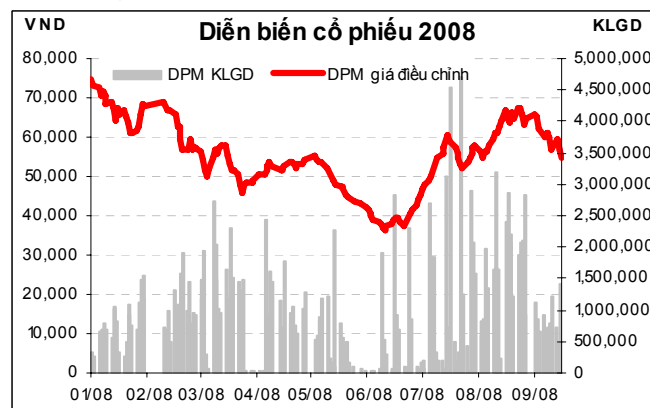
● **Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** Do ảnh hưởng của sự tăng giá trên toàn thế giới, hoạt động sản xuất kinh doanh 6 tháng đầu năm rất ấn tượng. Doanh thu đạt 3.058 tỷ VND trong khi lợi nhuận trước thuế là 1.190 tỷ VND chiếm 64% và 77% chi tiêu doanh thu và lợi nhuận trước thuế của cả năm. Trong nửa đầu năm 2008, DPM đã tăng giá bán Urea 4 lần, từ 4.900 VND/1 kg lên 8.700 VND vào ngày 15 tháng 7. Nhưng mức giá này vẫn thấp hơn so với giá thế giới khi mà giá phân thế giới đã tăng từ 350USD/1 tấn lên 650USD/1 tấn trong cùng kỳ. Trong nửa đầu năm, DPM sản xuất được 340.000 tấn urea và nhập khẩu 156.000 tấn. Họ đã bán hầu hết urea sản xuất ra nhưng chỉ bán 87.000 tấn trong số 156.000 tấn urea nhập khẩu. Doanh thu từ urea sản xuất, urea nhập khẩu và ammoniac trong 6 tháng đầu năm lần lượt đạt 68%; 28% và 3,5% trong tổng doanh thu.

**Triển vọng kinh doanh 2008-2009** Giá bán Urê được dự đoán sẽ duy trì ở mức cao cho tới tận cuối năm và cùng với mùa vụ chính ở Việt Nam- vụ đông xuân khoảng tháng 11. Bởi những lý do đó mà chúng tôi nâng mức dự tính năm 2008 về lợi nhuận thuần là 2.368 tỷ VND. Năm 2009, chúng tôi cho rằng giá Urê sẽ giảm cùng với giá dầu, vì thế mà lợi nhuận sau thuế năm 2009 sẽ giảm, ước tính ở mức 2.259 tỷ VND.

● **Rủi Ro đầu tư:** Đột biến về giá urea là một trong những mối quan tâm chủ yếu đối với tăng trưởng lợi nhuận của DPM. 2008 là một năm khá tốt cho DPM, nhưng trong tương lai, khi mà giá urea thế giới cùng với các nhà cung cấp mới có thể tạo thêm áp lực lên lợi nhuận của DPM và từ năm 2010 DPM sẽ phải mua gas tại mức giá cao hơn (đề xuất tại mức 3,66 USD/ 1 triệu BTU)

Thông tin cổ phiếu	Tại ngày 17/ 9 /2008
Giá hiện tại ( VND)	55.000
Biên độ biến động giá 52 tuần gần nhất (VND)	35.500-95.000
SLCP lưu hành	379.400.000
Tổng vốn hóa thị trường (Tỷ VND)	20.867
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	60,05%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	18,75%
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất	1.010.132

Biến động giá	-1 tháng	-3 tháng	-6 tháng
% thay đổi	-17,9%	48,1%	3,8%
So với SSI30	-10,4%	6,7%	26,9%



Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Doanh thu (triệu VND)	3.050.829	3.779.037	6.671.400	6.470.677
Lợi nhuận HDSXKD (triệu VND)	919.764	1.266.949	2.395.037	2.171.956
EPS (VND)	n/a	3.499	6.232	5.947
P/E (x)	n/a	15,7	8,8	9,2
P/B (x)	n/a	4,8	3,5	2,9
EV/EBITDA (x)	8,77	9,4	5,1	4,7
Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt/giá	n/a	n/a	3,7%	4,4%
ROE (%)	25%	30%	40%	31%
ROA (%)	17%	23%	38%	30%

Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	36,9%	39,2%	40,2%	37,9%
EBITDA/Doanh thu	73,8%	55,0%	53,3%	52,4%
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	38,1%	35,2%	35,5%	34,9%
Tăng trưởng doanh thu	20,2%	23,9%	76,5%	-3,0%
Tăng trưởng EBITDA	140,5%	-7,7%	71,1%	-4,6%
Tăng trưởng EPS	n/a	14,5%	78,1%	-4,6%
Tỷ suất vốn lưu động	71,0%	29,3%	52,4%	89,6%
Hệ số thanh toán nhanh	269%	149%	757%	1380%
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	12,4%	13,3%	0,0%	0,0%

**CTCP Cao Su Đồng Phú**  
Mã: DPR

**Ngành: Nguyên vật liệu cơ bản**

**Chuyên viên : Nguyễn Thu Huyền**  
[huyenntt@ssi.com.vn](mailto:huyenntt@ssi.com.vn)

● **Giới thiệu chung:** PDR là một thành viên của Tập đoàn công nghiệp cao su (VRG) được cổ phần hóa cuối năm 2006 và niêm yết CP trên HOSE tháng 12 năm 2007. Ngành nghề kinh doanh chính là trồng và khai thác, sơ chế mủ cao su tự nhiên (CSTN), với diện tích vườn cây cao su hơn 10.000 ha – được coi là có quy mô nhỏ đến trung bình trong ngành.

● **Nhận định cơ bản**

● **Yếu tố quyết định tăng trưởng :**

- Cao su khối (SVR 3L, SVR 5, SVR 10...) chiếm tỷ trọng lớn nhất trong danh mục sản phẩm của công ty (công suất chế biến mỗi năm khoảng 16.000 tấn), tiếp đến là cao su ly tâm (công suất khoảng 6.000 tấn/năm).
- Hơn 65% tổng doanh thu đến từ xuất khẩu. Việc giá CSTN trên thế giới tăng mạnh và giữ vững ở mức cao từ đầu năm đến nay tạo điều kiện cho công ty đạt mức doanh thu tương đối tốt, mặc dù sản lượng khai thác của công ty không nằm ngoài xu hướng chung của toàn ngành đang trong giai đoạn bị giảm dần do một bộ phận vườn cây đã già và cần thay thế.
- Tiềm năng tăng trưởng trung và dài hạn tương đối tốt với 2 dự án trồng cao su ở Đắc Nông và Campuchia đang được triển khai và một dự án nhà máy chế biến sản phẩm từ mủ cao su (gối, đệm...) đang được xây dựng nhưng đã ký hợp đồng bao tiêu với đối tác Malaysia.

● **Lợi thế cạnh tranh:**

- Quy mô: Vườn cây cao su của Đồng Phú hiện là lớn nhất trong số 4 công ty CSTN đã niêm yết. Đây là một lợi thế của công ty do đặc thù ngành CSTN của nước ta chưa dùng nhiều công nghệ hiện đại, năng suất, sản lượng khai thác phụ thuộc chủ yếu vào quy mô vườn cây.
- Hiệu quả kinh doanh khá tốt: Tỉnh Bình Phước có điều kiện tự nhiên (đất đai, thời tiết) thuận lợi cho việc trồng cao su. Đồng thời, việc cổ phần hóa cũng giúp công ty cải thiện năng lực kinh doanh. Năng suất khai thác khá tốt so với trung bình ngành: đạt mức 2,2 ha năm 2007.
- Ít bị tác động của các vấn đề vĩ mô trong nước (lạm phát cao, lãi suất tăng và tiền đồng mất giá), do công ty phần lớn xuất khẩu, vay ít nợ và có cơ cấu chi phí sản xuất tương đối ổn định.

● **Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** trong Q2/08, mức tăng trưởng doanh thu, LNST của công ty tương ứng là 18,5% và 8% so với cùng kỳ năm ngoái. Nhưng tính gộp 2 quý đầu năm, LNST giảm 15% dù doanh thu thuần tăng 4% so với cùng kỳ năm ngoái. Đường như công ty đã không tận dụng được nhiều xu hướng giá CSTN rất tốt trong suốt nửa đầu năm, do việc khai thác bị hạn chế và nguồn hàng tồn kho không sẵn.

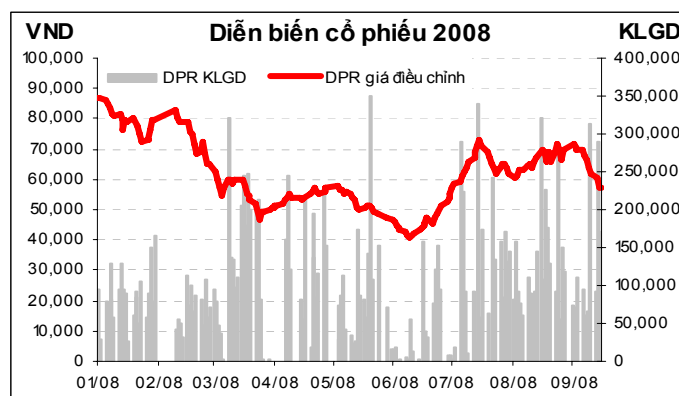
**Triển vọng 2008-2009:** Hoạt động khai thác đang được đẩy mạnh, thể hiện qua mức tồn kho tăng lên cao cuối quý 2; chúng tôi kỳ vọng công ty có thể hoàn thành kế hoạch về sản lượng tiêu thụ năm nay (16.700 tấn), và vượt kế hoạch LNST khoảng 5%. Sang năm 2009, dựa trên cơ cấu vườn cây, cũng như kế hoạch tái canh, trồng mới của công ty, chúng tôi dự tính sản lượng khai thác sẽ giảm nhẹ. Bù vào đó, khả năng giá cao su vững hoặc tăng rất nhẹ năm sau có thể giúp bù đắp việc sản lượng giảm.

● **Rủi ro đầu tư**

- Biến động giá CSTN: Trong nửa cuối năm, giá CSTN nhiều khả năng sẽ giảm do nguồn cung trên thế giới đã vào chu kỳ tăng, trong khi đó nhu cầu CSTN ở Trung Quốc giảm xung quanh đợt Olympic. Ngoài ra, nhu cầu CSTN của ngành sẫm lốp cũng bị ảnh hưởng do tăng trưởng kinh tế chậm lại và các đợt tăng giá xăng dầu gần đây tại nhiều nước khiến nhu cầu đối với ô tô suy giảm. Xu hướng giảm giá dầu cũng sẽ tạo sức ép làm giảm giá CSTN. Tuy vậy, nhiều chuyên gia dự báo giá sẽ không giảm nhiều do tồn kho ở nhiều nước vẫn đang thấp.
- Trong khi không gặp khó khăn do biến động lãi suất tăng cao vì sử dụng ít nợ, Đồng Phú phải ghi nhận một khoản chi phí dự phòng đầu tư tài chính tương đối (khoảng 10 tỷ đồng) với việc TTCK sụt giảm mạnh trong nửa đầu năm.

Thông tin cổ phiếu		17/9/2008	
Giá hiện tại (VND)		57.000	
Biên độ biến động giá 52 tuần gần nhất (VND)		39.700-99.000	
SLCP lưu hành		40.000.000	
Tổng vốn hoá thị trường (Tỷ VND)		2.280	
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)		60%	
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)		15,59%	
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất		103.106	
Biến động giá	-1 tháng	-3 tháng	-6 tháng
% thay đổi	-18,6%	24,7%	3,5%
So với SSI30	-11,1%	-10,1%	26,6%

Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Doanh thu thuần (triệu đồng)	602.105	703.796	741.097	742.950
LNST (triệu đồng)	149.421	230.620	226.479	227.343
EPS (đồng)	3.958	5.766	5.662	5.684
P/E (x)	n/a	9,89	10,07	10,03
P/B (x)	n/a	3,62	3,16	2,74
EV/EBITDA (x)	n/a	7,97	8,07	7,85
Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt/giá	n/a	5,26%	5,26%	4,39%
ROE (%)	27%	35%	30%	26%
ROA (%)	9%	20,3%	20,1%	19%



Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	38,5%	36,1%	36,0%	35,50%
EBITDA/doanh thu	38,1%	37,9%	35,5%	35,4%
Tỷ suất LNST	24,8%	32,8%	30,6%	30,6%
Tăng trưởng doanh thu	39,0%	16,9%	5,3%	0%
Tăng trưởng LNST	33,2%	16,3%	-1,4%	-0,09%
Tăng trưởng EPS	-34,2%	45,7%	-1,8%	0,4%
Tỷ suất vốn lưu động	1,06	1,05	1,14	1,38
Hệ số thanh toán hiện tại	1,01	0,97	1,02	1,25
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	22,6%	10,3%	7,6%	7%



**TẬP ĐOÀN HOÀ PHÁT**  
Mã: HPG

**Ngành: Nguyên vật liệu cơ bản**

**Chuyên viên: Hoàng Việt Phương**  
[phuonghv@ssi.com.vn](mailto:phuonghv@ssi.com.vn)

● **Giới thiệu chung:** Tập đoàn Hoà Phát (HPG) được thành lập ngày 09/01/2007 với việc công ty tiền thân là công ty thép Hoà Phát mua lại 6 công ty độc lập mang thương hiệu Hoà Phát. HPG bao gồm 9 công ty con và 3 công ty liên kết. HPG là tập đoàn có lĩnh vực kinh doanh đa dạng, trong đó mảng thép và ống thép đóng góp lợi nhuận lớn nhất, lần lượt chiếm 46% và 20% lợi nhuận sau thuế năm 2007. Các hoạt động khác của HPG thuộc các lĩnh vực như thiết bị xây dựng, thiết bị lạnh, đồ nội thất, xi măng và phát triển đô thị.

● **Nhận định cơ bản:**

- **Yếu tố quyết định tăng trưởng:** (1) Thép và ống thép: Sở hữu 1 nhà máy phôi thép với công suất 180.000 tấn phôi/năm, cung cấp cho nhà máy sản xuất thép của công ty có công suất 250.000 tấn thép/năm, HPG là nhà cung cấp thép xây dựng lớn thứ 5 toàn quốc với thị phần khoảng 7%. Riêng mảng ống thép, HPG dẫn đầu thị trường với thị phần khoảng 20% (2) Đồ nội thất (chiếm 12-14% lợi nhuận sau thuế): HPG có thị phần lớn trong lĩnh vực nội thất văn phòng (40%), có thương hiệu mạnh và 1 hệ thống phân phối rộng khắp 64 tỉnh thành bao gồm khoảng 300 nhà phân phối (năm 2007). (3) Phát triển đô thị (8% lợi nhuận sau thuế): HPG sở hữu 1 số khu công nghiệp với diện tích lớn, nằm ở những vị trí thuận lợi, sẵn sàng cho thuê.
- **Lợi thế cạnh tranh:** Mặc dù ngành thép chịu ảnh hưởng rất lớn của giá thép, và trong bối cảnh thị trường không thuận lợi do giá thép giảm, chúng tôi cho rằng HPG có lợi thế cạnh tranh tốt hơn các đối thủ. HPG là nhà sản xuất thép và phôi thép hiệu quả, có thị phần lớn, thương hiệu mạnh, hệ thống phân phối sâu rộng và 1 ban lãnh đạo năng động. Hai dự án lớn, dự án liên hợp gang thép với tổng công suất 350.000 tấn và dự án nhà máy sản xuất xi măng ở Hà Nam, với công suất giai đoạn 1 và giai đoạn 2 lần lượt là 1 triệu tấn và 3 triệu tấn xi măng sẽ tạo nên sự tăng trưởng mạnh cho HPG trong giai đoạn 2009-2010. P/E năm 2008 và 2009 ở mức hấp dẫn, 9x, chỉ số P/B năm 2008, 2009 tương ứng là 2,37 và 2,47 lần.

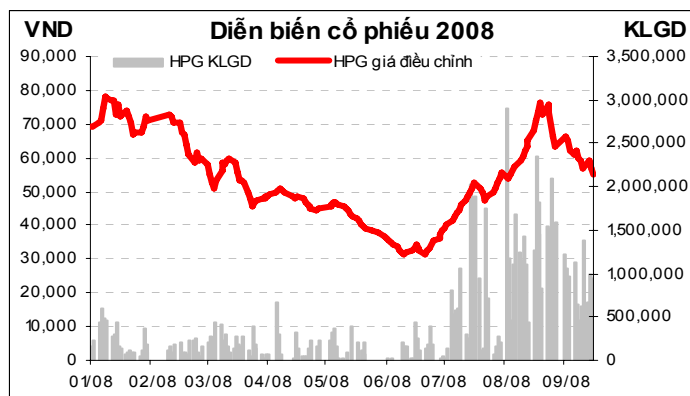
● **Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** Kết quả kinh doanh nửa đầu năm 2008 của HPG khá ấn tượng. Doanh thu tăng trưởng 106,4%, lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh tăng 215,4% và lợi nhuận sau thuế tăng 234,2%. Do giá thép tăng cộng với việc sở hữu 1 nhà máy sản xuất phôi thép đã giúp HPG, chỉ trong nửa đầu năm, đạt được 65% kế hoạch doanh thu và 110% kế hoạch lợi nhuận trước thuế của cả năm 2008. Tỷ suất lợi nhuận trước thuế cải thiện đáng kể, từ 14% năm 2007 lên 19,9% nửa đầu năm 2008. Không chỉ phục vụ thị trường nội địa, HPG xuất khẩu khoảng 30.000 tấn phôi thép chỉ riêng trong quý 2 năm 2008 khi tiêu thụ trong thị trường nội địa bắt đầu chậm lại. Ngoài những mảng kinh doanh thép (bao gồm thép, thép ống, và các công ty thương mại), các mảng kinh doanh khác của HPG cũng vượt kế hoạch của 6 tháng đầu năm.

**Triển vọng 2008-2009:** Dựa trên những yếu tố đã nói ở trên và do những khó khăn của ngành xây dựng và bất động sản dự kiến sẽ kéo dài đến nửa đầu năm 2009, chúng tôi đưa ra ước tính cho cả năm 2008 và 2009 ở mức thận trọng, với tăng trưởng doanh thu của 2 năm này tương ứng ở mức 58% và 12%, tăng trưởng lợi nhuận sau thuế ở mức 87% và 0,3%. Chúng tôi cho rằng mức tăng giá thép như trong nửa đầu năm 2008 sẽ không diễn ra vào năm 2009 và chi phí tài chính sẽ tiếp tục tăng do HPG sử dụng vốn vay lớn cho các dự án thép và xi măng.

● **Rủi ro đầu tư:** (1) Ngành kinh doanh thép chịu ảnh hưởng rất lớn của diễn biến giá thép. Trong nửa cuối năm 2008 dự kiến nhu cầu thép sẽ giảm đi, kéo theo sự suy giảm của giá thép và sản lượng bán. Trong bối cảnh đó, doanh thu và tỷ suất lợi nhuận của các công ty thép sẽ khó giữ được ở mức như trong nửa đầu năm 2008. (2) Biến động tỷ giá VND/USD cùng với lãi suất cao sẽ làm chi phí tài chính tăng đáng kể do tỷ trọng nguyên vật liệu nhập khẩu của HPG là khá lớn (60-70%) (3) Đối với 2 dự án thép và xi măng lớn của HPG, chúng tôi tin rằng rủi ro nằm ở tỷ lệ vay nợ cao của dự án, khả năng đảm bảo nguồn quỹ sắt và rủi ro cạnh tranh trong dài hạn.

Thông tin cổ phiếu		17/09/2008
Giá hiện tại (VND)		55.000
Biên độ biến động giá 52 tuần gần nhất (VND)		43.600-127.000
SLCP lưu hành		196.363.998
Tổng vốn hoá thị trường (Tỷ VND)		10.800
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)		0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)		24,76%
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất		483.164
Biến động giá		
	-1 tháng	-3 tháng
% thay đổi	-19,0%	74,3%
So với SSI30	-11,5%	25,6%

Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Doanh thu (Triệu VND)	3.346.187	5.641.054	8.912.865	9.982.409
LNST (triệu đồng)	158.919	654.161	1.220.288	1.223.461
EPS (VND)	1.870.96	4.941.38	6.196.38	5.177.08
P/E (x)	29	11	9	9
P/B (x)	4,71	2,33	2,37	2,47
EV/EBITDA (x)	37,61	11,95	6,46	5,47
Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt/giá	0,0%	1,2%	3,6%	4,4%
ROE (%)	16%	20%	26%	23%
ROA (%)	7%	14%	16%	14%



Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	12%	17%	21%	21%
EBITDA/ Doanh thu	9%	16%	22%	22%
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	5%	12%	14%	12%
Tăng trưởng doanh thu	268%	69%	58%	12%
Tăng trưởng EBITDA	759%	198%	111%	14%
Tăng trưởng EPS	n/a	164%	25%	-16%
Tỷ suất vốn lưu động	4%	33%	27%	30%
Hệ số thanh toán nhanh	37%	114%	83%	100%
Hệ số Nợ/ Vốn chủ sở hữu	101%	22%	34%	29%

**CTCP Cao Su Tây Ninh**  
Mã: TRC

**Ngành: Nguyên vật liệu cơ bản**

**Chuyên viên: Nguyễn Thu Huyền**  
[huyenntt@ssi.com.vn](mailto:huyenntt@ssi.com.vn)

● **Giới thiệu chung:** Tiền thân là một đồn điền cao su của thực dân Pháp được chính quyền địa phương tiếp quản năm 1945, thành viên của tập đoàn cao su VN này được cổ phần hóa cuối năm 2006 và niêm yết giữa năm 2007. Sở hữu vườn cây cao su với diện tích hơn 7225 ha, công ty được coi là có quy mô khá nhỏ ở trong ngành.

● **Nhận định cơ bản**

● **Yếu tố quyết định tăng trưởng:**

- Mủ cao su ly tâm chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu sản phẩm của công ty, đóng góp gần 70% vào tổng sản lượng tiêu thụ. Các sản phẩm khác gồm cao su khối (đóng góp hơn 20%) và mủ skim (đóng góp dưới 10%). Công suất sơ chế hàng năm khoảng 10.000 tấn mủ ly tâm và 5000 tấn mủ khối.
- Xuất khẩu chiếm hơn 60% trong tổng sản lượng tiêu thụ và doanh thu của công ty. Việc giá CSTN trên thế giới tăng mạnh và vững ở mức cao từ đầu năm đến tạo điều kiện cho công ty đạt mức doanh thu khá tốt, mặc dù sản lượng khai thác của công ty không nằm ngoài xu hướng chung của toàn ngành đang trong giai đoạn bị giảm dần do một bộ phận vườn cây đã già và cần thay thế.
- Công ty đã đầu tư vào một số dự án tiềm năng có tính tương hỗ đối với lĩnh vực kinh doanh chính, ví dụ như dự án xây nhà máy sản xuất thùng phuy (dùng để chứa mủ ly tâm, đang trong giai đoạn hoàn thành) và tham gia góp vốn xây dựng nhà máy chế biến gỗ Tây Ninh (đang san lấp mặt bằng).

● **Lợi thế cạnh tranh:**

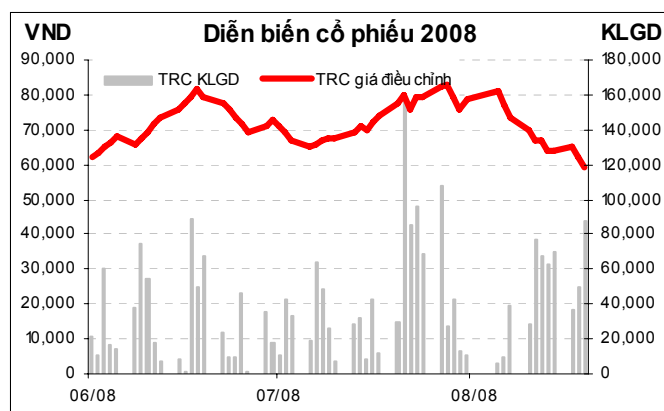
- Tây Ninh đạt mức sản lượng khai thác cao nhất ngành trong vài năm gần đây ( 2.35 tấn/ha năm 2007). Đồng thời, công ty cũng có một cơ cấu sản phẩm tương đối tốt so với nhiều công ty cùng ngành với mủ ly tâm (chứa 60% mủ cao su nguyên chất, có tỷ suất lợi nhuận cao hơn mủ khối) chiếm tỷ trọng cao nhất. Nhờ đó, tỷ suất LN gộp của Tây Ninh cao hơn so với Hòa Bình, Đồng Phú.
- Ít bị tác động của các vấn đề vĩ mô trong nước (lạm phát cao, lãi suất tăng và tiền đồng mất giá), do công ty phần lớn xuất khẩu, vay ít nợ và có cơ cấu chi phí sản xuất tương đối ổn định.

● **Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** Nhờ xu hướng giá CSTN rất tốt thời gian qua, kết thúc quý 2 Tây Ninh đã đạt mức doanh thu và LNST là 174 tỷ và 66 tỷ đồng, tăng tương ứng 24% và 10% so với nửa đầu năm 2007, và đã hoàn thành hơn 40% kế hoạch LNST của năm nay. Kết quả này là khá khả quan do việc khai thác cao su có tính mùa vụ và tăng dần vào các quý cuối năm.

**Triển vọng 2008-2009:** Trong năm nay, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ vượt mức kế hoạch đặt ra cho LNST khoảng 20%, tức xấp xỉ kết quả đạt được năm 2007. Trong dự báo này, chúng tôi đã tính tới khả năng giá CSTN thế giới sẽ giảm trong nửa cuối năm do nguồn cung tăng. Sang năm 2009, dựa trên cơ cấu vườn cây cao su của công ty, chúng tôi ước tính sản lượng khai thác sẽ giảm nhẹ vì công ty đang trong quá trình chặt cây sớm để tái canh, tuy nhiên khả năng giá cao su vững hoặc tăng rất nhẹ năm sau có thể giúp bù đắp việc sản lượng giảm.

● **Rủi ro đầu tư:** Biến động giá CSTN: Trong nửa cuối năm, giá CSTN nhiều khả năng sẽ giảm do nguồn cung trên thế giới đã vào chu kỳ tăng, trong khi đó nhu cầu CSTN ở Trung Quốc giảm xung quanh đợt Olympic. Ngoài ra, nhu cầu CSTN của ngành sản lốp cũng bị ảnh hưởng do tăng trưởng kinh tế chậm lại và các đợt tăng giá xăng dầu gần đây tại nhiều nước khiến nhu cầu đối với ô tô suy giảm. Xu hướng giảm giá dầu cũng sẽ tạo sức ép làm giảm giá CSTN. Tuy vậy, nhiều chuyên gia dự báo giá sẽ không giảm nhiều do tồn kho ở nhiều nước vẫn đang thấp.

Thông tin cổ phiếu	17/9/2008
Giá hiện tại (VND)	59.000
Biên độ biến động giá 52 tuần gần nhất (VND)	54.500 – 123.000
SLCP lưu hành	30.000.000
Tổng vốn hoá thị trường (Tỷ VND)	1770
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	60%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	28,03%
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất	33.906
Biến động giá	-1 tháng
% thay đổi	-23,9%
So với SSI30	-16,9%



Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Doanh thu thuần (triệu đồng)	464.320	491.894	528.051	530.121
LNST (triệu đồng)	139.921	177.445	177.108	174.728
EPS (đồng)	4.736	5.915	5.904	5.824
P/E (x)	N/A	10,0	10,0	10,1
P/B (x)	N/A	3,8	3,3	2,9
EV/EBITDA (x)	N/A	7,5	7,4	7,4
Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt/giá	N/A	5,1%	5,1%	5,1%
ROE (%)	31%	38%	32%	28%
ROA (%)	10%	21,7%	20,6%	18%

Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	45%	41%	39%	38%
EBITDA/doanh thu	N/A	41%	39%	39%
Tỷ suất LNST	30%	36%	34%	33%
Tăng trưởng doanh thu	44%	6%	7%	0,4%
Tăng trưởng LNST	N/A	N/A	2,2%	-0,2%
Tăng trưởng EPS	-26%	25%	-0,2%	-1%
Tỷ suất vốn lưu động	1,1	1,26	1,29	1,31
Hệ số thanh toán hiện tại	1,0	1,19	1,20	1,17
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	15%	11%	7%	8%

**Công ty cổ phần Nam Việt Navico**  
Mã: ANV

**Ngành: Hàng tiêu dùng**

**Chuyên viên : Nguyễn Đức Hùng Linh**  
[linhndh@ssi.com.vn](mailto:linhndh@ssi.com.vn)

● **Giới thiệu chung:** Được thành lập năm 1993, Navico hiện là nhà xuất khẩu cá tra/basa lớn nhất Việt nam. Năm 2007, Navico xuất khẩu 67.000 tấn cá, đạt kim ngạch 160 tỉ đô Mỹ. Nhà máy chế biến cá của Navico nằm ở 2 tỉnh An Giang và Cần Thơ, trung tâm sản xuất cá tra & basa với điều kiện nuôi trồng thuận lợi cho cá chất lượng cao. Navico vừa mở thêm một nhà máy chế biến mới tại Cần Thơ tháng 7/2008, nâng tổng công suất chế biến từ 600 tấn cá/ngày. Navico cũng có kế hoạch xây dựng một nhà máy chế biến thức ăn cho cá, một dự án có nhiều triển vọng trong điều kiện nhu cầu thức ăn cho cá đang tăng cao do diện tích nuôi cá ngày càng được mở rộng.

● **Nhận định cơ bản:**

- **Yếu tố quyết định tăng trưởng:** Phần lớn doanh thu của Navico phụ thuộc vào nhu cầu tiêu thụ cá tra/basa cũng như nhu cầu tiêu thụ thức ăn cho cá và nuôi cá. Nhu cầu thế giới với sản phẩm cá tra/basa ngày càng tăng cao do cá tra/basa là mặt hàng tốt cho sức khỏe, hàm lượng cholesterol thấp và ít bị bệnh dịch. Theo ước tính, tại Châu Âu, đang thiếu khoảng 4 triệu tấn cá thịt trắng trong khi các thị trường như Trung Quốc, Ấn độ và Trung Đông vẫn chưa được khai thác hết tiềm năng. Rủi ro cạnh tranh từ Thái Lan và Trung Quốc cũng không đáng kể do các nước này không có điều kiện thuận lợi để nuôi được loại cá thịt trắng ngon như ở Việt Nam. Tuy nhiên, rủi ro đến từ các mặt hàng thay thế như cá rô phi vẫn tồn tại.
- **Lợi thế cạnh tranh:** Navico đã biết tận dụng thế mạnh về công suất chế biến cũng như danh tiếng của mình để thương lượng với các đầu mối cung cấp cá nguyên liệu theo chiều hướng có lợi cho công ty. Không như các công ty chế biến cá khác, nhà máy chế biến của Navico chạy liên tục 2 ca 1 ngày, giúp cho công ty có được tỷ suất lợi nhuận gộp và lợi nhuận thuần sau thuế cao nhất trong ngành.

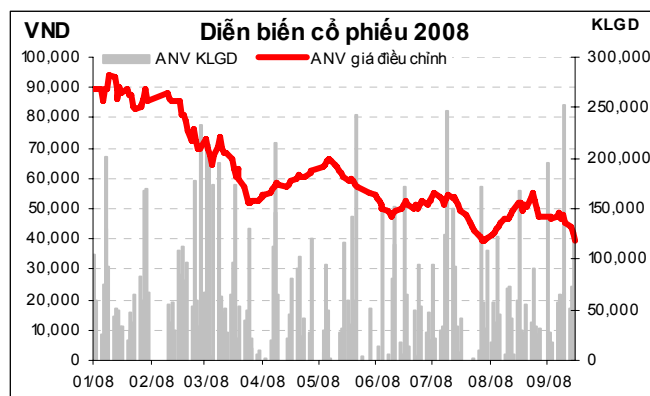
● **Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** Kết quả 6 tháng đầu năm 2008 của Navico thấp hơn so với chúng tôi đã dự kiến. Doanh thu và lợi nhuận trước thuế trong 6 tháng đầu năm đạt tương ứng 1.350 tỷ và 164 tỷ đồng, đạt tương ứng 35% và 39% kế hoạch cả năm. Sản lượng cá xuất khẩu trong quý 2 2008 đạt 14.608 tấn, giảm 16.9% so với 16.392 tấn trong quý 1 2008. Lợi nhuận gộp trong quý 2 2008 đạt 131 tỷ đồng, thấp hơn so với 148 tỷ đồng trong quý 1. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chính làm cho tình hình kinh doanh trong 6 tháng đầu năm của Navico không cao là do sự cạnh tranh giữa các công ty trong ngành. Tuy nhiên, lợi nhuận trước thuế trong quý 2 2008 đạt 86,6 tỷ đồng, tăng 11% so với quý 1 nhờ vào sự tăng giá của đồng đô la Mỹ và chi phí bán hàng thấp hơn. Do vẫn đang phải chờ giấy phép nên việc xây dựng nhà máy chế biến thức ăn cho cá đã phải tạm thời hoãn lại.

**Triển vọng 2008-2009:** Vì công ty đã vay khá nhiều khoản vay ngắn hạn trong 6 tháng đầu năm, chi phí lãi vay sẽ tăng cao trong nửa cuối năm 2008. Do tình hình sản lượng xuất khẩu giảm và chi phí lãi vay tăng cao, chúng tôi cho rằng Navico chỉ đạt 3.297 tỷ đồng doanh thu và 400 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế (kế hoạch năm 2008 là 3.860 tỷ đồng doanh thu và 420 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế).

● **Rủi ro đầu tư:** Mặc dù chúng tôi tin tưởng vào sự gắn bó của ban lãnh đạo Navico với công ty, Navico sẽ gặp nhiều khó khăn từ sự cạnh tranh gay gắt từ các công ty đối thủ. Ước tính hiện nay Việt nam có khoảng 300 công ty xuất khẩu cá tra/basa, trong số đó 200 công ty có dây chuyền chế biến cá. Giảm giá sản phẩm là chiến lược được các công ty xuất khẩu mới thành lập áp dụng để giành thị phần. Giá cá tra/basa xuất khẩu của Việt nam đã giảm đáng kể từ 2,8USD/kg năm 2007 xuống còn 2,3USD/kg trong nửa đầu năm 2008. Bên cạnh đó, Navico cũng chịu các rủi ro đặc thù của ngành như các khoản phải thu khó đòi, nợ ngắn hạn cao, chi phí lãi vay cao và tỷ giá hối đoái.

Thông tin cổ phiếu	17/9/ 2008
Giá hiện tại (VND)	39.800
Biên độ biến động giá 52 tuần gần nhất (VND)	39.200-109.000
SLCP lưu hành	65.605.250
Tổng vốn hoá thị trường (Tỷ VND)	2.611
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	21,61%
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất	58.059

Biến động giá	-1 tháng	-3 tháng	-6 tháng
% thay đổi	-23,5%	-20,0%	-34,1%
So với SSI30	-16,4%	-42,4%	-19,4%



Chỉ số cơ bản	2006	2007A	2008E	2009E
Doanh thu (triệu VND)	2.707.076	3.193.437	3.297.840	4.175.232
Lợi nhuận HĐSXKD (triệu VND)	299.334	388.835	374.375	469.629
EPS (VND)	4.438	5.611	5.523	6.277
P/E (x)	9,0	7,1	7,2	6,3
P/B (x)	3,3	1,6	1,4	1,2
EV/EBITDA (x)	8,4	5,6	5,0	4,4
Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt/giá	0,0%	4,5%	4,5%	4,5%
ROE (%)	36%	22%	19%	19%
ROA (%)	24%	16%	15%	13%

Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	20,2%	22,2%	21,3%	21,1%
EBITDA/Doanh thu	12,2%	14,3%	15,0%	15,2%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	9,8%	11,6%	11,1%	9,9%
Tăng trưởng doanh thu	123,3%	18,0%	3,3%	26,6%
Tăng trưởng EBITDA	181,7%	38,6%	8,2%	28,0%
Tăng trưởng EPS	-61,4%	26,4%	-1,6%	13,7%
Tỷ suất vốn lưu động	22,2%	34,6%	39,6%	38,3%
Hệ số thanh toán nhanh	223%	251%	297%	287%
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	33%	13%	13%	28%

**Công ty Cổ phần Kinh Đô**  
Mã: KDC

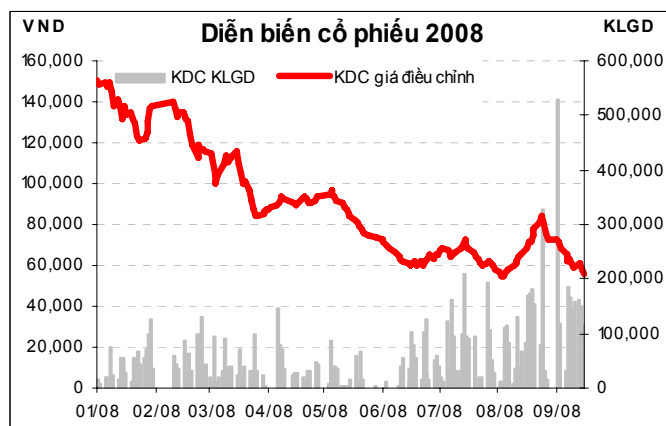
**Ngành: Hàng tiêu dùng**

**Chuyên viên: Ngô Thành Chung**  
[chungnt2@ssi.com.vn](mailto:chungnt2@ssi.com.vn)

- **Giới thiệu chung:** Được thành lập vào năm 1993, Kinh Đô khởi đầu là một doanh nghiệp tư nhân nhỏ sản xuất mặt hàng snack trước khi phát triển thành nhà sản xuất bánh kẹo lớn nhất trên cả nước. Công ty hiện nắm khoảng 30% thị phần, với 200 sản phẩm khác nhau, sở hữu một mạng lưới phân phối rộng khắp và thương hiệu nổi tiếng. Ngoài ra là một thành viên của tập đoàn Kinh Đô cũng mang lại những lợi ích nhất định cho công ty.
  - **Nhận định cơ bản:**
    - **Yếu tố quyết định tăng trưởng:** (1) Vị thế chi phối trên một số mảng thị trường như bánh trung thu (chiếm 60% thị phần), bánh quy giòn (52%) và bánh quy (45%). Dòng sản phẩm bánh tươi có tỷ suất lợi nhuận gộp cao nhất đã được công ty phát triển một cách có chiến lược. Kế hoạch sản xuất 1.800 tấn bánh trung thu (sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận tương đối tốt, khoảng 40%) năm nay hứa hẹn một sự gia tăng lợi nhuận đáng kể trong quý tới. (2) Áp dụng kỹ thuật mới nhất và hệ thống kiểm soát chất lượng nghiêm túc nhằm đẩy cao chất lượng sản phẩm để xuất khẩu sang các thị trường chiến lược như Hoa Kỳ, Nhật Bản, Hàn Quốc.
    - **Lợi thế cạnh tranh:** (1) Thương hiệu lớn và mạng lưới rộng khắp trong lĩnh vực thực phẩm với hơn 200 nhà phân phối, hơn 80.000 cửa hàng bán lẻ, siêu thị và 25 cửa hàng giới thiệu sản phẩm trên cả nước. (2) Việc mua một phần Tribeco, Nutifood và Vinabico nhiều khả năng sẽ giúp Kinh Đô nâng cao khả năng cạnh tranh của mình và mở rộng các dây chuyền sản xuất. (3) Bảng cân đối kế toán khả quan với lượng tiền mặt dồi dào và nợ vay thấp, khoản thặng dư vốn lớn từ lần bán CP ra công chúng lần đầu, một vài khoản đầu tư chứng khoán ngắn hạn và một chiến lược chi đầu tư vào các dự án bất động sản có vị trí tốt. (4) Khả năng sinh lời tương đối bền vững và tỷ suất lợi nhuận biên tốt hơn các đối thủ cạnh tranh.
  - **Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** Kết thúc 6 tháng đầu năm 2008, KDC đã hoàn thành 32,23% kế hoạch doanh thu của năm 2008, tăng trưởng 11% so với cùng kỳ, kém xa chỉ tiêu đặt ra là 30% do sức mua thấp hơn kỳ vọng. Lợi nhuận sau thuế của nửa đầu năm 2008 chỉ đạt 32,2% so với chỉ tiêu của cả năm. Giá cả nguyên vật liệu leo thang (giá nguyên vật liệu chính tăng lên 50%) và sự gia tăng về chi phí bán hàng đã ảnh hưởng tới tỷ suất lợi nhuận biên, khiến lợi nhuận tăng trưởng âm so với cùng kỳ năm ngoái (-6%).
- Triển vọng 2008-2009:** Do một số yếu tố như chi phí nguyên liệu đầu vào tăng giá và sự giảm sút của thị trường chứng khoán, chúng tôi đã điều chỉnh giảm con số ước tính cho LNST của KDC năm 2008 xuống còn 183 tỷ VND từ mức 200 tỷ VND trước đây. Trong ước tính cho năm 2009, chúng tôi giả định tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ tăng từ 22% (2008) lên 24% và tăng trưởng doanh thu sẽ duy trì ở mức 20%.
- **Rủi ro đầu tư:** Đối thủ chính trong nước - BIBICA đã trở thành đối tác của hãng bánh kẹo Lotte - nhà sản xuất bánh kẹo đứng thứ năm của Hàn Quốc. (Lotte hiện nắm giữ 37% quyền sở hữu BIBICA). Liên doanh này có thể sẽ gây khó khăn cho KDC trong việc duy trì thị phần. Hơn nữa, hoạt động của KDC cũng bị ảnh hưởng bởi sự tăng giá của nguyên liệu đầu vào và nền kinh tế còn nhiều bất ổn.

Thông tin cổ phiếu		17/9/2008
Giá hiện tại (VND)		55.500
Biên độ biến động giá 52 tuần gần nhất (VND)		55.000-272.000
SLCP lưu hành		56.112.820
Tổng vốn hóa thị trường (Tỷ VND)		3.114
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)		0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)		39,88%
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất		63.316
Biến động giá		
	-1 tháng	-3 tháng
% thay đổi	-19,0%	-10,5%
So với SSI30	-11,5%	-35,5%

Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Doanh thu (triệu VND)	998.150	1.230.803	1.501.580	1.801.896
Lợi nhuận từ HĐSXKD (Triệu VND.)	131.882	153.585	189.199	230.643
EPS (VND)	5.458	4.598	3.135	3.942
P/E (x)	N/A	N/A	23	18
P/B (x)	N/A	1,39	1,67	1,53
EV/EBITDA (x)	25,45	21,25	51,48	36,41
Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt/giá	1,7%	2,5%	2,5%	2,5%
ROE (%)	29%	9%	7,4%	8,5%
ROA (%)	18%	7%	5,2%	6,1%



Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tỷ suất lợi nhuận HĐSXKD	28%	26,2%	26,0%	27%
EBITDA/Doanh thu	22%	23%	8%	9%
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	17%	18%	12%	13%
Tăng trưởng doanh thu	25%	23%	22%	20%
Tăng trưởng lợi nhuận thuần	117%	31%	-59%	35%
Tăng trưởng EPS	N/A	-16%	-32%	26%
Tỷ suất vốn lưu động	16%	105%	46%	27%
Hệ số thanh toán nhanh	112%	345%	102%	125%
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	30%	11%	10,6%	10,7%

**Công ty Cổ phần Dầu thực vật Tường An**  
Mã: TAC

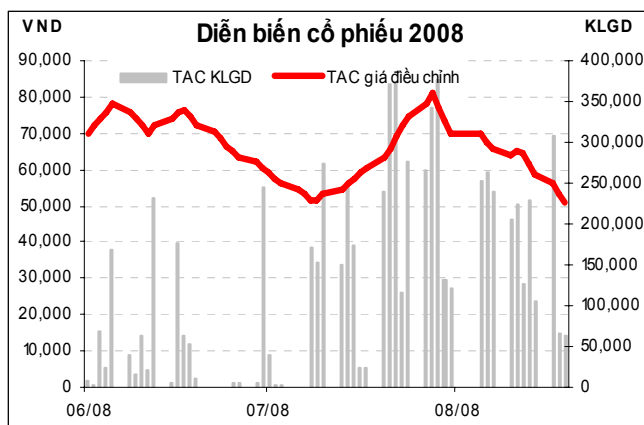
**Ngành: Hàng tiêu dùng**

**Chuyên viên: Ngô Thành Chung**  
[chungnt2@ssi.com.vn](mailto:chungnt2@ssi.com.vn)

- Giới thiệu chung:** Tường An là một trong hai nhà sản xuất dầu ăn thực vật lớn nhất trên thị trường Việt Nam, chiếm 35% thị phần các sản phẩm đa dạng bao gồm dầu xào nấu, dầu thực vật, dầu Shortening và dầu dinh dưỡng.
- Nhận định cơ bản**
  - Yếu tố quyết định tăng trưởng:** Nhóm sản phẩm dầu xào nấu vẫn là nhóm đóng góp lợi nhuận chủ yếu (90%) gồm có dầu đặc (shortening), dầu phộng và dầu dinh dưỡng. Hầu hết nguyên vật liệu được nhập khẩu (90%) chiếm tới 86%-88% giá vốn, do vậy mà sự giảm giá nguyên liệu đã tạo ra lợi nhuận cho Tường An. Từ nửa sau năm 2008, việc khởi công xây dựng nhà máy mới ở Bà Rịa- Vũng Tàu với công suất 600 tấn /1 ngày không chỉ tăng lên 4 lần công suất cung cấp mà còn tiết kiệm được chi phí vận chuyển cho TAC do vị trí gần Cảng và Công ty cũng đã xây dựng một đường ống dẫn từ kho của TAC trực tiếp tới cảng để cho vận chuyển các nguyên liệu chưa được chuyển về.
  - Lợi thế cạnh tranh:** (1) Thương hiệu uy tín, mạng lưới phân phối rộng khắp ở phía Nam. (2) Chi phí giá vốn thấp so với các đối thủ cạnh tranh nhờ thời tiết ẩm áp phía Nam do đó mà tiết kiệm chi phí cho TAC từ việc giữ cho dầu ăn chống lại sự đông đặc. (3) Kinh nghiệm dày dặn trong việc sản xuất dầu. (4) Không có khoản vay ngắn hạn và chỉ có 90 tỷ VND vay dài hạn còn tồn tại để xây dựng nhà máy mới. Tình hình tài chính của TAC được coi là khá tốt.
- Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** Doanh thu và lợi nhuận sau thuế của 6 tháng đầu năm 2008 đã đạt tương ứng 59% và 73% chỉ tiêu của năm 2008. Khoản lỗ 22 tỷ VND trong quý 2 năm 2008 do biến động tỷ giá không thuận lợi sẽ lập lại trong nửa cuối năm. Chi phí bán hàng cũng tăng đáng kể do kết quả của nhiều khuyến mại. TAC sẽ vẫn giữ được vị thế là nhà cung cấp hàng đầu trên thị trường Miền Nam.
- Triển Vọng 2008-2009:** Thị phần của TAC đã bị thu hẹp trong các năm qua do hạn chế về máy móc thiết bị, vì thế chúng tôi tin rằng TAC sẽ dần dần lấy lại được những lợi thế đã mất trong năm tới khi mà nhà máy mới của TAC đã bắt đầu đi vào hoạt động. Theo đó, chúng tôi ước tính doanh thu năm 2009 tăng ở mức 20%, tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ tăng từ 9% năm 2008 lên 10% năm 2009 nhờ vào việc tiết kiệm chi phí.
- Rủi Ro đầu tư:** Giá của dầu thực vật thô và dầu đậu nành- nguyên liệu đầu vào chính của TAC, biến động theo thị trường thế giới. Hơn nữa, TAC dễ đối mặt với rủi ro tỷ giá. Ngoài ra, TAC cũng là một trong các công ty niêm yết còn vướng mắc trong vấn đề quản trị doanh nghiệp.

Thông tin cổ phiếu	17/9/2008
Giá hiện tại (VND)	51.000
Biên độ biến động giá 52 tuần gần nhất (VND)	51.000-186.000
SLCP lưu hành	18.980.200
Tổng vốn hóa thị trường (Tỷ VND)	968
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	51%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	23,69%
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất	75.350

Biến động giá	-1 tháng
% thay đổi	-19.7%
So với SSI30	-12.3%



Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Doanh thu (triệu VND)	1.515.469	2.554.228	2.809.651	3.371.581
Lợi nhuận từ HĐSXKD (Triệu VND)	28.868	102.791	112.386	168.579
EPS (VND)	2.407	6.623	5.856	8.860
P/E (x)	21,2	7,7	8,7	5,8
P/B (x)	2,7	2,9	29	2,1
EV/EBITDA (x)	11,8	4,7	4,3	2,7
Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt/giá	12%	12%	12%	12%
ROE (%)	17%	35%	33%	37%
ROA (%)	5%	16%	14%	16%

Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tỷ suất lợi nhuận HDSXKD	9%	8%	9%	10%
EBITDA/Doanh thu	4%	5%	5%	6%
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	3%	5%	4%	5%
Tăng trưởng doanh thu	28%	69%	10%	20%
Tăng trưởng lợi nhuận thuần	11%	129%	8%	47%
Tăng trưởng EPS	14%	175%	-12%	12%
Tỷ suất vốn lưu động	1%	9%	13%	14%
Hệ số thanh toán nhanh	57%	119%	136%	138%
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	12%	29%	27%	16%



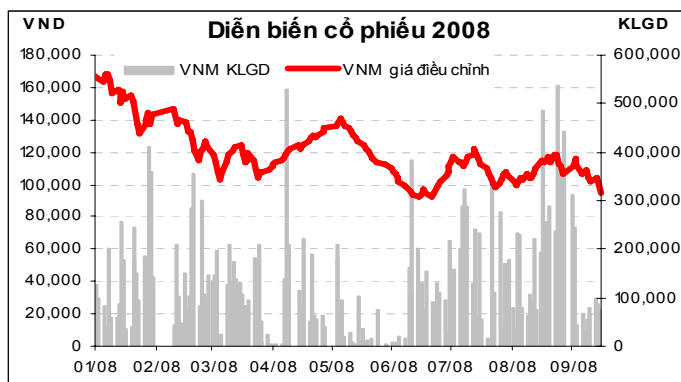
**Công ty cổ phần sữa Việt Nam**  
Mã: VNM

**Ngành: Hàng Tiêu Dùng**

**Chuyên viên: Ngô Thành Chung**  
[chungnt2@ssi.com.vn](mailto:chungnt2@ssi.com.vn)

- **Giới thiệu chung:** VNM là công ty sản xuất sữa hàng đầu của Việt Nam với hơn 60% thị phần. Hiện tại công ty đang mở rộng sang các lĩnh vực kinh doanh cà phê và bia.
  - **Nhận định cơ bản:**
    - **Yếu tố quyết định tăng trưởng:** (1) Danh mục sản phẩm đa dạng với hơn 250 chủng loại trong đó sữa đặc, sữa tươi, sữa chua đem lại nguồn lợi nhuận chủ yếu. (2) Khả năng kiểm soát giá bán, nhờ có vị thế chi phối trong một số phân khúc thị trường quan trọng như sữa chua và sữa đặc. (3) Tiên phong trong áp dụng các chiến dịch quảng cáo chuyên nghiệp, hứa hẹn một sự bứt phá về doanh thu sắp tới. (4) Ít chịu ảnh hưởng của xu hướng giá nguyên vật liệu leo thang từ giữa năm 2007 nhờ việc dự trữ đủ lượng hàng tồn kho trong khi được hưởng lợi từ xu hướng tăng giá sản phẩm đầu ra – lợi thế này dự kiến sẽ đem lại cho công ty một khoản lợi nhuận lớn trong năm nay.
    - **Lợi thế cạnh tranh:** (1) Thương hiệu số 1 trong ngành thực phẩm, mạng lưới phân phối rộng khắp với hơn 250 nhà phân phối, hơn 110.000 cửa hàng bán lẻ và 16 phòng trưng bày sản phẩm trên khắp 64 tỉnh thành. (2) Bảng cân đối kế toán tốt với lượng tiền mặt dồi dào và nợ vay ít; khoản đầu tư chứng khoán ngắn hạn không nhiều và đã được trích lập dự phòng đầy đủ. Khả năng duy trì lợi nhuận trong dài hạn và tỷ suất lợi nhuận tốt hơn các đối thủ cạnh tranh. (3) VNM đã lên kế hoạch niêm yết 5% vốn điều lệ hiện thời tại sàn giao dịch chứng khoán Singapore (SGX) trong nửa cuối năm 2008 nhằm mục đích quảng bá thương hiệu và huy động vốn từ thị trường quốc tế. (4) Đội ngũ điều hành có năng lực: VNM được điều hành bởi một ban giám đốc dày dặn kinh nghiệm trong ngành sữa cũng như trong lĩnh vực quảng cáo chuyên nghiệp.
  - **Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** kết thúc cuối 6 tháng đầu năm, công ty đã hoàn thành 48,3% và 60,8% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế của năm 2008. Sữa tươi, sữa bột, sữa đặc tiếp tục là nguồn doanh thu chủ yếu của VNM, đóng góp khoảng 90% trên tổng doanh thu. Xuất khẩu trong nửa đầu năm đã đạt mức 50% kế hoạch xuất khẩu cho cả năm. VNM cũng đã trích lập 70 tỷ VND dự phòng giảm giá cho các khoản đầu tư chứng khoán dựa trên mức giá thị trường tại thời điểm trích lập cuối quý 2 năm 2008.
- Triển vọng 2008-2009:** Chúng tôi cho rằng khối lượng hàng bán sẽ giảm nhẹ trong năm 2009 do sức mua nhiều khả năng sẽ chậm lại, khiến mức tăng trưởng doanh thu giảm nhẹ xuống 24% so với mức 25% của năm 2008. Ngoài ra, VNM nhiều khả năng sẽ phải nhập nguyên liệu đầu vào tại mức giá cao hơn trong năm 2009, làm ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận gộp. Chúng tôi dự đoán rằng năm 2009 tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ giảm xuống 26% từ mức 29% trong năm 2008.
- **Rủi ro đầu tư:** Biến động giá nguyên liệu nhập khẩu, thuế nhập khẩu và tỷ giá đã gây ảnh hưởng tới hoạt động của VNM. Công ty cũng đang đối mặt với sự cạnh tranh ngày càng lớn từ các nhà sản xuất sữa quốc tế. Ngoài ra, hiệu quả hoạt động trong lĩnh vực bia từ liên doanh giữa SABMiller – VNM vẫn chưa tốt như kỳ vọng (lỗ tới 55 tỷ VND trong nửa đầu năm 2008). Với tình hình kinh tế hiện tại, liên doanh này khó có thể sinh lời, và công ty đã nghĩ đến khả năng bán lại liên doanh này.

Thông tin cổ phiếu		17/9/2008
Giá hiện tại (VND)		95.000
Biên độ biến động giá 52 tuần gần nhất (VND)		90.000-198.000
SLCP lưu hành		175.275.670
Tổng vốn hóa thị trường (Tỷ VND)		16.651
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)		47,60%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)		45,10%
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất		124.420
Biến động giá		
	-1 tháng	-3 tháng
% thay đổi	-17,4%	3,5%
So với SSI30	-9,8%	-25,4%



Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Doanh thu (triệu VND)	6.245.619	6.648.193	8.310.241	9.307.470
Lợi nhuận thuần (Triệu VND)	659.890	963.398	1.293.572	1.392.770
EPS (VND)	4.150	5.496	7.029	7.492
P/E (x)	23	17	13,5	12,7
P/B (x)	5,63	3,94	2,96	2,64
EV/EBITDA (x)	21,67	15,26	8,12	9,65
Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt/giá	1,263%	3,053%	3,053%	2,105%
ROE (%)	24%	22%	21%	20%

Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	25%	27%	33%	30%
EBITDA/Doanh thu	12%	16%	22%	21%
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	11%	14%	16%	15%
Tăng trưởng doanh thu	11%	6%	25%	12%
Tăng trưởng EBITDA	11%	42%	69%	6%
Tăng trưởng EPS	9%	32%	28%	7%
Tỷ suất vốn lưu động	20%	34%	52%	59%
Hệ số thanh toán nhanh	129%	153%	142%	135%



**CTCP Dịch vụ Tổng hợp Dầu khí**  
Mã: PET

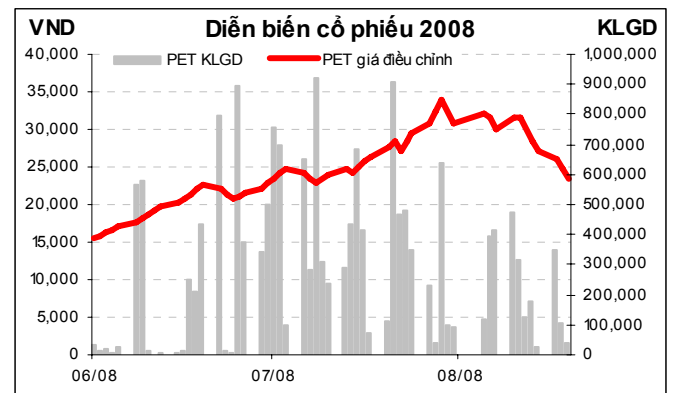
**Ngành: Dịch vụ tiêu dùng**

**Chuyên viên : Hoàng Việt Phương**  
[phuonghv@ssi.com.vn](mailto:phuonghv@ssi.com.vn)

- **Giới thiệu chung:** Được thành lập năm 1996 và cổ phần hóa năm 2006, PET là một công ty con thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (với 51% sở hữu), gồm 3 chi nhánh ở Quảng Ngãi, Hà Nội và Vũng Tàu). PET tiên thân là công ty cung cấp các dịch vụ đời sống, vận tải và các dịch vụ khác cho các dự án dầu khí với thị phần đạt gần 100%. Tuy nhiên, hiện tại lĩnh vực phân phối (phân phối phân bón, điện thoại di động và các sản phẩm công nghệ thông tin (CNTT) đã trở thành mảng kinh doanh đóng góp chính vào doanh thu và lợi nhuận của công ty (tương ứng là 90% và 80%). Bên cạnh đó, PET cũng hoạt động trong lĩnh vực sản xuất vỏ bình gas (với công suất 300.000 bình/ca/năm), sản xuất cồn sinh học và bất động sản.
  - **Nhận định cơ bản:**
    - **Yếu tố quyết định tăng trưởng:** (1) Là một công ty con của Tập đoàn Dầu khí, PET có nguồn thu nhập ổn định từ việc cung cấp dịch vụ cho các dự án dầu khí (ước tính hoạt động này sẽ đóng góp 5% doanh thu và 15% lợi nhuận năm 2008). Hợp đồng mới ký kết về cung cấp dịch vụ cho dự án lọc dầu Dung Quất Số 1 bắt đầu vào nửa cuối năm 2008 sẽ mang lại khoảng 100 tỷ đồng doanh thu hàng năm cho PET. (2) PET đã xây dựng được 1 hệ thống mạng phân phối phân bón và nông sản ở miền Nam và cao nguyên Nam Trung Bộ (đóng góp 30% doanh thu và gần 15% lợi nhuận năm 2008). (3) Ban lãnh đạo công ty cũng kỳ vọng 1 lượng lớn doanh thu từ phân phối điện thoại Nokia (khoảng 70% doanh thu và lợi nhuận của năm 2008) và từ năm 2009 sẽ có thêm lợi nhuận đáng kể hơn từ hoạt động phân phối các sản phẩm Acer và Dell (bắt đầu từ Q3-2008).
    - **Lợi thế cạnh tranh:** Nhờ 1 hệ thống phân phối nông sản thiết lập từ khá lâu, trong năm 2008, PET đã được hưởng lợi từ sự tăng giá phân bón trong năm. Với mục tiêu nâng cao sản lượng phân phối điện thoại và các sản phẩm CNTT và tăng thị phần bằng các hình thức chiết khấu hấp dẫn cho các đại lý bán lẻ, PET dự kiến sẽ đạt được mức tăng trưởng lớn vào năm 2008 (70% tăng trưởng doanh thu và 108% tăng trưởng lợi nhuận). Với kết quả này, P/E năm 2008 sẽ là 12 lần (với giả thiết PET sẽ phát hành thêm 6 triệu cổ phiếu vào cuối năm nay). Về dài hạn, nhu cầu trong nước cao đối với điện thoại và các sản phẩm CNTT sẽ là động lực tăng trưởng cho PET.
  - **Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** Chỉ trong nửa đầu năm, PET đã đạt được 68,5% và 82,9% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận. Kết quả kinh doanh quý 2 thấp hơn quý 1 do các chi phí đều tăng dưới ảnh hưởng của lạm phát, lãi suất cao, trong khi PET có 1 lượng lớn các khoản vay ngắn hạn (chi phí lãi vay riêng trong quý 2 2008 là 27 tỷ đồng); thêm vào đó là ảnh hưởng bất lợi từ biến động tỷ giá do PET nhập 1 lượng điện thoại Nokia lớn vào cuối quý 2 (PET lỗ 8,1 tỷ đồng từ tỷ giá trong quý 2 năm 2008).
- Triển vọng 2008-2009:** Năm 2008, PET có khả năng vượt xa kế hoạch 77 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế nhờ sự tăng trưởng của hoạt động phân phối điện thoại di động (công ty đã bán được 2 triệu điện thoại trong 8 tháng), và hoạt động phân phối phân bón. Năm 2009, dự kiến hoạt động phân phối sản phẩm Acer và Dell sẽ đóng góp một phần đáng kể hơn vào lợi nhuận của năm. Theo ước tính của chúng tôi, PET sẽ đạt được mức tăng trưởng doanh thu là 70% và 20% trong năm 2008 và 2009 và tăng trưởng lợi nhuận tương ứng ở mức 108% và 3% (PET sẽ chịu thuế thu nhập doanh nghiệp 14% trong năm 2009, trong khi được hưởng ưu đãi 0% năm 2008). PET đang cần 1 lượng vốn lớn để (1) tài trợ vốn lưu động cho mảng phân phối điện thoại và sản phẩm CNTT, (2) dự án cồn sinh học (1.530 tỷ) sẽ đi vào hoạt động năm 2011, (3) các dự án bất động sản. Cuối năm 2008, PET dự định sẽ phát hành thêm 6 triệu cổ phiếu.
- **Rủi ro đầu tư:** (1) Cạnh tranh cao trong mảng phân phối sẽ làm giảm tỷ suất lợi nhuận (TSLN sau thuế của mảng này là 1,8% trong khi TSLN sau thuế của toàn công ty là 2,1% năm 2007), (2) Nhu cầu về điện thoại di động và các sản phẩm CNTT trong nửa cuối năm 2008 và đầu năm 2009 sẽ thấp hơn trong bối cảnh nền kinh tế khó khăn. (3) Lãi suất vay nợ cao trong khi PET đang cần huy động vốn cho các dự án kinh doanh. (4) Rủi ro tỷ giá. PET cần 1 lượng lớn ngoại tệ thường xuyên để nhập điện thoại và các sản phẩm CNTT (trung bình 12-13 triệu USD/ tháng), (5) PET đang huy động vốn lớn cho dự án cồn sinh học - hiệu quả của dự án này đòi hỏi được đánh giá thận trọng.

Thông tin cổ phiếu	17/09/2008
Giá hiện tại (VND)	30.700
Biên độ biến động giá 52 tuần gần nhất (VND)	12.800-104.000
SLCP lưu hành	48.568.390
Tổng vốn hoá thị trường (Tỷ VND)	1.141
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	51%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	9.75%
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất	178.519
Biến động giá	1 tháng
% thay đổi	-15,2%
So với SSI30	-7,4%

Chỉ số cơ bản	2007A	2008E	2009E
Doanh thu (Triệu VND)	2.695.337	4.582.074	5.498.488
Lợi nhuận sau thuế (Triệu VND)	52.128	108.293	111.758
EPS (VND)	1.080.2	1.966.6	2.029.6
P/E (x)	22	12	12
P/B (x)	2,13	1,92	1,79
EV/EBITDA (x)	19,10	7,98	7,89
Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt/ giá (%)	2,553%	4,856%	4,856%
ROE (%)	10%	16%	15%
ROA (%)	4%	6%	4%



Chỉ số cơ bản	2007A	2008E	2009E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	7%	9%	9%
EBITDA/ Doanh thu	3%	5%	6%
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	2%	2%	2%
Tăng trưởng doanh thu	264%	70%	20%
Tăng trưởng EBITDA	762%	194%	31%
Tăng trưởng EPS	364%	82%	3%
Tỷ suất vốn lưu động	11%	6%	1%
Hệ số thanh toán nhanh	63%	40%	33%
Hệ số Nợ/ Vốn chủ sở hữu	88%	127%	195%

**Ngân hàng thương mại cổ phần Á Châu**  
Mã: ACB

**Ngành: Tài chính**

**Chuyên viên: Nguyễn Đức Hùng Linh**  
[linhndh@ssi.com.vn](mailto:linhndh@ssi.com.vn)

● **Giới thiệu chung:** Thành lập năm 1993, ACB hiện nay là ngân hàng thương mại lớn thứ 5 tại Việt Nam xét về phương diện tổng tài sản. Trong những năm gần đây, ACB có tốc độ tăng trưởng khá ấn tượng. Năm 2007, tốc độ tăng trưởng tổng tài sản đạt con số kỷ lục 85% nhờ vào tốc độ tăng trưởng tín dụng 92% so với 2007. Tốc độ tăng trưởng tổng tài sản bình quân trong 4 năm vừa qua là 61%. Trong năm 2007, thị phần cho vay và huy động của ngân hàng lần lượt chiếm 3.4% và 4.9%. Trong nhiều năm trở lại đây ACB là ngân hàng có hệ số ROE (tổng thu nhập trên vốn cổ phần) cao nhất toàn ngành. Bên cạnh mảng kinh doanh chính, ACB đã mở rộng sang các lĩnh vực chứng khoán, quản lý tài sản và cho thuê tài chính.

● **Nhận định cơ bản:**

- **Yếu tố quyết định tăng trưởng:** đa dạng hóa hoạt động kinh doanh là một lợi thế lớn của ACB. Năm 2007, hơn 1 nửa doanh thu kinh doanh của ACB đến từ các mảng ngoài lãi gồm đầu tư chứng khoán, phí dịch vụ, kinh doanh sản phẩm và kinh doanh ngoại hối. Năm 2008, do thị trường chứng khoán tụt dốc nên khoản thu nhập từ đầu tư chứng khoán sẽ bị giảm đáng kể. Tuy nhiên, sản phẩm của ACB là một nguồn thu lớn khi mà nhà đầu tư dời bỏ thị trường chứng khoán, bắt đầu sản phẩm để lựa chọn vàng như một kênh đầu tư an toàn trong bối cảnh lạm phát tăng cao và lo ngại về một cuộc khủng hoảng kinh tế. Sản phẩm giúp cho ACB có thể kết hợp phát triển nhiều dịch vụ liên quan như dịch vụ cho vay và dịch vụ quyền chọn hay sản phẩm phái sinh.
- **Lợi thế cạnh tranh:** chính sách cho vay cẩn trọng và hệ thống kiểm soát rủi ro hiệu quả giúp cho ACB có thể duy trì được tốc độ tăng trưởng ổn định. Là một ngân hàng có tên tuổi, sở hữu một mạng lưới chi nhánh rộng khắp cả nước với một vị thế rất mạnh tại Hồ Chí Minh, trung tâm kinh tế của Việt Nam, tất cả tạo nên sự khác biệt giữa ACB với các đối thủ cạnh tranh khác.

● **Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** Tỷ lệ tăng trưởng dư nợ và tổng tài sản giảm mạnh từ 28% và 16% trong Q1 xuống còn chỉ 4% trong Q2/2008 do ảnh hưởng của chính sách thắt chặt tiền tệ. Tổng huy động tiền gửi trong Q2 gần như không thay đổi so với quý 1. Tuy nhiên, ACB vẫn duy trì được lợi nhuận tốt trong Q2 với lợi nhuận trước thuế trong nửa đầu 2008 là 1.040 tỷ đồng. Nguồn thu nhập chính của ACB trong Q2 đã lại quay về với thu nhập từ lãi vay và thu phí dịch vụ với tỷ lệ 62% và 17% tổng doanh thu của ACB. Theo như thông tin từ ACB, nợ quá hạn trong Q2 chỉ chiếm 0.4% tổng dư nợ và nợ khó đòi chỉ chiếm 0.1% tổng dư nợ. Lo ngại về những khoản cho vay bất động sản của ACB là không đáng kể bởi vì hầu hết các khoản cho vay bất động sản của ACB là cho các cá nhân vay để mua và sửa nhà. Các khoản cho vay dự án BĐS của ACB là rất ít. Trong nửa đầu 2008, ACB đã chú trọng việc phát triển sản phẩm mới để thu hút tiền gửi tiết kiệm trong dân nhằm duy trì tốc độ tăng trưởng.

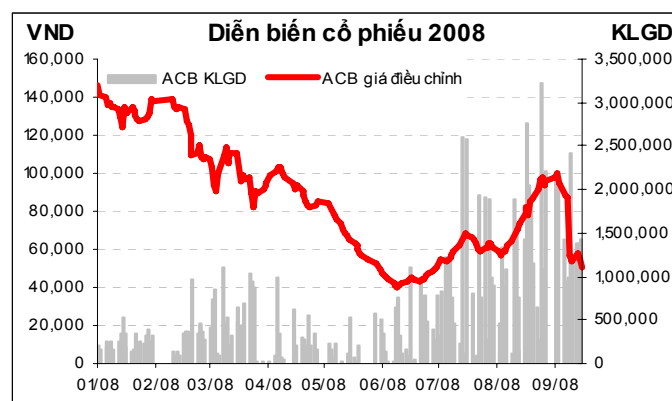
**Triển vọng 2008-2009:** Kiểm soát lạm phát là ưu tiên hàng đầu trong năm 2008 này, vì thế trong nửa sau 2008, chi phí lãi vay tăng cao là khó khăn rõ ràng của các ngân hàng và chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất huy động ngày càng bị thu hẹp sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận của ngân hàng. Nợ khó đòi có thể sẽ tăng lên bởi vì các doanh nghiệp sẽ gặp nhiều khó khăn. Trong trường hợp khả quan nhất, chúng tôi ước đoán lợi nhuận 2008 của ACB có thể sẽ tăng nhẹ so với năm 2007 cho dù tăng trưởng tổng tài sản có thể chỉ đạt được 30%. Trong 2009, với hy vọng lạm phát sẽ được kiểm soát tốt hơn và tăng trưởng GDP được cải thiện lên 7 đến 8%, thì kết quả của ACB trong 2009 sẽ cải thiện.

● **Rủi ro đầu tư:** Bất kỳ một thông tin xấu nào đối với nền kinh tế cũng sẽ có ảnh hưởng bất lợi đến ACB, nhưng là một ngân hàng được kiểm soát tốt chúng tôi tin rằng ảnh hưởng này đối với ACB sẽ là thấp nhất so với các ngân hàng khác. Mặc dù tỷ lệ nợ xấu (NPL) trong nửa đầu năm 2008 chỉ là 0.1% (theo nguồn ACB), trong nửa cuối 2008 con số này có thể tăng lên bởi vì hầu hết các khoản nợ liên quan đến bất động sản đều đã đến hạn và các doanh nghiệp sẽ gặp nhiều khó khăn.

Thông tin cổ phiếu	17/09/2008
Giá hiện tại (VND)	50.100
Biên độ biến động giá 30 tuần gần nhất (VND)	40.000-190.000
SLCP lưu hành	263.005.996
Tổng vốn hóa thị trường (Tỷ VND)	13.177
Sở hữu Nhà nước (%)	0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	30%
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất	674.558

Biến động giá	-1 tháng	-3 tháng	-6 tháng
Phần trăm thay đổi	-36,2%	17,2%	-47,5%
So với SSI30	-30,3%	-15,5%	-35,8%

Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Doanh thu thuần (triệu đồng)	1.283.980	3.020.822	3.427.536	4.516.772
LNST (triệu đồng)	505.428	1.760.008	1.867.222	2.145.630
EPS (đồng)	4.595	6.692	2.938	2.435
P/E (x)	n/a	13,2	12,4	10,8
P/E pha loãng	n/a	n/a	17,5	15,2
PB	3,33	2,11	1,52	1,16
ROE (%)	30,6%	28,1%	21,5%	18,9%
ROA (%)	1,1%	2,0%	1,7%	1,3%



Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tỷ lệ Tài sản / Vốn chủ sở hữu	27	14	13	14
Tỷ lệ Vốn chủ sở hữu / Cho vay khách hàng	9,7%	19,7%	19,0%	18,1%
Cho vay khách hàng / Tiền gửi khách hàng	50,6%	57,5%	52,7%	0,0%
Tỷ lệ nợ xấu	0,2%	0,1%	0,2%	0,2%
Lợi nhuận lãi biên	2,1%	1,8%	2,3%	2,3%
Tăng trưởng doanh thu	87,4%	135,3%	13,5%	31,8%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	68,9%	248,2%	6,1%	14,9%
Tăng trưởng EPS	45,6%	45,6%	-56,1%	-17,1%

**Tổng Công ty cổ phần bảo hiểm đầu khí Việt Nam**  
Mã: PVI

**Ngành: Tài chính**

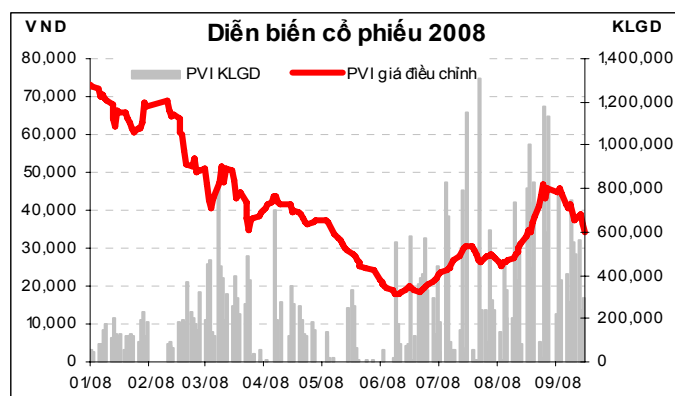
**Chuyên viên: Ngô Thành Chung**  
[chungnt2@ssi.com.vn](mailto:chungnt2@ssi.com.vn)

- **Giới thiệu chung:** Được thành lập năm 1996 và cổ phần hóa năm 2007, PVI xếp ở vị trí thứ hai sau Bảo Việt về lĩnh vực vốn điều lệ. PVI chỉ xếp sau Bảo Việt về tổng phí bảo hiểm phi nhân thọ. PVI có 3 công ty con, 22 văn phòng đại diện, và trở thành một trong ba công ty bảo hiểm hàng đầu của Việt Nam với mạng lưới rộng khắp và kinh nghiệm nhất.
  - **Nhận định cơ bản:**
    - **Yếu tố tăng trưởng:** Kinh doanh bảo hiểm đang đi đúng hướng. PVI dẫn đầu thị trường bảo hiểm về bảo hiểm năng lượng (95% thị phần) bảo hiểm hàng hải bao gồm bảo hiểm hàng hóa; thân tàu và bảo hiểm trách nhiệm dân sự chủ tàu (40% thị phần), bảo hiểm tài sản và trách nhiệm tài sản (95% thị phần). Mặc dù bảo hiểm xe cơ giới là một thị trường mới đối với PVI, nhưng công ty cũng đã thu được một con số ấn tượng 12,1% thị phần trong ngắn hạn.
    - **Lợi thế cạnh tranh:** (1) Thương hiệu nổi tiếng trên thị trường bảo hiểm năng lượng trong nước và quốc tế, mạng lưới rộng khắp với 3 công ty con, 22 văn phòng đại diện trên khắp 64 tỉnh thành. PVI là tổng công ty duy nhất ở Việt Nam đã ký kết được các hợp đồng thỏa thuận với nhiều hãng tái bảo hiểm hàng đầu ở Anh Quốc và trên toàn thế giới. (2) Là một thành viên của Tập đoàn tài chính đầu khí Quốc gia Việt Nam (Petro Việt Nam), PVI đang nhận được hầu hết các hợp đồng từ Petro Việt Nam và các thành viên khác của Petro Việt Nam. (3) Nằm trong số các nhà bảo hiểm có tỷ lệ bồi thường thiệt hại thấp nhất khoảng 30%.
  - **Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** Tổng doanh thu của PVI thu được 1.400 tỷ VND và đạt 58% chỉ tiêu của năm. Tuy, lợi nhuận sau thuế là 105 tỷ, chiếm 26,8% chỉ tiêu. Do những khó khăn của nền kinh tế, danh mục đầu tư khoảng 2.500 tỷ VND hầu như không đem lại cho PVI những khoản lợi nhuận đáng kể như đã lên kế hoạch. Với hơn 50% trong danh mục đầu tư về thu nhập cố định, khoản thu nhập tài chính chủ yếu thu từ lãi suất. PVI cũng đã lập một khoản dự phòng khoảng 100 tỷ đồng cho khoản lỗ đầu tư có phiếu.
- Triển vọng 2008-2009:** PVI đã hạ chỉ tiêu lợi nhuận cho năm 2008 từ 400 tỷ xuống còn 300 tỷ, tuy nhiên chúng tôi cho rằng vẫn là rất khó cho PVI để đạt được mức lợi nhuận này. Chúng tôi dự tính lợi nhuận từ danh mục đầu tư của PVI xuống còn 95 tỷ cho năm 2008 và 105 tỷ VND năm 2009, do các khoản lỗ dự phòng từ đầu tư chứng khoán. Chúng tôi cũng đã giảm tỷ lệ tăng của tổng phí bảo hiểm từ 18,68% năm 2008 xuống còn 17,5% năm 2009 do nền kinh tế đang tăng trưởng chậm lại.
- **Rủi ro đầu tư:** (1) Từ năm 2008, thị trường bảo hiểm phi nhân thọ sẽ hoàn toàn được mở cửa cho các công ty bảo hiểm quốc tế. Do vậy, các công ty bảo hiểm quốc tế sẽ có thể được tham gia vào thị trường bảo hiểm phi nhân thọ bắt buộc, điều này sẽ ảnh hưởng tới hoạt động kinh doanh của PVI. (2) PVI đồng ý trả cho Petro Việt Nam khoảng 2000 tỷ VND từ cuộc bán đấu giá lần đầu ra công chúng, mà giá trị của khoản tiền này gần bằng một nửa tổng tài sản của PVI sẽ hoàn toàn ảnh hưởng tới kế hoạch chi tiêu đầu tư của PVI trong tương lai.

Thông tin cổ phiếu	17/9/2008
Giá hiện tại (VND)	34.100
Biên độ biến động giá 52 tuần gần nhất (VND)	19.000-116.000
SLCP lưu hành	102.600.000
Tổng vốn hóa thị trường (Tỷ VND)	3.499
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	60,03%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	13,57%
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất	273.086

Biến động giá	-1 tháng	-3 tháng	-6 tháng
% thay đổi	2,1%	86,1%	-21,1%
So với SSI30	11,5%	34,1%	-3,6%

Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tổng phí bảo hiểm gộp	1.213.494	1.777.670	2.000.000	2.350.000
Tổng phí bảo hiểm thuần	306.759	637.542	638.107	874.046
Lợi nhuận đầu tư	53.789	197.556	95.354	105.937
Quỹ Dự phòng	345.870	460.000	630.000	689.827
Lợi nhuận ròng	44.039	249.782	252.035	274.302
Vốn điều lệ	447.286	890.000	1.600.000	2.000.000
Lợi nhuận bảo hiểm ròng biên	0,5%	2,8%	3,5%	7,2%
Lợi nhuận đầu tư biên	7,1%	6,7%	3,5%	3,0%
Lợi nhuận ròng biên	3,6%	14,1%	12,6%	11,8%



Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tăng trưởng tổng doanh thu bảo hiểm	63,54%	38,87%	18,68%	17,5%
Tăng trưởng doanh thu bảo hiểm thuần	64,48%	63,96%	26,87%	36,97%
Tăng trưởng doanh thu từ đầu tư	125,77%	267,28%	-51,7%	11,1%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	52,43%	467,18%	0,79%	8,83%
ROE	6,13%	14,24%	10,22%	9,5%
EPS	984	2806	1575	1372
Tăng trưởng EPS	N/A	185%	-43%	-12%
P/E	N/A	12,1	13,9	14,2
P/B	2,1	1,7	2,2	2,4

**CTCP Đầu tư phát triển đô thị & KCN Sông Đà**  
Mã: SJS

**Ngành: Tài chính**

**Chuyên viên : Vũ Đình Độ**  
[dovd@ssi.com.vn](mailto:dovd@ssi.com.vn)

● **Giới thiệu chung:** Sudico được thành lập năm 2005 với vốn điều lệ 40 tỷ đồng, do cổ phần hóa một đơn vị của tập đoàn Sông Đà. Chỉ sau hơn 4 năm, công ty đã vươn lên một trong các vị trí hàng đầu của ngành quản lý và phát triển BĐS Việt Nam, với một quỹ đất lớn. Dự án đầu tiên mang lại lợi nhuận lớn và danh tiếng cho công ty là dự án Mỹ Đình-Mễ Trì (40 ha). Cổ phiếu của Sudico được niêm yết trên HOSE từ 6/7/2006. VDL công ty lúc đó là 50 tỷ, nay đã tăng lên 400 tỷ đồng sau đợt phát hành thêm năm 2007.

● **Nhận định cơ bản**

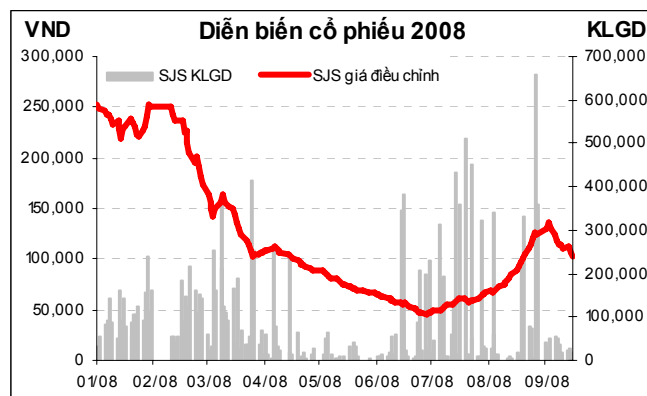
- **Yếu tố quyết định tăng trưởng:** Nam An Khánh là một dự án trọng điểm của Sudico và được kỳ vọng sẽ đóng góp nguồn lợi nhuận chính cho công ty trong 3 năm tới. Dự án này sẽ được phát triển từng phần trong giai đoạn 2007-2011 và doanh thu từ Nam An Khánh bắt đầu được ghi nhận từ cuối năm 2007 và dự tính sẽ tăng mạnh trong 2008-2012. Sudico hiện còn một dự án lớn khác tại Tiên Xuân, Hòa Bình (1400 ha), đảm bảo cho công ty tiềm năng tăng trưởng lâu dài. Ngoài ra, công ty có kế hoạch tăng cường hoạt động đầu tư tài chính dài hạn, với tổng giá trị đầu tư hiện lên tới 318 tỷ đồng tại cuối Q2/08 (xấp xỉ 20% tổng tài sản). Hơn 90% các khoản đầu tư này là vào các công ty liên kết tại mệnh giá, vì thế chúng tôi coi danh mục đầu tư này tương đối ít rủi ro. Tuy nhiên doanh thu tài chính không được kỳ vọng nhiều trong ngắn hạn, với tình trạng sụt giảm của TTCK gần đây.
- **Lợi thế cạnh tranh:** Bên cạnh việc sở hữu một quỹ đất lớn tại các vị trí tốt của Hà Nội, Sudico còn rất kinh nghiệm trong việc quản lý và phát triển dự án, giúp giảm thiểu thời gian xây dựng và nâng cao hiệu quả vận hành. Thêm vào đó, công ty có mối quan hệ rất tốt với chính quyền của Hà Nội và Hòa Bình, mở ra cơ hội được nhận các dự án lớn và quan trọng của hai thành phố này.

● **Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** Kết quả nửa đầu năm tương đối thấp so với kỳ vọng của chúng tôi. Doanh thu và lợi nhuận lần lượt đạt 166 tỷ và 59 tỷ đồng, tương ứng với 13% và 12% kế hoạch cả năm. So với cùng kỳ năm ngoái, doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng âm tại mức -39% và -41%, chủ yếu do tình trạng đóng băng thị trường BĐS dân dụng.

**Triển vọng 2008-2009:** Chúng tôi kỳ vọng Sudico sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận cao sau khi đã ký hợp đồng bán 5,3 ha (đất dân dụng) cho Sotraco (CTCP thương mại và vận tải Sông Đà) đồng thời đang thương lượng để bán thêm 20ha (đất thương mại) của dự án Nam An Khánh. Ngoài ra, để bù đắp cho những khó khăn hiện thời trong lĩnh vực chính là BĐS, công ty có thể sử dụng phương án bán một phần chứng khoán đầu tư trong danh mục. Do vậy, chúng tôi dự tính công ty sẽ đạt được mức lợi nhuận cao trong năm nay và năm tới.

● **Rủi ro đầu tư:** Thị trường BĐS dân dụng đang trong giai đoạn sa sút dưới tác động của việc VLXD tăng giá, vốn tín dụng ngân hàng bị thu hẹp và sức cầu kém do ảnh hưởng của chính sách tiền tệ và tài khóa thắt chặt. Thực tế thị trường nhà đất đang trải qua giai đoạn sụt giảm nặng. Tại Hà Nội, giá giao dịch nhà đất và căn hộ theo nhiều nguồn thống kê đã giảm từ 20 – 40% so với đầu năm. Điều này đã gây hưởng lớn đến tâm lý các nhà đầu tư, và nhiều người còn cho rằng giai đoạn tồi tệ nhất vẫn ở trước mắt.

Thông tin cổ phiếu		17/9/2008	
Giá hiện tại (VND)	102.000		
Biên độ biến động giá 52 tuần gần nhất (VND)	44.900-318.000		
SLCP lưu hành	39.750.000		
Tổng vốn hoá thị trường (Tỷ VND)	5.088		
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	51%		
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	31,81%		
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất	83.216		
Biến động giá	-1 tháng	-3 tháng	-6 tháng
% thay đổi	16,1%	95,2%	-25,4%
So với SSI30	26,7%	40,7%	-8,7%



Chỉ số cơ bản	2006	2007A	2008E	2009E
Doanh thu thuần (triệu đồng)	336.109	708.107	877.512	1.529.000
LNST (triệu đồng)	119.845	359.278	444.244	570.991
EPS (đồng)	23.969	8.982	11.176	14.365
P/E (x)	n/a	11,29	9,13	7,10
P/B (x)	n/a	3,21	2,58	2,03
EV/EBITDA (x)	n/a	10,88	7,52	5,24
Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt/giá	n/a	2,0%	2,9%	2,9%
ROE (%)	22%	28%	28%	28%
ROA (%)	13%	23%	24%	20%

Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	39%	53%	60%	53%
EBITDA/doanh thu	40%	51%	60%	53%
Tỷ suất LNST	36%	51%	51%	37%
Tăng trưởng doanh thu	-11%	111%	24%	74%
Tăng trưởng LNST	-31%	200%	24%	55%
Tăng trưởng EPS	-31%	-63%	24%	29%
Tỷ suất vốn lưu động	20%	28%	49%	6%
Hệ số thanh toán hiện tại	130%	180%	264%	110%
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	32%	2%	2%	11%

**Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn**  
Mã: SSI

**Ngành: Tài chính**

### ● Giới thiệu chung:

Thành lập năm 2000, SSI là một trong 3 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Tới nay, SSI vẫn là một công ty dẫn đầu trong khối công ty chứng khoán với tổng vốn chủ sở hữu là 3.796 tỷ đồng và tổng tài sản lên đến 5.644 tỷ đồng. SSI là đối tác của các tập đoàn tài chính tên tuổi như Credit Suisse, HSBC, Prudential, Daiwa và DBJ. Thị phần môi giới cổ phiếu niêm yết của SSI là 17% và SSI hiện đang quản lý 40% tài khoản của nhà đầu tư nước ngoài tại Việt Nam. Trong năm 2007, SSI đã đón nhận giải thưởng Nhà môi giới tốt nhất Việt Nam do tạp chí Finance Asia, Hồng Kông trao tặng, đây là tạp chí tài chính có danh tiếng tại Châu Á.

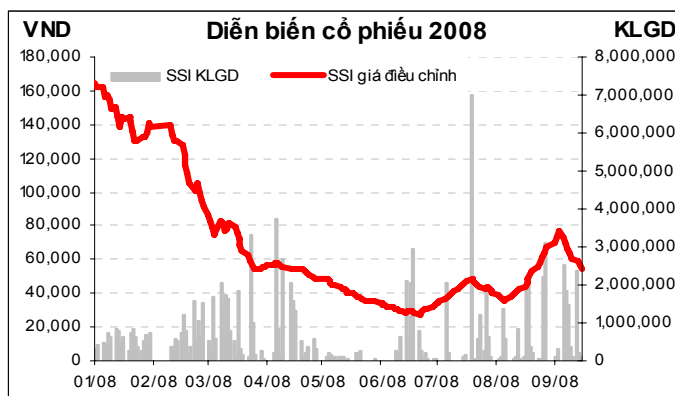
SSI là công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam thành lập 2 bộ phận khách hàng Nhật Bản bao gồm: Phòng Môi giới tiếng Nhật với 8 nhân viên môi giới thông thạo tiếng Nhật và Phòng xúc tiến đầu tư Nhật Bản nhằm cung cấp và quảng bá dịch vụ của SSI tới các khách hàng tổ chức của Nhật Bản. Bước đi chiến lược này đã mang lại cho SSI một lượng khách hàng lớn từ Nhật Bản trong đó có DBJ, Daiwa và Sojitz. Vào tháng 7 năm 2008, Daiwa đã chính thức ký hợp đồng hợp tác chiến lược và trở thành cổ đông chiến lược thứ 2 của SSI sau ANZ.

Trong năm 2007, SSI tham gia tổ chức thành công 130 cuộc phát hành lần đầu và phát hành riêng lẻ với tổng giá trị lên tới 1,5 tỷ USD. Cũng trong năm này, SSI đã được tạp chí tài chính quốc tế hàng đầu EuroMoney bình chọn là Tổ chức thu xếp trái phiếu nội địa tốt nhất Việt Nam.

Năm 2007, SSI thành lập công ty quản lý quỹ SSIAM, ngay sau khi thành lập công ty này đã thu hút được sự chú ý của giới đầu tư. SSIAM đang quản lý quỹ đầu tư nội địa lớn nhất hiện nay là Quỹ Tầm nhìn SSI (SSIVF) với số vốn huy động là 1.700 tỷ đồng. 13 thành viên góp vốn vào quỹ Tầm nhìn SSI đều là các công ty, tổ chức có uy tín của Việt Nam và nước ngoài. Trong xu thế đi xuống của thị trường chứng khoán và nhiều quỹ đầu tư khác trên thị trường bị lỗ tới 40% giá trị tài sản ròng, SSIVF vẫn có mức tăng trưởng.

Chiến lược dài hạn của SSI là mở rộng mạng lưới chi nhánh, mạng lưới khách hàng, tung ra nhiều sản phẩm và lĩnh vực kinh doanh mới đặc biệt là kiểm soát chi phí để xây dựng SSI trở thành tập đoàn đầu tư hàng đầu của Việt Nam

Thông tin cổ phiếu		17/9 2008	
Giá hiện tại (VND)		54.000	
Biên độ biến động giá 30 tuần gần nhất (VND)		27.000-285.000	
SLCP lưu hành		134.941.340	
Tổng vốn hóa thị trường (Tỷ VND)		7.287	
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)		0%	
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)		47,44%	
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần đây		593.794	
Biến động giá	-1 tháng	-3 tháng	-6 tháng
Phần trăm thay đổi	22,2%	94,4%	-25,0%
So với SSI30	33,4%	40,1%	-8,3%



	2006A	2007A	2008KH	2009KH
Doanh thu	378.479	1.352.447	1.235.000	1.320.000
Lợi nhuận gộp	303.317	960.169		
Lợi nhuận trước thuế	961.518	948.994	550.000	850.000
Lợi nhuận sau thuế	242.031	864.176	495.000	680.000
ROE	20.0%	21.3%		
ROA	6.5%	9.2%		

*Chú ý: Chúng tôi không phân tích và đưa ra bất kỳ một con số dự báo nào về SSI để tránh những xung đột về mặt lợi ích. Tất cả các số liệu về doanh thu, lợi nhuận của SSI trong 2008 và 2009 đều là dựa vào kế hoạch của SSI*



**Ngân hàng Sài Gòn Thương Tín**  
Mã: STB

**Ngành: Tài chính**

**Chuyên viên : Nguyễn Đức Hùng Linh**  
[linhndh@ssi.com.vn](mailto:linhndh@ssi.com.vn)

• **Giới thiệu chung:** Thành lập năm 1991, Sacombank là ngân hàng thương mại lớn thứ 6 tại Việt Nam xét về quy mô vốn điều lệ và tổng tài sản. Trong 4 năm trở lại đây, tốc độ tăng trưởng tổng tài sản trung bình của Sacombank là 78%. Trong 2007, thị phần huy động và cho vay của STB lần lượt tương ứng là 3.9% và 3.7%. Tiếp tục theo đuổi chiến lược mở rộng thị trường, Sacombank không ngừng thành lập thêm chi nhánh và phòng giao dịch trên khắp cả nước, cho tới nay Sacombank là một ngân hàng TMCP có mạng lưới chi nhánh rộng nhất Việt Nam với 250 chi nhánh và phòng giao dịch trải dài khắp đất nước. Năm 2007 thị phần cho vay của Sacombank đã vượt ACB.

• **Nhận định cơ bản**

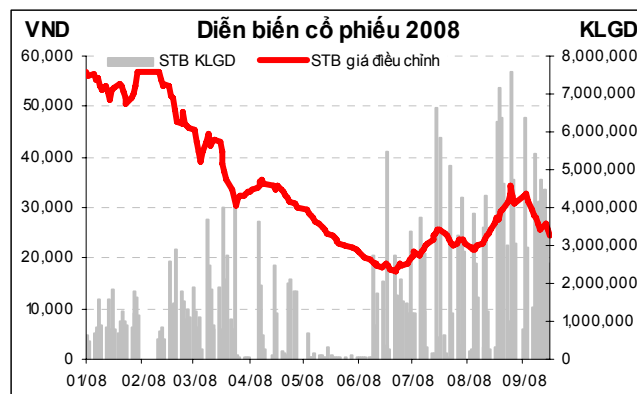
- **Nhân tố quyết định tăng trưởng:** Sacombank đang tận dụng mạng lưới chi nhánh rộng khắp để tăng thị phần. Trong suốt 4 năm qua, tốc độ tăng trưởng cho vay bình quân của STB đạt 71% trong khi ACB chỉ đạt được 58%. Chỉ tính riêng 2007, chỉ số này của STB đạt 146% so với 85% của ACB. STB cũng chú trọng trong việc đa dạng hóa hoạt động kinh doanh, 50% tổng doanh thu của STB đến từ các hoạt động kinh khác ngoài hoạt động cho vay. Trong năm 2007, mảng kinh doanh của Công ty chứng khoán Sacombank và công ty quản lý quỹ VFM đã mang lại 20% lợi nhuận cho STB. Tuy nhiên, do thị trường chứng khoán trong đã đi xuống từ đầu năm đến nay nên năm 2008 doanh thu từ 2 mảng trên sẽ giảm đáng kể. Doanh thu của STB trở lại phụ thuộc vào hoạt động cho vay truyền thống với 66% tổng thu nhập của STB. Các khoản dự phòng là mối lo ngại lớn về STB khi mà ngân hàng này công bố có tới 15% tổng dư nợ là cho vay bất động sản. Tuy nhiên, do thiếu thông tin về chi tiết các khoản đầu tư nên thật khó để dự đoán chính xác lãi/lỗ và khoản trích dự phòng của STB cho thời gian sắp tới
- **Lợi thế cạnh tranh:** Thương hiệu mạnh và mạng lưới chi nhánh bao phủ 45/64 tỉnh thành cả nước là một lợi thế lớn của STB so với các đối thủ. Bên cạnh đó, STB từ lâu đã thiết lập được một mối quan hệ tốt với cộng đồng Hoa Kiều sinh sống tại Thành phố Hồ Chí Minh, vốn có tiếng là cộng đồng kinh doanh rất thành đạt tại Việt nam.

• **Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** Khác với ACB, các chỉ số về tổng tài sản, dư nợ và thu hút tiền gửi của STB đều giảm trong quý 2. Vào thời điểm cuối quý 2, tổng tài sản của STB là 75.000 tỷ đồng giảm 1%, tổng dư nợ là 39.000 tỷ đồng giảm 8% so với quý 1. STB đã không thể duy trì tốc độ tăng trưởng do khả năng thu hút tiền gửi bị giảm 7% trong quý 2. Cạnh tranh lãi suất chính là nguyên nhân của việc giảm tốc độ thu hút tiền gửi của STB. Chi phí lãi vay đầu vào tăng cao, trong khi lãi suất cho vay không thể tăng tương ứng đã khiến tỷ lệ lợi nhuận trên doanh thu của STB giảm. Tuy nhiên, STB vẫn duy trì được lợi nhuận trước thuế là 737 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2008, tăng 21% so với cùng kỳ năm ngoái.

**Triển vọng 2008-2009:** Kiểm soát lạm phát vẫn là ưu tiên hàng đầu của chính phủ trong 2008. Theo chúng tôi trong nửa cuối 2008 chi phí lãi của ngân hàng chắc chắn sẽ bị tăng cao trong khi lãi suất cho vay thì khó có thể tăng sẽ khiến cho chênh lệch lãi suất sẽ ngày càng thu hẹp. Trong khi đó nguy cơ nợ khó đòi gia tăng bởi vì nhiều công ty và cá nhân sẽ khó có khả năng trả nợ đặc biệt là các khoản cho vay bất động sản. Xét trường hợp khả quan nhất, lợi nhuận 2008 của STB có thể bằng lợi nhuận 2007. Nếu trong năm 2009 lạm phát thực sự được kiểm soát và GDP kỳ vọng tăng trưởng 7-8%, tăng trưởng của STB sẽ tốt hơn.

• **Rủi ro đầu tư:** Là một lĩnh vực nhạy cảm và phụ thuộc nhiều vào kinh tế vĩ mô, vì thế bất kỳ một thông tin xấu nào đối với nền kinh tế đều có ảnh hưởng bất lợi đối với STB. Đặc biệt đáng chú ý, nửa cuối 2008, khi các khoản cho vay bất động sản đến hạn và thị trường bất động sản được dự báo là vẫn chưa thể sáng sủa cho tới cuối năm, các khoản nợ xấu của STB rất có thể sẽ gia tăng.

Thông tin cổ phiếu		17/09/2008
Giá hiện tại (VND)		24.300
Biên độ biến động giá 30 tuần gần nhất (VND)		19.700-74.000
SLCP lưu hành		511.583.084
Tổng vốn hóa thị trường (Tỷ VND)		12.431
Tỷ hệ sở hữu nhà nước (%)		0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)		30%
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất		1.755.384
Biến động giá		
	-1 tháng	-3 tháng
% thay đổi	-9,7%	39,9%
So với SSI30	-1,4%	0,8%



Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Doanh thu từ HĐKD (Triệu đồng)	988.804	2.441.583	2.895.847	3.388.927
Lợi nhuận sau thuế (Triệu đồng)	470.128	1.397.897	1.303.046	1.400.168
EPS	2.250	3.142	2.547	2.380
PE	26,4	8,9	9,5	8,9
PB	1,77	1,47	1,45	1,45
ROE	16,4%	19,0%	15,2%	14,2%
ROA	1,9%	2,2%	1,55%	1,21%

Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tỷ lệ Tài sản / Vốn chủ sở hữu	9	9	10	12
Tỷ lệ Vốn chủ sở hữu / Cho vay khách hàng	20,1%	20,9%	19,4%	16,0%
Cho vay khách hàng / Tiền gửi khách hàng	81,7%	79,6%	71,2%	71,0%
Lợi nhuận lãi biên	3,4%	2,1%	2,8%	2,2%
Tăng trưởng doanh thu	67,5%	146,9%	18,6%	17,0%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	97,2%	197,3%	-6,8%	7,5%
Tăng trưởng EPS	18,0%	39,6%	-18,9%	-6,6%



**CTCP Phát triển Nhà Thủ Đức**  
Mã: TDH

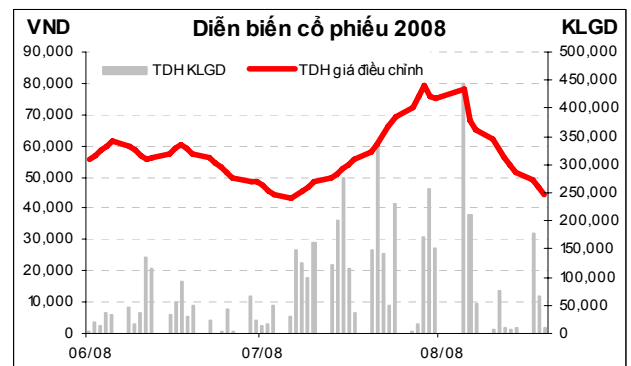
**Ngành: Tài chính**

**Chuyên viên: Nguyễn Thu Huyền**  
[huyenntt@ssi.com.vn](mailto:huyenntt@ssi.com.vn)

- **Giới thiệu chung:** Tiền thân là một DNNN nhỏ thành lập năm 1990, TDH nay đã là một trong những công ty phát triển bất động sản (BDS) hàng đầu của Việt Nam. Hầu hết các dự án dân cư của TDH đều tập trung tại các quận 2, 9 và quận Thủ Đức, Tp HCM. Ngoài ra, TDH cũng đầu tư phát triển các dự án công nghiệp và thương mại như chợ đầu mối, TTTM, khách sạn và KCN.
  - **Nhận định cơ bản**
    - **Yếu tố quyết định tăng trưởng:** Lĩnh vực kinh doanh chính của công ty là phát triển BDS (đóng góp hơn 90% doanh thu trong 2 quý đầu 2008). Đầu tư tài chính, lĩnh vực mang lại một nguồn thu lớn năm ngoái, dường như đang trở thành một 'gánh nặng' năm nay trong bối cảnh thị trường chứng khoán sa sút. Rất may là lĩnh vực BDS đã có bước phát triển tích cực, bù đắp cho các khoản lỗ trong đầu tư tài chính. Các dự án dân cư hiện tại cũng như sắp tới của công ty hầu hết nhắm vào tầng lớp có thu nhập thấp và trung bình, là phân đoạn hiện được coi là có nhu cầu thực cao nhất. Các dự án chợ đầu mối cũng đã và sẽ tiếp tục mang lại nguồn lợi nhuận cao cho công ty. Nhìn chung, quỹ đất của TDH là tương đối tốt, ước tính đủ cho nhu cầu phát triển của công ty trong vòng 4-5 năm tới.
    - **Lợi thế cạnh tranh:** Năm nay, trong khi hầu hết các công ty trong ngành gặp rất nhiều khó khăn huy động vốn do tín dụng thắt chặt, công ty đã sớm tiến hành tăng vốn ngay từ đầu năm, huy động được một khoản thặng dư lớn (khoảng 180 tỷ đồng). Nhờ đó, vốn lưu động của TDH đã được cải thiện rất nhiều, với tỷ lệ tài sản thanh khoản (tiền mặt, cho vay ngắn hạn, phải thu) cao - chiếm tới hơn 40% tổng tài sản ngắn hạn. Việc lãi suất tăng rất cao cũng mang lại lợi ích cho TDH, vì nguồn vốn thặng dư cho phép công ty trả gần hết nợ, đồng thời có tiền mặt nhàn rỗi để cho vay. Các dự án đang mang lại doanh thu (Bình Chiểu, Chợ B) về cơ bản đã hoàn thành cuối năm 2007, nên không bị ảnh hưởng nhiều của việc giá VLXD tăng vọt gần đây.
  - **Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** KQKD 6 tháng đầu năm nay của TDH không thật tốt với việc chỉ hoàn thành 29% kế hoạch lợi nhuận cả năm 2008 (182 tỷ đồng), mặc dù đạt tới 61% chỉ tiêu doanh thu. So với cùng kỳ 2007, doanh thu thuần tăng hơn gấp đôi, nhưng lợi nhuận lại giảm 25%. Trong khi lĩnh vực BDS tăng trưởng với nguồn doanh thu lớn từ dự án Bình Chiểu, chi phí dự phòng đầu tư tài chính (16 tỷ đồng) và khoản thuế TNDN lên tới gần 34 tỷ khiến lợi nhuận giảm mạnh.
- Triển vọng 2008-2009:** Dự án Bình Chiểu và chợ B sẽ là nguồn doanh thu chính trong 6 tháng cuối năm 2008. Dựa trên mức lợi nhuận kỳ vọng của 2 dự án này, chúng tôi cho rằng công ty sẽ vượt nhẹ mức chỉ tiêu LN đã được điều chỉnh (162 tỷ). Ngoài ra, nếu TTCK ít nhất không rơi quá xa mức hiện tại (khoảng 550 điểm), công ty sẽ có thể hoàn lại một phần khoản dự phòng đã trích. Năm 2009, chợ B và dự án Trường Thọ sẽ là nguồn doanh thu chính. Dự án TTTM và khách sạn ở Đà Lạt La Sapinette bắt đầu mang lại doanh thu từ năm tới. Lãnh đạo công ty cho biết họ sẽ đặt mục tiêu tăng trưởng LN 10-15% trong 2009. Trong bối cảnh TTCK và BDS nhiều biến động hiện nay, chúng tôi, với quan điểm thận trọng hơn, dự tính mức tăng trưởng tại khoảng 6%.
- **Rủi ro đầu tư:** Thị trường BDS dân dụng hiện vẫn chưa thoát khỏi giai đoạn đóng băng, nhu cầu giảm sút mạnh khiến giá bán bị đẩy xuống rất thấp. Bên cạnh đó, danh mục đầu tư chứng khoán của công ty cũng tạo ra một số quan ngại, với tổng giá trị đầu tư lên tới hơn 400 tỷ đồng. Cuối quý 2, công ty đã lập dự phòng cho 3 trong số 4 khoản đầu tư vào CP niêm yết, không tính đến rất nhiều các khoản đầu tư vào CP OTC và chứng chỉ quỹ - mà công ty cho biết là mua được tại mệnh giá nên không trích dự phòng.

Thông tin cổ phiếu	17/9/2008
Giá hiện tại (đồng)	44.300
Biên độ biến động giá 52 tuần gần nhất (đồng)	43.100-207.000
SLCP lưu hành	24.750.000
Tổng vốn hoá thị trường (tỷ đồng)	1.096
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	44,85%
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất	52.277
Biến động giá	-1 tháng
% thay đổi	-23,6%
So với SSI30	-16,6%

Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Doanh thu thuần (triệu đồng)	141.091	188.512	436.354	502.110
LNST (triệu đồng)	79.859	163.449	166.148	176.375
EPS (đồng)	4.698	9.615	7.157	6.986
P/E (x)	9	5	6,6	6,2
P/B (x)	1,47	1,01	1,1	0,97
EV/EBITDA (x)	11,22	5,7	4,5	4,5
Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt/giá	0,6%	1,8%	4,6%	6,9%
ROE (%)	15%	21%	16%	15%
ROA (%)	9%	15%	11,0%	10,5%



Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	31%	43%	55%	49%
EBITDA/doanh thu	69%	101%	54%	50%
Tỷ suất LNST	58%	87%	38%	36%
Tăng trưởng doanh thu	-42%	34%	131%	15%
Tăng trưởng LNST	80%	97%	24%	5%
Tăng trưởng EPS	-65%	105%	-32%	6%
Tỷ suất vốn lưu động	349%	219%	119%	125%
Hệ số thanh toán hiện tại	161%	81%	87%	76%
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	9%	2%	2%	6%

**Công ty Cổ phần VINCOM**  
Mã: VIC

**Ngành: Tài Chính**

**Chuyên Viên: Vũ Đình Độ**  
[dovd@ssi.com.vn](mailto:dovd@ssi.com.vn)

● **Giới thiệu chung:** Vincom được thành lập ngày 3/6/2002 cho mục đích phát triển nhà ở và tòa tháp đôi văn phòng cao cấp (được biết đến với tên Vincom City Tower (“VCT”), đặt tại số 191 Bà Triệu, Hai Bà Trưng, Hà Nội, Việt Nam). VCT chính thức đi vào hoạt động từ ngày 23/11/2004 và đã góp phần đưa Vincom trở thành một trong những công ty bất động sản đầu tiên trong lĩnh vực phát triển nhà ở chất lượng cao và văn phòng cho thuê cao cấp tại Việt Nam.

● **Nhận định cơ bản:**

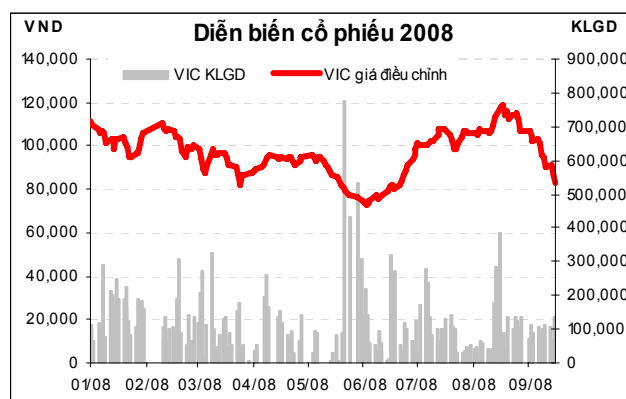
- **Yếu tố quyết định tăng trưởng:** Tòa Tháp Vincom hiện đã được cho thuê tới 97% trong tổng số diện tích cho thuê. Doanh thu đến từ việc cho thuê hiện đang đóng góp gần 100% vào doanh thu hợp nhất của VIC. Khoản doanh thu này không có nhiều khả năng tăng mạnh trong năm 2008 do các hợp đồng cho thuê đã được ký kết cho 3 tới 5 năm và tại một mức giá thuê riêng cố định, tùy đối tượng cho thuê. Trong dài hạn, tăng trưởng của VIC sẽ được quyết định bởi các dự án trọng điểm là (1) HH1- Mai Hắc Đế, Hà Nội (dự án sẽ xây một tòa nhà dân cư và thương mại 25 tầng, trên khu đất tổng diện tích 3.650 m2, VIC góp 94% vốn), (2) dự án khu tổ hợp trung tâm thương mại, văn phòng và căn hộ cao cấp Hồ Chí Minh (100% vốn của VIC, tại ngã tư đồng khởi – Lê Thánh Tông với tổng diện tích 19.655 m2); (3) Tòa tháp Hải Phòng Plaza 28 tầng ( VIC góp 80% vốn, tổng diện tích 9.125 m2 tại Lê Thánh Tôn, thành phố Hải Phòng.)
- **Lợi thế cạnh tranh:** Tại Việt Nam thương hiệu Vincom được nhiều người biết tới với các sản phẩm nhà ở, văn phòng và trung tâm thương mại cao cấp có vị trí đẹp, chất lượng và dịch vụ phục vụ tốt. Ban quản trị nắm giữ đại đa số cổ phần của công ty, do vậy có động lực mạnh mẽ hơn để quan tâm tới lợi ích của các cổ đông. Hơn nữa, VIC có mối quan hệ rất tốt với chính quyền Hà Nội và Hồ Chí Minh, giúp VIC có nhiều cơ hội tiếp cận với các dự án bất động sản lớn.

● **Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** Trong nửa đầu năm 2008, doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng tương ứng 146% và 19% so với cùng kỳ năm ngoái, tuy chỉ đạt 29% và 40% chỉ tiêu về doanh thu và lợi nhuận thuần của năm 2008. Chúng tôi cho rằng để có thể hoàn thành kế hoạch năm đòi hỏi công ty sẽ phải cố gắng rất nhiều trong nửa cuối năm 2008.

**Triển vọng 2008-2009:** Chúng tôi dự đoán doanh thu và lợi nhuận của VIC trong năm 2008 sẽ khó có thể tăng cao với nguồn thu duy nhất đến từ tiền cho thuê văn phòng của toà nhà Vincom. Tuy nhiên, sang năm 2009, doanh thu VIC có khả năng sẽ được cải thiện hơn khi ban lãnh đạo VIC dự kiến dự án nhà ở và trung tâm thương mại tại Mai Hắc Đế sẽ hoàn thành được khoảng 70%.

● **Rủi ro đầu tư:** Với việc phát hành thành công 2000 tỷ đồng trái phiếu, VIC tạm thời không phải đối mặt với những khó khăn huy động vốn như nhiều công ty khác trong ngành. Tuy nhiên, tổng lãi suất phải chi trả hàng năm ước tính sẽ lên tới 350 tỷ đồng, tương ứng với mức lãi suất bình quân 12%/năm. Khoản lãi phải trả này sẽ tạo thêm nhiều áp lực lên dòng tiền của công ty, nhất là trong trường hợp các dự án của công ty bị trì hoãn và chậm tạo ra doanh thu. Ngoài ra, trong tháng 8/2008, công ty đã thông báo kế hoạch phát hành thêm trái phiếu chuyển đổi trị giá 80 triệu USD, dẫn đến khả năng lợi ích của cổ đông hiện hữu bị pha loãng.

Thông tin cổ phiếu		17/ 9 /2008
Giá hiện tại (VND)		82.500
Biên độ biến động giá 52 tuần gần nhất (VND)		71.000-193.000
SLCP lưu hành		113.424.505
Tổng vốn hóa thị trường (Tỷ VND)		12.136
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)		-
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)		5,44%
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất		101.937
Biến động giá		
	-1 tháng	-3 tháng
% thay đổi	-30,1%	0,4%
So với SSI30	-23,7%	-27,7%
	-6 tháng	11,0%



Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Doanh thu (triệu VND)	548.413	180.195	254.767	1.743.667
Lợi nhuận thuần (Triệu VND)	343.773	268.796	158.950	599.203
EPS (VND)	10.965.6	3.366.8	1.423.1	5.293.7
P/E (x)	n/a	34	58	16
P/B (x)	n/a	5,20	4,20	3,54
EV/EBITDA (x)	n/a	26,26	30,06	12,20
Tỷ lệ cổ tức (%)	3,04%	0,00%	1,84%	1,84%
ROE (%)	58%	14%	7%	22%
ROA (%)	51%	8%	3%	8%

Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	65%	71%	75%	53%
EBITDA/Doanh thu	65%	206%	152%	61%
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	63%	149%	62%	34%
Tăng trưởng doanh thu	300%	-67%	41%	584%
Tăng trưởng lợi nhuận thuần	402%	-22%	-41%	175%
Tăng trưởng EPS	301%	-69%	-58%	272%
Tỷ suất vốn lưu động	54%	1296%	1485%	190%
Hệ số thanh toán nhanh	629%	1269%	3291%	2587%
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	0%	52%	129%	157%

**Công ty cổ phần Dược Hậu Giang**  
Mã: DHG

**Ngành: Y tế**

**Chuyên viên: Hoàng Việt Phương**  
[phuonghv@ssi.com.vn](mailto:phuonghv@ssi.com.vn)

● **Giới thiệu chung:** Dược cổ phần hóa năm 2004 từ 1 công ty dược nhà nước, DHG ngày nay là 1 trong những công ty dược hàng đầu trong nước; công ty bắt đầu niêm yết cổ phiếu trên HOSE từ 21/12/2006. Hiện tại DHG có 6 phân xưởng sản xuất, cung cấp 331 sản phẩm cho thị trường trong nước và 108 sản phẩm xuất khẩu. DHG có hệ thống phân phối sản phẩm rộng khắp cả nước, với 56 chi nhánh và đại lý ở 40 tỉnh (tại ngày 31/12/2007). Bên cạnh đó, DHG tham gia đấu thầu và trúng thầu cung cấp thuốc cho nhiều bệnh viện các cấp trung ương, cấp tỉnh và địa phương (thuộc của công ty có mặt tại 98% các bệnh viện đa khoa và 100% các bệnh viện địa phương).

● **Nhận định cơ bản:**

● **Yếu tố quyết định tăng trưởng:** DHG tập trung sản xuất các sản phẩm tân dược, với 5 xưởng sản xuất đạt tiêu chuẩn WHO-GMP. Các sản phẩm cốt yếu thuộc 5 thương hiệu chính: Hapacol (thuốc giảm đau hạ sốt), Eugica (thuốc ho), Haginat-Klementin (thuốc kháng sinh), Eyclight, Unikid (vitamin và khoáng chất cho trẻ em). Nhóm thuốc kháng sinh và kháng viêm chiếm 49% doanh thu; thuốc giảm đau, hạ sốt chiếm 15,1%, nhóm thuốc tai mũi họng – ho, hen suyễn – sổ mũi chiếm 12,1%, vitamin và khoáng chất chiếm 10,7%. DHG chủ trương tập trung phát triển hệ thống phân phối, và chính hệ thống phân phối mạnh đã đóng góp đáng kể vào sự thành công của DHG cho tới nay.

● **Lợi thế cạnh tranh:** Thị trường dược phẩm trong nước vẫn còn tiềm năng tăng trưởng lớn và DHG có thể khai thác thị trường này dựa vào hệ thống phân phối mạnh, thương hiệu tốt và nhà máy mới sẽ bắt đầu hoạt động vào T9/2009, nhà máy này sẽ tăng sản lượng của DHG từ 3 triệu đơn vị hiện nay lên thêm tối đa 2 triệu đơn vị. Mặt khác, sau khi xem xét những yếu tố khó khăn trong ngắn hạn của ngành thì chỉ số P/E cả năm 2008 và năm 2009 lần lượt là 21 và 17 lần là mức cao so với trung bình của thị trường.

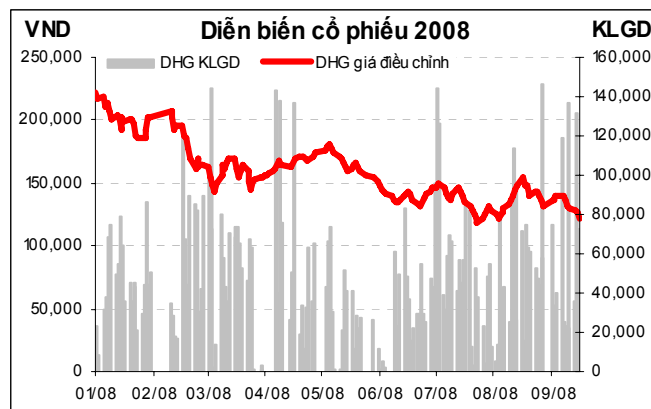
● **Kết quả kinh doanh nửa đầu năm 2008:** DHG vẫn duy trì được mức tăng trưởng cao trong quý 2 năm 2008, tăng trưởng doanh thu 32,8% và tăng trưởng lợi nhuận sau thuế 19,3%. Tỷ suất lợi nhuận gộp của DHG, cũng như DMC và IMP, khá ổn định do các công ty này đều đàm phán với các nhà cung cấp nguyên vật liệu duy trì mức giá đầu vào ổn định cho đến hết quý 2 năm 2008. Tỷ lệ chi phí tài chính trên tổng doanh thu tăng mạnh từ 0,5% trong Q1-2008 lên 7% vào Q2-2008 do các nguyên nhân (1) chi phí lãi vay tăng 58% (2) lỗ chênh lệch tỷ giá 8,6 tỷ và (3) dự phòng đầu tư chứng khoán khoảng 8 tỷ đồng, trong đó phần lớn là dự phòng đầu tư vào cổ phiếu công ty dược Calapharco.

**Triển vọng 2008-2009:** Trong nửa cuối năm 2008, cũng như các công ty dược trong nước khác, DHG sẽ chịu mức giá vốn hàng bán cao hơn do tăng giá nguyên vật liệu, trong khi giá bán khó tăng, vì thuốc chữa bệnh là 1 trong 14 mặt hàng thiết yếu, do nhà nước quản lý để chống lạm phát. Đối mặt với những khó khăn đó, DHG dự định sẽ cắt giảm chi phí bán hàng nhằm duy trì tỷ suất lợi nhuận đồng thời có thể điều chỉnh giảm kế hoạch kinh doanh cả năm. Chúng tôi tin rằng khi áp lực lạm phát giảm bớt việc quản lý giá thuốc sẽ bớt chặt hơn. Do lợi nhuận từ cung cấp thuốc cho các bệnh viện giảm xuống, chúng tôi điều chỉnh giảm ước tính tăng trưởng lợi nhuận năm 2008 của chúng tôi từ 13% xuống 5%. Do nhà máy mới dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động từ T9/2009, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sau thuế sẽ tăng trưởng 15% vào năm sau.

● **Rủi ro đầu tư:** (1) Phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu; (2) Việc tăng giá bán sản phẩm do nhà nước kiểm soát để hạn chế lạm phát; (3) Rủi ro tỷ giá do phần lớn nguyên liệu cho sản xuất phải nhập khẩu.

Thông tin cổ phiếu		17/09/2008
Giá hiện tại (VND)		121.000
Biên độ biến động giá 52 tuần gần nhất (VND)		119.000-553.000
SLCP lưu hành		19.994.820
Tổng vốn hoá thị trường (Tỷ VND)		2,419
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)		44,20%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)		40,91%
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất		45.504
Biến động giá		
	-1 tháng	-3 tháng
% thay đổi	-21,9%	-9,1%
So với SSI30	-14,8%	-34,5%

Chỉ số cơ bản	2006	2007A	2008E	2009E
Doanh thu (Triệu VND)	868.192	1.269.280	1.332.744	1.532.656
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh (Triệu VND)	97.611	138.495	163.232	187.717
EPS (VND)	10.882.49	5.719.19	5.205.81	6.592.24
P/E (x)	11	21	21	17
P/B (x)	6,00	3,81	3,93	3,52
EV/EBITDA (x)	23,01	14,01	14,38	10,88
Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt/ giá (%)	0,397%	1,240%	2,273%	1,818%
ROE (%)	51%	18%	16%	18%
ROA (%)	18%	12%	11%	12%



Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	54%	53%	48%	48%
EBITDA/ Doanh thu	13%	13%	13%	14%
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	10%	9%	9%	9%
Tăng trưởng doanh thu	57%	46%	5%	15%
Tăng trưởng EBITDA	54%	50%	0%	32%
Tăng trưởng EPS	97%	-47%	-9%	27%
Tỷ suất vốn lưu động	4%	30%	27%	26%
Hệ số thanh toán nhanh	69%	152%	138%	132%
Hệ số Nợ/ Vốn chủ sở hữu	98%	7%	8%	9%

**Công ty Cổ phần Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật  
Thành phố Hồ Chí Minh**  
Mã:CII

**Ngành: Công nghiệp**

**Chuyên viên : Đào Thị Mai Hoa**  
[hoadtm@ssi.com.vn](mailto:hoadtm@ssi.com.vn)

● **Giới thiệu chung:** Được thành lập năm 2002, CII là tổ chức đầu tư tài chính hoạt động với mô hình là một Công ty cổ phần đại chúng, nhằm thu hút rộng rãi nguồn vốn đầu tư cho các dự án, góp phần vào việc xã hội hoá đầu tư trong lĩnh vực hạ tầng kỹ thuật đô thị của Thành phố Hồ Chí Minh. CII nhận chuyển nhượng quyền thu phí giao thông, đầu tư vào các dự án BOT về cầu đường, đầu tư vào các cơ sở hạ tầng quy mô lớn và các dự án kinh doanh địa ốc, 70% cổ phần của CII được nắm giữ bởi các tên tuổi lớn trong nhiều ngành then chốt như ngân hàng (VCB, BIDV, Sacombank, MB); bất động sản (Nhà Thù Đức), xây dựng (BT6), tài chính (HSC, BSC...).

● **Nhận định cơ bản:**

- **Yếu tố quyết định tăng trưởng:** nguồn thu từ việc nhận chuyển nhượng quyền thu phí giao thông đóng góp 86% và 66% vào tổng doanh thu của CII trong 2006 và 2007. CII hiện đang nhận thu phí cho Xa lộ Hà Nội và Xa lộ Hùng Vương đến năm 2014. Từ năm 2010 sẽ bắt đầu thu phí cầu Bình Triệu 2. Mạng kinh doanh thu phí cầu đường này đem lại nguồn thu ổn định và lâu dài cho CII. CII cũng thu được doanh thu từ lĩnh vực đầu tư kinh doanh các dự án BOT, bất động sản và cổ phiếu.
- **Lợi thế cạnh tranh:** (1) CII có được cơ cấu quản trị có tiềm lực mạnh, là các đại gia trong nhiều ngành nghề then chốt. Điều này góp phần tạo điều kiện cho CII có được các nguồn vốn vay ưu đãi và quyền tham gia vào các dự án lớn. (2) CII là công ty đầu tiên thực hiện nhận chuyển nhượng thu phí cầu đường, do đó có kinh nghiệm và danh tiếng trong lĩnh vực này, Công ty cũng có kinh nghiệm quản lý trong các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng lớn của thành phố.

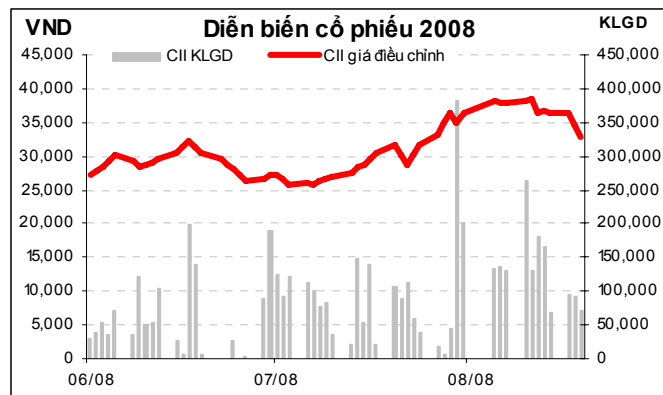
● **Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** Tổng doanh thu trong 6 tháng đầu năm 2008 đạt 176 tỷ đồng, chiếm 49% kế hoạch cả năm (CII đã hạch toán một dự án bất động sản có từ năm 2006, thu về 50 tỷ đồng doanh thu cho quý 1. Tuy nhiên đây là khoản doanh thu không thường xuyên). Doanh thu từ thu phí giao thông đóng góp 51% vào tổng doanh thu, phần còn lại đến từ doanh thu tài chính. Lợi nhuận trước thuế đạt 61 tỷ đồng, đạt 38% kế hoạch năm.

**Triển vọng 2008-2009:** Tháng 10, 2008 nhà máy nước BOO Thủ Đức sẽ đi vào hoạt động, dự kiến tổng doanh thu của CII trong năm 2008 đạt khoảng 359 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế có nhiều khả năng sẽ vượt kế hoạch (trên 140 tỷ đồng) chủ yếu nhờ vào doanh thu tài chính và đầu tư bất động sản và chi phí lãi vay thấp (do CII đã trả gần hết các khoản nợ dài hạn lớn trong năm). Sang năm 2009, dự án khu công nghiệp Tân Phú Trung và dự án khu công nghiệp ô tô Hoà Phú (CII góp tương ứng 10% và 30% cổ phần) sẽ đi vào hoạt động, góp phần làm tăng doanh thu cho CII. CII không có kế hoạch phát hành thêm trong năm 2008 và 2009, thay vào đó sẽ sử dụng nguồn vốn vay ngân hàng hoặc phát hành trái phiếu.

● **Rủi ro đầu tư:** (1) Việc 131.500 trái phiếu chuyển đổi của CII sẽ đáo hạn tháng 9/2009 tiềm tàng rủi ro bị pha loãng cho các cổ đông hiện tại của CII. (2) Phần lớn các dự án của CII là các dự án cơ sở hạ tầng, không chỉ đòi hỏi thời gian hoàn thành lâu dài mà còn không cho tỷ suất lợi nhuận cao. (3) CII phụ thuộc phần lớn vào nguồn vốn vay nên rủi ro lãi suất và trả nợ cũng tồn tại. (4) Ảnh hưởng từ các cơn bão/cầu mới xây dựng trong thành phố có thể làm giảm lưu lượng xe qua Xa lộ Hà Nội và Xa lộ Hùng Vương mà CII đang tiến hành thu phí.

Thông tin cổ phiếu	17/9/ 2008
Giá hiện tại (VND)	32.800
Biên độ biến động giá 52 tuần gần nhất (VND)	77.000-22.800
SLCP lưu hành	39.500.000
Tổng vốn hoá thị trường (Tỷ VND)	1.296
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	0
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	49%
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất	60.815
Biến động giá	-1 tháng
% thay đổi	3,6%
So với SSI30	13,2%

Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Doanh thu (triệu VND)	166.623	177.424	182.392	187.864
Lợi nhuận thuần (triệu VND)	70.552	67.658	70.064	73.831
EPS (VND)	1.590	2.395	3.548	3.086
P/E (x)	27,2	13,5	9,1	8,4
P/B (x)	2,6	1,7	1,6	1,6
EV/EBITDA (x)	12,8	13,5	14,7	14,3
Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt/giá (%)	3%	4%	5%	5%
ROE (%)	13%	12%	17%	14%
ROA (%)	4%	6%	7%	7%



Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tỷ suất lợi nhuận thuần kinh doanh	42%	38%	38%	39%
EBITDA/Doanh thu	90%	86%	86%	87%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	29%	54%	78%	82%
Tăng trưởng doanh thu	NA	6%	3%	3%
Tăng trưởng EBITDA	NA	2%	3%	4%
Tăng trưởng EPS	NA	51%	48%	-13%
Tỷ suất vốn lưu động	-125%	-56%	-96%	-184%
Hệ số thanh toán nhanh	9%	39%	21%	10%
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	193%	116%	137%	111%

**GEMADEPT**

Mã: GMD

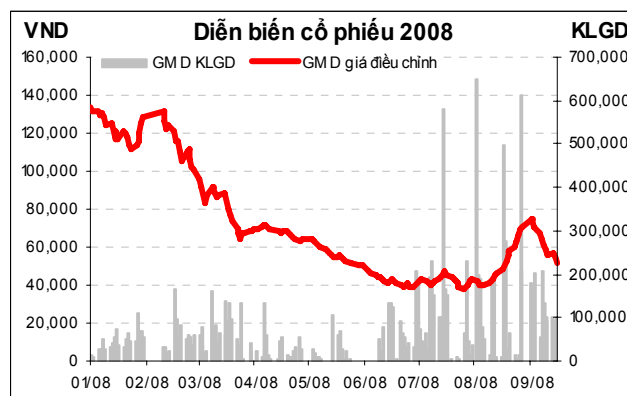
**Ngành: Công nghiệp**

**Chuyên viên : Nguyễn Hồng Dung**

[dzungnh@ssi.com.vn](mailto:dzungnh@ssi.com.vn)

- Giới thiệu chung về công ty:** Là một trong những doanh nghiệp Nhà Nước đầu tiên được cổ phần hóa vào năm 1993, GMD đã phát triển từ một đại lý vận chuyển thành một công ty hành đầu trong lĩnh vực dịch vụ logistics. Doanh thu của GMD đến từ hoạt động vận hành cảng, vận tải biển và dịch vụ đại lý. GMD hiện đang thực hiện chiến lược mở rộng toàn diện, cụ thể đang tiến hành xây dựng một số cảng mới và đang mua thêm tàu để tăng trọng tải vận chuyển. Lĩnh vực kinh doanh mới của công ty là phát triển và quản lý bất động sản sẽ bắt đầu tạo ra doanh thu từ quý 3 năm 2008.
  - Nhận định cơ bản:**
    - Yếu tố quyết định tăng trưởng:** 1) Khai thác cảng biển: hiện tại đóng góp 50% vào tổng doanh thu của GMD. Đây là lĩnh vực hoạt động chiến lược của GMD. Công ty hy vọng hoạt động này sẽ đóng góp 60% trong tổng doanh thu từ năm 2012, khi cảng nước sâu quốc tế Cái Mép bắt đầu đi vào hoạt động. Các dự án lớn đang được đầu tư như dự án cảng Nhơn Hội, Dung Quất và cảng nước sâu quốc tế Cái Mép. Hiện công ty đang đứng vị trí thứ 3 trong lĩnh vực khai thác cảng biển với 18% thị phần ở Miền Nam. 2) Dịch vụ vận chuyển: đóng góp 37% vào tổng doanh thu, bắt đầu từ năm 2008 phát triển mạnh mẽ với việc mua thêm tàu để tăng trọng tải vận chuyển. Đội tàu của GMD bao gồm 5 tàu lai dắt (mỗi tàu trọng tải 500-1.000 TEU); và 11 tàu S1,S2 (trọng tải 4.500 TEU) hoạt động trên các tuyến nội địa và quốc tế (Cámpuchia, Singapore, v.v..)
    - Lợi thế cạnh tranh:** GMD cung cấp dịch vụ logistics hoàn thiện với cơ sở hạ tầng hiện đại và các công ty liên doanh để đáp ứng nhu cầu khác nhau của khách hàng. Mạng dịch vụ khai thác cảng sẽ tiếp tục đóng góp doanh thu ổn định cho công ty, ngay cả khi công ty phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt từ phía các công ty khác trong ngành.
  - Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** Lợi nhuận thuần của GMD bị giảm 58% mặc dù doanh thu tăng 84% so với cùng kỳ năm ngoái. Nguyên nhân là do công ty đã phải ghi nhận một khoản lỗ thực hiện và lỗ dự phòng từ đầu tư chứng khoán. Tuy nhiên, kết quả này vẫn trên cả sự kỳ vọng của thị trường, khi mà GMD có tới trên 240 tỷ VND là đầu tư chứng khoán ngắn hạn, và trên 640 tỷ VND đầu tư chứng khoán dài hạn.
- Triển vọng 2008-2009:** Doanh thu năm 2008 sẽ tăng đáng kể nhờ vào việc đầu tư mua tàu mới và từ việc cho thuê toà nhà Gemadept mới. Doanh thu dự kiến tăng 40% và EBIT tăng 45%. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng tăng trưởng lợi nhuận thuần sẽ âm, trái với kế hoạch tăng lợi nhuận thuần của công ty là 5%. Có 2 nguyên nhân chính: 1) Công ty đã tiến hành giải ngân nguồn thu tài chính là lãi suất thu được do vốn thặng dư, 2) Lỗ thực hiện và lỗ dự phòng Đầu tư tài chính. Trong năm 2009, khi cảng Lê Chân (Hải Phòng), và Cảng Dung Quất hoàn thành, doanh thu của công ty sẽ tiếp tục tăng, mặc dù lợi nhuận khó có khả năng tăng với tốc độ tương ứng do chi phí lãi vay, khấu hao và chi phí vận hành trong những năm đầu hoạt động của cảng.
- Rủi ro đầu tư:**
    - Thiếu sự minh bạch trong việc công bố tình hình đầu tư tài chính của công ty, các nhà đầu tư sẽ không biết được lợi nhuận thuần thực tế của công ty cho đến khi báo cáo tài chính được công bố.
    - Rủi ro cổ phiếu bị pha loãng: trong những năm tới, GMD sẽ tiếp tục tăng nợ và vốn để tài trợ cho những dự án cần nhiều vốn (như đầu tư xây dựng cảng).

Thông tin cổ phiếu		17/9/2008	
Giá hiện tại (VND)		52.000	
Biên độ biến động giá 52 tuần gần nhất (VND)		37.500-157.000	
SLCP lưu hành		47.447.505	
Tổng vốn hoá thị trường (Tỷ VND)		2.467	
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)		48,99%	
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)		5,89%	
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất		81.105	
Biến động giá	-1 tháng	-3 tháng	-6 tháng
% thay đổi	7,2%	30,9%	-35,2%
So với SSI30	17,1%	-5,7%	-20,8%



Chỉ số cơ bản	2006	2007A	2008E	2009E
Doanh thu (triệu VND)	1.211.978	1.171.917	1.640.684	2.132.889
LNST (triệu VND)	169.002	216.742	178.249	204.385
EPS (VND)	4.898,6	4.562,9	3.752,6	2.838,6
P/E (x)	10,6	11,4	13,9	18,3
P/B (x)	2,9	1,1	1,1	1,4
EV/EBITDA (x)	11,8	9,0	11,6	10,0
Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt/giá (%)		2,9%	2,9%	2,9%
ROE (%)	26%	9%	7%	8%
ROA (%)	12%	7%	4%	4%

Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	20%	19%	17%	17%
EBITDA/doanh thu	19%	25%	24%	23%
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	14%	18%	11%	10%
Tăng trưởng doanh thu	10%	-3%	40%	30%
Tăng trưởng EBITDA	17%	27%	0%	28%
Tăng trưởng EPS	-9%	-7%	-18%	-24%
Tỷ suất vốn lưu động	11%	37%	34%	15%
Hệ số thanh toán hiện tại	93%	212%	114%	105%
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	60%	20%	40%	49%



**CTCP Nhựa Thiếu Niên Tiền Phong**  
Mã: NTP

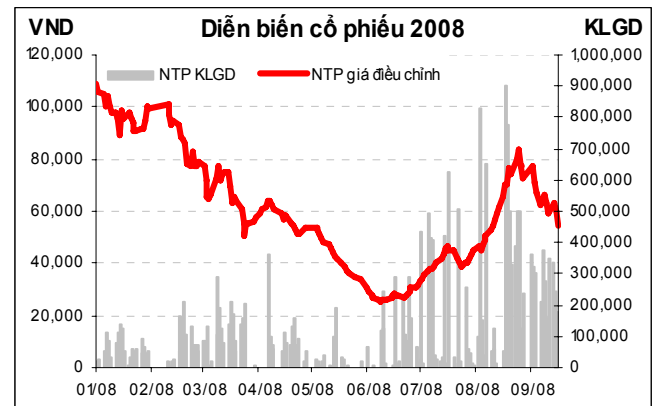
**Ngành: Công nghiệp**

**Chuyên viên : Nguyễn Thu Huyền**  
[huyenntt@ssi.com.vn](mailto:huyenntt@ssi.com.vn)

- **Giới thiệu chung:** Tiền thân là DNNN mang tên Nhà máy Nhựa Thiếu Niên Tiền Phong ra đời năm 1960, công ty ngày nay đã trở thành nhà sản xuất ống nhựa xây dựng lớn nhất nước, với vị trí thống lĩnh tại thị trường miền Bắc (nắm hơn 60% thị phần). Sản phẩm chính gồm ống nhựa u.PVC (chiếm 70% doanh thu), ống HDPE và PPR.
  - **Nhận định cơ bản**
    - NTP đang giao dịch tại mức P/E hiện tại 7,7x, cao hơn mức 6,6x của BMP. Mức định giá cao hơn này bắt đầu từ khi công ty đưa ra báo cáo kết quả kinh doanh quý 2 cực kỳ ấn tượng với mức tăng trưởng lợi nhuận đạt 60% so với cùng kỳ năm ngoái, trong khi con số tương ứng của Bình Minh kém hơn rất nhiều (-6%).
    - Từ trước đến giờ công ty vẫn cho thấy định hướng kinh doanh nhất quán tập trung vào lĩnh vực chủ chốt là sản xuất ống nhựa, hầu như không đầu tư tài chính ngoài một khoản dài hạn rất nhỏ vào CP (1,6 tỷ đồng). Nhờ đó, công ty không hề phải trích lập dự phòng đầu tư trong bối cảnh TTCK sa sút gần đây như rất nhiều công ty khác
    - Vị trí thống trị tuyệt đối của Tiền Phong tại miền Bắc dường như quá vững chắc với bất kỳ đối thủ cạnh tranh nào. Các bước tiến vào thị trường này của Đệ Nhất, Bình Minh từ miền Nam đến nay vẫn chưa đem lại những kết quả khả quan.
  - **Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** Mặc dù đây là một giai đoạn rất khó khăn của công ty trong bối cảnh giá nguyên liệu (hạt nhựa) tăng vọt do ảnh hưởng của giá dầu, lãi suất tăng mạnh cũng như tỷ giá ngoại tệ biến động rất bất lợi, Tiền Phong vẫn đạt kết quả rất tốt trong quý 1, và quý 2 thậm chí còn ấn tượng hơn. Điều này một phần là nhờ công ty đã chuyển giá thành cao cho người mua thông qua tăng mạnh giá bán. Tỷ suất lợi nhuận gộp Q2 đạt mức cao nhất trong vòng 6 quý trở lại đây (28,7%). Kết thúc 6 tháng đầu năm, công ty đã hoàn thành 63% của kế hoạch LN đặt ra trong năm nay (144 tỷ đồng).
- Triển vọng 2008-2009:** Nửa cuối năm được dự báo sẽ khó khăn hơn do hoạt động xây dựng nhiều khả năng sẽ chậm lại (dưới ảnh hưởng của việc chính phủ chủ trương trì hoãn nhiều dự án công, và tình trạng đóng băng của thị trường BĐS). Dù vậy, với việc lượng hàng tiêu thụ rất mạnh trong suốt nửa đầu năm, ngay cả khi giá bán tăng cao, nhu cầu ống nhựa xây dựng dường như vẫn khá lớn so với dự đoán trước đây. Nhìn chung chúng tôi cho rằng công ty sẽ hoàn thành mức kế hoạch về sản lượng bán hàng và vượt nhẹ kế hoạch lợi nhuận đặt ra. Sang năm sau, lượng vốn FDI lớn cam kết đổ vào lĩnh vực BĐS nhiều khả năng sẽ bù đắp phần sụt giảm có thể của thị trường xây dựng trong nước, và công ty vẫn sẽ duy trì được mức sản lượng bán ít nhất bằng năm nay. Giá hạt nhựa, lãi suất và tỷ giá đô/đồng được kỳ vọng sẽ bớt biến động hơn. Nhưng với việc chỉ còn hưởng 50% mức miễn thuế TNDN, LNST của công ty sẽ bị giảm tương đối.
- **Rủi ro đầu tư:**
    - Rủi ro tỷ giá và lãi suất: Tiền Phong chịu một khoản chi phí tài chính (lãi vay và lỗ do chênh lệch tỷ giá) lớn trong Q2/08. Dù tỷ giá và lãi suất gần đây đã ổn định hơn, những rủi ro này sẽ luôn gắn với hoạt động kinh doanh của công ty do nhu cầu vốn lưu động của Tiền Phong chủ yếu được tài trợ bởi các khoản vay ngắn hạn, thường bằng đô la
    - Rủi ro thị trường: giá hạt nhựa biến động theo giá dầu, một loại hàng hóa có những biến động mạnh và khó dự đoán, như đã thấy trong suốt 7 tháng đầu năm nay. Ngoài ra, thị trường xây dựng trong nước cũng đang chững lại và thị trường BĐS chưa có dấu hiệu sớm hồi phục, sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu ống nhựa xây dựng của công ty.

Thông tin cổ phiếu		17/9/2008
Giá hiện tại (VND)		54.600
Biên độ biến động giá 52 tuần gần nhất (VND)		25.400-148.000
SLCP lưu hành		21.668.998
Tổng vốn hoá thị trường (Tỷ VND)		1.183
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)		37%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)		17,9%
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất		148.636
Biến động giá		
	-1 tháng	-3 tháng
% thay đổi	-16,8%	105,5%
So với SSI30	-9,1%	48,1%

Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Doanh thu thuần (triệu đồng)	716.460	903.296	1.237.515	1.365.449
LNST (triệu đồng)	118.945	125.441	145.854	119.964
EPS (đồng)	8.233,7	5.788,9	6.730,9	5.695,6
P/E (x)	N/A	9,4	8,1	10
P/B (x)	N/A	3,5	2,82	2,4
EV/EBITDA (x)	N/A	8,5	6,9	7,0
Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt/giá	1,832%	5,5%	5,5%	4,5%
ROE (%)	48%	37%	35%	25%
ROA (%)	35%	23,1%	22,3%	16%



Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	28,2%	23,85%	23,88%	20,14%
EBITDA/doanh thu	21,4%	16,6%	15,1%	13,9%
Tỷ suất LNST	16,6%	13,9%	11,8%	8,8%
Tăng trưởng doanh thu	15,6%	26,1%	37,0%	10,3%
Tăng trưởng LNST	11,4%	-2,2%	24,3%	1,4%
Tăng trưởng EPS	-27,1%	-29,7%	16,3%	-15,4%
Tỷ suất vốn lưu động	303%	203%	212%	207%
Hệ số thanh toán hiện tại	197,1%	128,3%	135,0%	126,5%
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	21,6%	32,9%	31,4%	30,9%



**Tổng Công ty cổ phần Vận tải dầu khí**  
Mã: PVT

**Ngành: Công nghiệp**

**Chuyên viên : Đào Thị Mai Hoa**  
[hoadtm@ssi.com.vn](mailto:hoadtm@ssi.com.vn)

● **Giới thiệu chung:** Thành lập năm 2002, PVTrans cung cấp dịch vụ vận tải dầu khí và các sản phẩm dầu, đáp ứng nhu cầu ngày càng lớn của ngành Dầu khí ở Việt nam và khu vực. Cổ phiếu PVT được niêm yết trên sàn HOSE ngày 27/11/2007, vốn điều lệ hiện tại là 720 tỉ đồng. Ngành nghề kinh doanh chủ yếu của công ty bao gồm dịch vụ vận tải dầu khí và vận tải hàng hoá đường bộ nội địa. Hiện tập đoàn dầu khí Việt Nam PetroVietnam đang nắm giữ 60% cổ phần PVT.

● **Nhận định cơ bản:**

- **Yếu tố quyết định tăng trưởng:** 99% doanh thu và lợi nhuận của PVT đến từ hai con tàu vận chuyển dầu thô 96000 tấn. Trong năm 2008, PVT đã tiếp nhận thêm hai tàu chở dầu sản phẩm, góp phần tăng doanh thu cho công ty. Công ty đã ký hợp đồng đóng mới với tập đoàn đóng tàu Vinashin 3 con tàu chở dầu Aframax 100000 tấn trong năm 2007. Dự kiến một con tàu Aframax sẽ được giao đầu năm 2009. 3 con tàu mới này sẽ được dùng để vận chuyển dầu thô từ các mỏ dầu về Nhà máy lọc dầu Dung Quất (dự kiến đi vào hoạt động trong 2009).
- **Lợi thế cạnh tranh:** (1) PVT hiện vẫn đang là công ty Việt Nam duy nhất vận chuyển dầu thô trong và ngoài nước. (2) Với tư cách là một thành viên của tập đoàn dầu khí quốc gia PetroVietnam, PVT có cơ hội tiếp cận với nhiều nguồn vốn vay ưu đãi và các dự án trọng điểm quốc gia. (3) Ban lãnh đạo của PVT đã thể hiện sự thận trọng trong vấn đề phòng ngừa rủi ro tài chính bằng cách ký hợp đồng Swap với ngân hàng nổi tiếng nước ngoài.

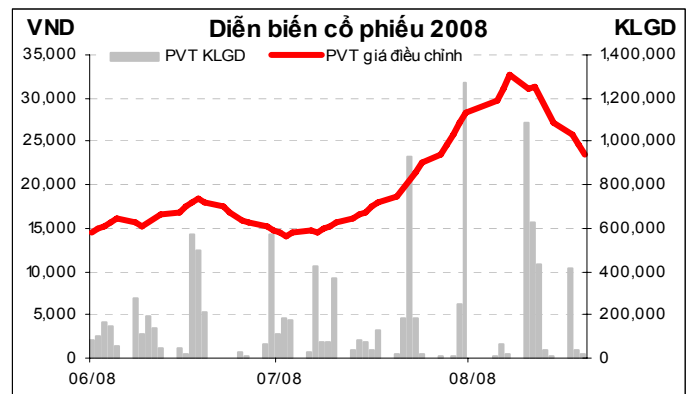
● **Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** Trong 6 tháng đầu năm, PVT đạt 391 tỷ đồng doanh thu, cao hơn 58% so với cùng kỳ năm ngoái và đạt được 38% kế hoạch cả năm. Doanh thu tăng đáng kể như vậy chủ yếu do giá cước thuê tàu trên thế giới trong nửa đầu năm tăng rất cao so với nửa đầu 2007. Tuy nhiên, giá dầu thế giới cũng tăng vọt làm cho tỷ lệ giá vốn hàng bán cũng tăng cao lên mức 83% so với 75% của năm 2007. Lợi nhuận sau thuế đạt 32 tỉ đồng, đạt 80% kế hoạch cả năm và cao hơn cùng kỳ 2007 92%. Tuy nhiên đáng lưu ý là doanh thu tài chính (đến từ chênh lệch tỷ giá hối đoái) góp phần đáng kể vào lợi nhuận sau thuế 6 tháng đầu năm. Chi phí lãi vay cũng tăng tương đối do PVT phải vay vốn đối ứng để mua con tàu chở dầu trong năm 2008.

**Triển vọng 2008-2009:** Dự kiến doanh thu PVT trong năm 2008 tăng 85% so với năm 2007 do cước thuê tàu chở dầu thô trên thế giới tăng cao so với 2007 và PVT cũng vừa nhận thêm 2 con tàu chở dầu trong năm 2008. Sau khi trích lập dự phòng lỗ do chênh lệch tỷ giá, lợi nhuận sau thuế của PVT có khả năng tăng gấp đôi so với năm ngoái. Trong năm 2009, khi nhà máy lọc dầu Dung Quất sẽ đi vào hoạt động, PVT sẽ được độc quyền vận chuyển dầu thô từ các mỏ dầu về nhà máy và có khả năng được vận chuyển 70% sản lượng dầu thành phẩm. Do đó, doanh thu và lợi nhuận của PVT trong 2009 sẽ tăng cao đáng kể.

● **Rủi ro đầu tư:**

- **Rủi ro trong kinh doanh** (1) Giá cước vận chuyển thế giới liên tục biến động có thể tác động xấu đến doanh thu và lợi nhuận của PVT. (2) Giá dầu thế giới tăng cao sẽ làm giảm lợi nhuận của PVT vì chi phí nhiên liệu chiếm tới 40% tổng chi phí. (3) So sánh với các đối thủ quốc tế, đội tàu của PVT vẫn còn rất khiêm tốn và trình độ quản lý của PVT vẫn còn nhiều điểm hạn chế.
- **Rủi ro thị trường:** (1) Khi PVT phát hành thêm 75,6 triệu cổ phiếu cuối năm 2008, EPS sẽ bị pha loãng. (2) Do đặc thù của ngành vận tải biển, PVT luôn phải vay nợ ngân hàng khá nhiều để đầu tư mua các tàu mới, đòi hỏi hàng năm PVT phải bỏ ra nguồn tiền khá lớn để trả nợ. Lãi vay cao; dự phòng trượt giá VND so với USD cũng là những rủi ro mà PVT có thể gặp phải

Thông tin cổ phiếu	17/9/ 2008
Giá hiện tại (VND)	23.400
Biên độ biến động giá 52 tuần gần nhất (VND)	13.700-96.000
SLCP lưu hành	72.000.000
Tổng vốn hoá thị trường (Tỷ VND)	1.685
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	60%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	2.2%
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất	124.089
Biến động giá	-1 tháng
% thay đổi	25,1%
Số với SSI30	36,6%



Chỉ tiêu cơ bản	2006	2007A	2008E	2009E
Doanh thu (triệu VND)	442.350	479.045	886.233	1.329.350
Lợi nhuận từ HĐSXKD (triệu VND)	98.609	71.014	149.360	248.588
EPS (VND)	1.002	318	482*	612
P/E (x)	37,5	73,5	42,7	18,7
P/B (x)	2,1	2,2	2,3	2,2
EV/EBITDA (x)	11,9	4,2	8,1	6,2
Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt/giá	0%	1%	2%	2%
ROE (%)	9%	3%	3%	7%
ROA (%)	3%	1%	1%	3%

Chỉ tiêu cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	32%	22%	24%	26%
EBITDA/Doanh thu	42%	101%	44%	45%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	10%	5%	5%	8%
Tăng trưởng doanh thu	104%	8%	85%	50%
Tăng trưởng lợi nhuận thuần	95%	-49%	112%	119%
Tăng trưởng EPS	-12%	-68%	51%	27%
Tỷ suất vốn lưu động	46%	-26%	-43%	1%
Hệ số thanh toán nhanh	266%	67%	43%	86%
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	173%	132%	132%	141%

\* EPS điều chỉnh

**Công ty cổ phần Cơ Điện Lạnh**  
Mã: REE

**Ngành: Công nghiệp**

**Chuyên viên: Tô Thùy Linh**  
[linhtt@ssi.com.vn](mailto:linhtt@ssi.com.vn)

● **Giới thiệu chung:** Tiền thân là công ty nhà nước thành lập năm 1977, REE là một trong các công ty được cổ phần hóa và niêm yết sớm nhất. REE hoạt động dưới mô hình tập đoàn, với 5 công ty con chuyên về 3 lĩnh vực chính: hoạt động truyền thống M&E cho các dự án dân dụng và công nghiệp, mảng kinh doanh bất động sản mới phát triển nhưng tăng trưởng nhanh, và sản xuất điều hòa nhiệt độ. REE sở hữu thương hiệu mạnh trong lĩnh vực M&E (cơ khí và điện lạnh) với kinh nghiệm lâu năm và được quản lý bởi ban lãnh đạo có trình độ. Đặc biệt là những mảng kinh doanh mới phát triển của REE đã trở thành mảng đóng góp lợi nhuận lớn nhất cho công ty.

● **Nhận định cơ bản:**

- **Yếu tố quyết định tăng trưởng:** Mảng kinh doanh bất động sản đang và sẽ tiếp tục là nguồn thu nhập quan trọng nhất của REE trong vài năm tới. Hiện tại công ty có khoảng 85.000 m2 văn phòng cho thuê, trong đó có 4 tòa nhà E.Town. Bên cạnh khoảng 30.000 m2 diện tích cho thuê đang xây dựng, REE cũng tích cực tìm kiếm các dự án mới, hứa hẹn sự tăng trưởng doanh thu tốt trong tương lai. REEtech, mảng điều hòa nhiệt độ, tuy rằng mới đóng góp phần nhỏ hơn trong tổng doanh thu (~20%), đã đạt được tốc độ tăng trưởng cao, trên 40%, kể từ khi thành lập năm 2006. Tuy nhiên, cạnh tranh khốc liệt trong ngành điều hòa nhiệt độ sẽ kìm hãm tốc độ tăng trưởng của ReeTech. Đối với mảng kinh doanh truyền thống M&E, doanh thu phụ thuộc vào từng dự án cụ thể, do vậy chúng tôi không kỳ vọng mức tăng trưởng mạnh và ổn định của mảng kinh doanh này.
- **Lợi thế cạnh tranh:** REE là 1 trong 3 công ty trong lĩnh vực M&E lớn nhất Việt Nam, và có khả năng giành được những dự án M&E có giá trị cao. REE đã từng trúng thầu vào các dự án lớn như Trung tâm hội nghị quốc gia và dự án Sân bay Tân Sơn Nhất, điều này khẳng định thương hiệu và vị trí của công ty trên thị trường. Đối với mảng điều hòa nhiệt độ, tuy REE mới chỉ là công ty nhỏ trên thị trường (6% thị phần), cho đến nay REE đã cạnh tranh khá thành công bằng việc đặt mức giá bán thấp hơn và tận dụng mối quan hệ của công ty với các công ty đầu tư, các nhà thiết kế bất động sản và các nhà tư vấn chuyên nghiệp để quảng bá cho sản phẩm ReeTech.

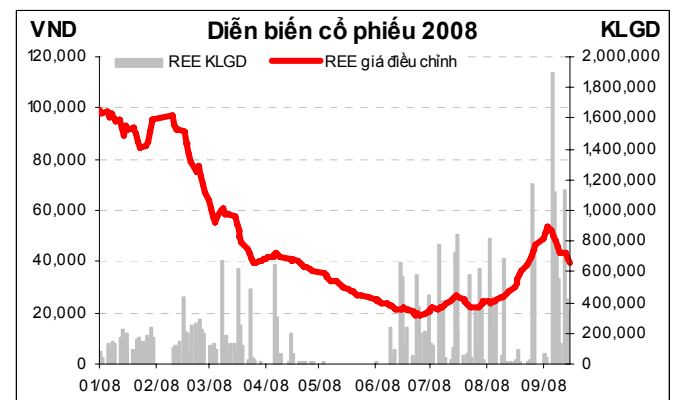
● **Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** REE công bố mức lỗ trong 6 tháng 2008 là 174,5 tỷ đồng, chủ yếu do khoản trích lập dự phòng đầu tư chứng khoán lớn. Ba lĩnh vực kinh doanh chính vẫn có lãi và tăng trưởng. Sự kiện nổi bật nhất trong mảng bất động sản là 2 tòa nhà E.Town3 và E.Town4 đã bắt đầu đi vào hoạt động, nâng tổng diện tích cho thuê từ 70.000m2 lên thêm 15.000m2, đây chính là nguồn tăng trưởng lợi nhuận trong nửa sau năm 2008. Đối với mảng điều hòa nhiệt độ, cạnh tranh khốc liệt trong ngành, giá đầu vào tăng, cộng với sự biến động bất lợi của tỷ giá VND/USD đã làm giảm đáng kể tỷ suất lợi nhuận của REEtech.

**Triển vọng 2008-2009:** Mảng bất động sản sẽ tiếp tục là nguồn tăng trưởng doanh thu của công ty trong nửa cuối năm 2008 và năm 2009, tăng trưởng do việc tăng tổng diện tích cho thuê và tăng giá cho thuê. Do công ty đã trích lập dự phòng đầu tư tài chính tương đối đầy đủ, lợi nhuận ròng sẽ được hỗ trợ từ việc bán cổ phiếu, đặc biệt những cổ phiếu mua với giá thấp. Mảng R&E và ReeTech sẽ tăng trưởng chậm hơn trong bối cảnh điều kiện kinh tế không thuận lợi, gây trì hoãn các dự án xây dựng. Có nhiều khả năng REE sẽ bán được 30% REE M&E trong năm 2008 và ghi nhận 1 khoản lãi từ bán 1 phần công ty con này. IPO của Reetech sẽ lùi lại vào năm 2009. Do thiếu thông tin, chúng tôi đã thận trọng không tính khoản lãi từ IPO Reetech vào ước tính năm 2009.

● **Rủi ro đầu tư:** Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của REE M&E và Reetech phụ thuộc vào sự phát triển của ngành bất động sản. Sự phát triển chậm lại của ngành xây dựng và bất động sản chắc chắn sẽ gây khó khăn cho công ty trong việc giành được các dự án mới. Cạnh tranh trong ngành điều hòa trở nên khốc liệt hơn, và thực tế đã làm giảm tỷ suất lợi nhuận của REE. Một lượng lớn đầu tư vào chứng khoán cũng đem lại nhiều rủi ro cho công ty trong trường hợp thị trường chứng khoán sụt giảm.

Thông tin cổ phiếu		17/09/2008
Giá hiện tại (VND)		39.400
Biên độ biến động giá 52 tuần gần nhất (VND)		26.000 – 161.000
SLCP lưu hành		80.792.462
Tổng vốn hoá thị trường (Tỷ VND)		3.183
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)		6,85%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)		48,98%
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất		201.294
Biến động giá		
	-1 tháng	-3 tháng
% thay đổi	30,5%	92,6%
So với SSI30	42,5%	38,8%

Các chỉ số cơ bản	2006	2007A	2008E	2009E
Doanh thu (Triệu VND)	824.141	977.085	1.179.807	1.370.380
Lợi nhuận sau thuế (Triệu VND)	222.530	291.527	159.511	243.454
EPS (VND)	6.580	5.059	2.298	2.998
P/E (x)	6	8	20	13
P/B (x)	1,2	1,0	1,3	1,2
EV/EBITDA (x)	17,2	13,5	10,7	8,3
Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt/giá (%)	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%
ROE (%)	21%	13%	7%	9%
ROA (%)	15%	10%	5%	7%



Các chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	26%	30%	29%	30%
EBITDA/ Doanh thu	21%	23%	21%	23%
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	27%	30%	14%	18%
Tăng trưởng doanh thu	113%	19%	21%	16%
Tăng trưởng EBITDA	87%	29%	12%	25%
Tăng trưởng EPS	174%	-23%	-55%	30%
Tỷ suất vốn lưu động	69%	111%	104%	86%
Hệ số thanh toán nhanh	244%	261%	279%	248%
Hệ số Nợ/ Vốn chủ sở hữu	11%	5%	5%	4%

**Công ty Cổ phần Vận tải Xăng dầu VIPCO**  
Mã: VIP

**Ngành: Công nghiệp**

**Chuyên viên : Đào Thị Mai Hoa**  
[hoadtm@ssi.com.vn](mailto:hoadtm@ssi.com.vn)

● **Giới thiệu chung:** Thành lập 2/12/2005, VIP chính thức được niêm yết trên sàn HOSE ngày 21/12/2006, vốn điều lệ hiện tại là 598 tỷ đồng. Ngành nghề kinh doanh chính bao gồm vận chuyển xăng dầu quốc tế và nội địa, đại lý hàng hải, kinh doanh xăng dầu, kinh doanh khai thác cầu cảng và kinh doanh bất động sản. VIP vận chuyển khoảng 10% tổng lượng xăng dầu nhập khẩu cả nước. 51% cổ phần của VIP được nắm giữ bởi Petrolimex.

● **Nhận định cơ bản:**

- **Yếu tố quyết định tăng trưởng:** Trong năm 2007, 37% doanh thu của VIP đến từ vận chuyển xăng dầu trong và ngoài nước trong khi 61% đến từ kinh doanh đại lý xăng dầu. Tuy nhiên, lợi nhuận đến chủ yếu từ vận tải xăng dầu do tỷ suất lợi nhuận gộp của kinh doanh đại lý xăng dầu rất thấp, chỉ khoảng 2%.
- **Lợi thế cạnh tranh:** (1) VIP đã xin được giấy phép xây dựng Cảng hoá chất và container Đình Vũ tại thành phố Hải Phòng trong năm 2007. Dự án dự kiến sẽ bắt đầu đem lại doanh thu từ năm 2010. (2) VIP vận chuyển 15% lượng nhập khẩu xăng dầu của Petrolimex, đây đóng vai trò là nguồn thu ổn định cho VIP.

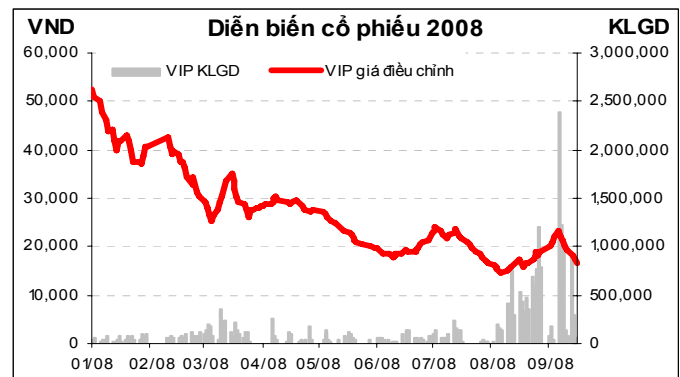
● **Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** Trong 6 tháng đầu năm 2008, doanh thu của VIP tăng 34% so với cùng kỳ năm ngoái, đạt 53% kế hoạch năm. Doanh thu tăng toàn bộ đến từ kinh doanh đại lý xăng dầu, khoản này đã ghi nhận 58% tăng trưởng so với cùng kỳ 2007 trong khi vận tải xăng dầu giảm nhẹ 2% do cước định hạn giảm. Giá vốn hàng bán cũng tăng 44% với cùng kỳ năm ngoái, khiến cho lợi nhuận đến từ hoạt động kinh doanh giảm 15,8% so với cùng kỳ 2007. Lợi nhuận sau thuế cũng giảm 15% so với cùng kỳ 2007, đạt 41% kế hoạch năm.

**Triển vọng 2008-2009:** Dự kiến doanh thu của VIP chỉ tăng nhẹ trong năm 2008. Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh có thể giảm nhẹ so với 2007 do chi phí đầu vào tăng cao (một trong số các tàu lớn của VIP vận chuyển theo cước quốc tế, vì vậy sẽ chịu ảnh hưởng bởi giá dầu quốc tế). Lợi nhuận sau thuế trong 2008 có thể sẽ thấp hơn 2007 do VIP không có được nguồn thu từ việc bán tàu hay kinh doanh chứng khoán như trong năm 2007. Bên cạnh đó, việc VIP phải trích lập dự phòng lỗ chênh lệch tỷ giá hối đoái cũng làm giảm đáng kể lợi nhuận của công ty. Sang năm 2009, VIP sẽ cần khoản vốn khá lớn để đầu tư cho các dự án đang dở dang như dự án cảng Đình Vũ, dự án mua 4 con tàu chở dầu mới, dự án nhà ở Anh Dũng và dự án bất động sản cao ốc cho thuê. Trong điều kiện thị trường chứng khoán vẫn chưa hoàn toàn hồi phục, chúng tôi cho rằng VIP sẽ phải dùng đến khoản vốn vay (ngân hàng hoặc phát hành trái phiếu).

● **Rủi ro đầu tư:**

- **Rủi ro trong kinh doanh** (1) Giá cước vận chuyển thế giới liên tục biến động có thể tác động xấu đến doanh thu và lợi nhuận của VIP. (2) Việc VIP đầu tư vào nhiều lĩnh vực đòi hỏi nguồn vốn lớn và kèm theo nhiều rủi ro (3) Các yêu cầu quy định về phòng chống ô nhiễm môi trường và an toàn hàng hải quốc tế sẽ buộc ban lãnh đạo của VIP phải liên tục nâng cao chất lượng đội tàu.
- **Rủi ro thị trường:** Do đặc thù của ngành vận tải biển, VIP phải vay nợ khá nhiều, đòi hỏi hàng năm VIP phải bỏ ra nguồn tiền lớn để trả gốc và lãi. Lãi vay cao; dự phòng trượt giá VND so với USD cũng là những rủi ro mà VIP có thể gặp phải.

Thông tin cổ phiếu		17/9/ 2008		
Giá hiện tại (VND)		16.600		
Biên độ biến động giá 52 tuần gần nhất (VND)		14.700-93.000		
SLCP lưu hành		58.898.245		
Tổng vốn hoá thị trường (Tỷ VND)		978		
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)		51,0%		
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)		18,1%		
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất		168.052		
Biến động giá		-1 tháng	-3 tháng	-6 tháng
% thay đổi		-5,1%	-12,1%	-47,8%
So với SSI30		3,6%	-36,6%	-36,2%



Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Doanh thu (triệu VND)	842.593	1.050.799	1.239.943	1.363.938
Lợi nhuận thuần từ HĐSX (triệu VND)	93.197	137.219	135.526	147.169
EPS (VND)	2.319	2.503	1.577	2.051
P/E (x)	12,0	6,5	10,4	8,0
P/B (x)	1,3	1,3	1,3	1,2
EV/EBITDA (x)	7,0	6,0	6,2	8,9
Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt/giá (%)	4%	7%	7%	7%
ROE (%)	18%	19%	12%	14%
ROA (%)	12%	10%	7%	5%

Chỉ số cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14%	16%	14%	14%
EBITDA/Doanh thu	17%	22%	19%	19%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	10%	14%	8%	9%
Tăng trưởng doanh thu	26%	25%	18%	10%
Tăng trưởng EBITDA	206%	55%	4%	11%
Tăng trưởng EPS	215%	8%	-37%	30%
Tỷ suất vốn lưu động	43%	39%	20%	16%
Hệ số thanh toán nhanh	822%	382%	331%	111%
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	52%	97%	79%	203%

**Công ty cổ phần Vận tải xăng dầu Vitaco**  
Mã: VTO

**Ngành: Công nghiệp**

**Chuyên viên : Đào Thị Mai Hoa**  
[hoadtm@ssi.com.vn](mailto:hoadtm@ssi.com.vn)

● **Giới thiệu chung:** VTO là một doanh nghiệp nhà nước trước khi cổ phần hoá ngày 1/2/2006 và được niêm yết trên HOSE tháng 10/2007. Vốn điều lệ hiện tại của công ty là 600 tỷ đồng. Ngành nghề kinh doanh chủ yếu: vận chuyển xăng dầu cho Tổng công ty xăng dầu Việt nam Petrolimex. VTO vận chuyển 15% tổng lượng nhập khẩu xăng dầu toàn quốc và 40% tổng lượng xăng dầu nội địa. Ngoài ra VTO cũng kinh doanh đại lý xăng dầu, môi giới hàng hải, sửa chữa tàu bè trên biển. Hiện 51% cổ phần của VTO được Petrolimex nắm giữ.

● **Nhận định cơ bản:**

- **Yếu tố quyết định tăng trưởng:** Hơn 60% doanh thu của VTO đến từ vận chuyển xăng dầu tuyến quốc tế, 40% còn lại đến từ kinh doanh đại lý xăng dầu. 90% đội tàu VTO hiện nay đã được cho Petrolimex thuê định hạn. Trong năm 2009, hai con tàu mới 13.000 DWT VTO đã mua trong 2008 sẽ bắt đầu vận chuyển nhiên liệu máy bay cho Công ty xăng dầu hàng không Việt nam (Vinapco).
- **Lợi thế cạnh tranh:** (1) VTO sở hữu đội tàu chở dầu thành phẩm lớn và hiện đại bậc nhất ở Việt nam với tổng công suất lên tới 200.000 DWT. Đặc biệt, ba con tàu lớn của VTO vẫn còn mới, vỏ đôi, đạt tiêu chuẩn hàng hải quốc tế. (2) VTO vận chuyển 40% tổng lượng nhập khẩu xăng dầu của Petrolimex, đây đóng vai trò là nguồn thu ổn định cho VTO.

● **Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** Trong 6 tháng đầu năm 2008, doanh thu của VTO tăng 6% so với cùng kỳ năm ngoái nhưng lợi nhuận sau thuế lại bị giảm 40%. Doanh thu và lợi nhuận trong 1H 08 chỉ đạt tương ứng 43% và 42% kế hoạch cả năm. Nguyên nhân chủ yếu là do cước thuê tàu định hạn giảm, tàu ngừng hoạt động để sửa chữa lên đà và đã hết hạn miễn thuế doanh nghiệp.

**Triển vọng 2008-2009:** Doanh thu của VTO trong năm 2008 dự kiến chỉ tăng nhẹ so với năm 2007. Trong năm 2008, chi phí lãi vay của VTO sẽ tương đối lớn do VTO vừa mới mua ba con tàu mới trong năm (tổng giá trị khoản vay lên tới 1000 tỷ đồng). Chi phí lãi vay cao, chi phí khấu hao lớn và việc VTO đã hết thời gian miễn thuế sẽ là các nhân tố tác động lên lợi nhuận của VTO trong năm 2008. Bên cạnh đó, vì VTO phải trích lập dự phòng lỗ chênh lệch tỷ giá hối đoái, lợi nhuận của VTO sẽ bị ảnh hưởng đáng kể. Sang năm 2009, doanh thu sẽ tăng cao hơn do ba con tàu mới sẽ hoạt động đủ cả năm. Nếu VTO bán con tàu Petrolimex 04 trong năm 2009 như kế hoạch, lợi nhuận sẽ tăng vọt. Tuy nhiên, vì kế hoạch bán tàu vẫn chưa chắc chắn, chúng tôi không tính đến khoản doanh thu này trong quá trình dự tính doanh thu lợi nhuận 2009 của VTO.

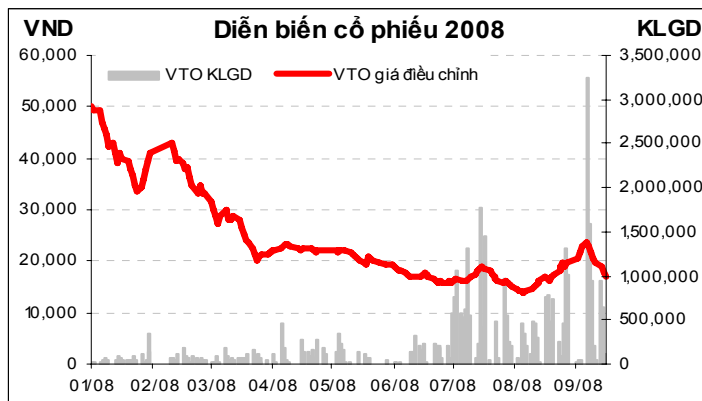
● **Rủi ro đầu tư:**

- **Rủi ro trong kinh doanh** (1) Vì hơn 90% đội tàu của VTO được dùng vận chuyển định hạn cho Petrolimex, VTO sẽ không thể được hưởng lợi từ việc giá cước vận chuyển thế giới tăng cao. (2) Các yêu cầu quy định về phòng chống ô nhiễm môi trường và an toàn hàng hải quốc tế sẽ buộc ban lãnh đạo của VTO liên tục nâng cao chất lượng đội tàu.
- **Rủi ro thị trường:** Do đặc thù của ngành vận tải biển, VTO phải vay nợ khá nhiều, đòi hỏi công ty phải bỏ ra khoản tiền khá lớn hàng năm để trả nợ. Lãi vay cao, dự phòng trượt giá VND so với USD cũng là những rủi ro mà VTO có thể gặp phải.

Thông tin cổ phiếu	17/9/ 2008
Giá hiện tại (VND)	17.100
Biên độ biến động giá 52 tuần gần nhất (VND)	14.000-102.000
SLCP lưu hành	59.600.000
Tổng vốn hoá thị trường (Tỷ VND)	1.019
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	51%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	7,77%
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất	295.152

Biến động giá	-1 tháng	-3 tháng	-6 tháng
% thay đổi	-17,4%	3,5%	-16,1%
So với SSI30	-9,8%	-25,4%	2,6%

Chỉ tiêu cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Doanh thu (triệu VND)	394.076	726.717	810.290	1.053.376
Lợi nhuận thuần từ hoạt động sản xuất kinh doanh (triệu VND)	113.485	177.638	166.109	222.516
EPS (VND)	2.208	3.130	1.253	1.831
P/E (x)	11,5	5,4	13,6	9,3
P/B (x)	1,4	1,7	1,2	1,2
EV/EBITDA (x)	13,4	6,4	8,3	5,4
Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt/giá (%)	N/A	8%	6%	7%
ROE (%)	18%	30%	9%	13%
ROA (%)	8%	11%	3%	4%



Chỉ tiêu cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	33%	28%	25%	25%
EBITDA/Doanh thu	29%	43%	44%	46%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	22%	26%	9%	10%
Tăng trưởng doanh thu	-8%	84%	12%	30%
Tăng trưởng EBITDA	48%	177%	14%	35%
Tăng trưởng EPS	120%	42%	-60%	46%
Tỷ suất vốn lưu động	70%	30%	27%	11%
Hệ số thanh toán nhanh	273%	227%	172%	152%
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	122%	180%	249%	203%

**Tổng công ty Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí**  
Mã: PVD

**Ngành: Dầu khí**

**Chuyên viên: Nguyễn Hồng Dung**  
[dzungnh@ssi.com.vn](mailto:dzungnh@ssi.com.vn)

● **Giới thiệu chung về công ty:** PVD được tách ra thành một công ty độc lập từ tổng công ty dịch vụ và kỹ thuật dầu khí Việt Nam (PTSC). PVD hiện đang cung cấp tất cả các dịch vụ liên quan đến khoan dầu khí: từ dịch vụ khoan, kiểm soát tràn dầu và cung cấp lao động; chủ yếu ở thềm lục địa Việt Nam. PVD mở rộng sang cung cấp dịch vụ vận hành giàn khoan nước sâu từ năm 2007 khi công ty mua một giàn khoan nước sâu (jackup) 90 mét nước. Hợp đồng đầu tiên cung cấp dịch vụ vận hành giàn khoan đã rất thành công. Hợp đồng trị giá 150 triệu USD kéo dài trong 2 năm, bằng khoảng 20% trị giá của dàn khoan. Trong năm nay, PVD cũng đã đặt thêm 2 giàn khoan jackup mới của Keppel Fels, dự kiến hoàn thành và chuyển giao cho PVD vào cuối năm 2009.

● **Nhận định cơ bản:**

- **Yếu tố quyết định tăng trưởng:** PVD sẽ sở hữu 3 giàn khoan ở mực nước sâu 90-120m nước. Những giàn này sẽ góp phần tăng thị phần của PVD trong lĩnh vực dịch vụ khoan dầu khí từ 10% lên 25% trong năm 2010. Giàn Jackup I đã đóng góp 50% lợi nhuận cho PVD trong 4 quý vừa qua. Trong những lĩnh vực dịch vụ khác, PVD cũng chiếm thị phần rất cao, vì PVD cho đến hiện tại vẫn là công ty duy nhất của Việt Nam cung cấp dịch vụ giếng khoan.
- **Lợi thế cạnh tranh:** Những công ty có nhu cầu tiến hành hoạt động khai thác thăm dò dầu khí (hoạt động E&P) ở Việt Nam đều phải thành lập công ty liên doanh (JV) hoặc công ty liên doanh điều hành (JOC) với PetroVietnam. PVD sẽ có nhiều thuận lợi hơn so với các đối thủ cạnh tranh nước ngoài của mình nhờ vào mạng lưới và khả năng huy động vốn. PVD cũng được miễn thuế thu nhập doanh nghiệp cho tới năm 2010 do PVD được hưởng ưu đãi thuế dành cho các công ty sớm tiến hành cổ phần hoá và niêm yết trên thị trường chứng khoán.

● **Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** PVD có kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008 rất ấn tượng. Lợi nhuận đạt 70% kế hoạch cả năm, mặc dù doanh thu chỉ đạt 56% kế hoạch cả năm. Doanh thu từ vận hành giàn khoan jackup I rất ổn định với hiệu suất trên 95% trong 6 tháng đầu năm. Lý do cho sự khác biệt này, là bởi vì mảng thương mại, vốn đóng góp doanh thu cao nhưng lại chỉ 5% lợi nhuận đã giảm đáng kể trong năm 2008. Trong khi đó, mảng dịch vụ truyền thông lại tăng trưởng mạnh, và với lợi nhuận biên trên 20%, các dịch vụ truyền thông đã mang lại thành tích 6 tháng đáng kể nói trên.

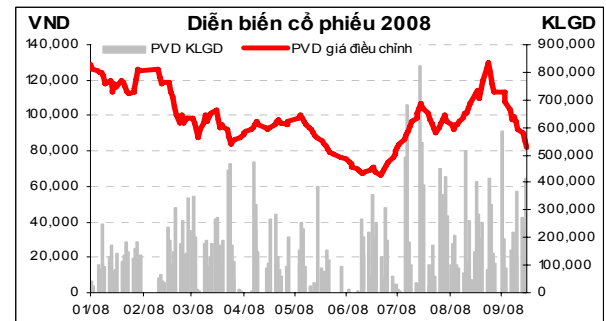
**Triển vọng 2008-2009:** Giá thuê giàn cao đã khiến nhiều công ty cung cấp dịch vụ khoan trên toàn thế giới đặt đóng mới rất nhiều giàn, chúng tôi tin rằng từ năm 2010, xu hướng thừa cung sẽ làm giá thuê giàn khoan giảm nhẹ. Các ước tính cho năm 2009 là dựa trên giả sử giá thuê giàn sẽ giảm khoảng 10% trung bình. Hai giàn khoan jackup với sẽ được giao vào quý 4 năm 2009 và sẽ bắt đầu đem lại doanh thu, mặc dù chi phí đầu tư cho hai giàn khoan này khá cao (Chi phí đầu tư=Lãi suất+Lỗ dự phòng do chênh lệch tỷ giá). Việc PVD sẽ mua lại hoàn toàn PVDInvest vẫn chưa được đưa vào mô hình dự báo của chúng tôi.

● **Rủi ro đầu tư:**

- PVD có dự tính sẽ sáp nhập PVD Invest và PVD, tuy chưa thông báo tỉ lệ chuyển đổi cổ phiếu. Thị trường có nhắc tới tỷ lệ 5:1, nghĩa là 5 cổ phiếu PVD Invest được đổi thành 1 cổ phiếu PVD (PVD đang nắm giữ 51% PVD Invest). Nếu PVDInvest được sáp nhập, PVD có điều kiện đầu tư vào 2 giàn khoan jackup mới với chi phí thấp hơn, do PVD có uy tín trên thị trường nợ hơn PVDInvest. Ngoài ra, PVDInvest có 49 triệu cổ phiếu cần được chuyển đổi và 500 tỷ VND trái phiếu chuyển đổi có thể được chuyển thành trái phiếu hoặc cổ phiếu PVD. Điều này cũng dẫn đến nguy cơ cổ phiếu PVD bị pha loãng.
- Trong 2 năm trở lại đây, giá dầu thô trên thế giới cao và tương ứng là nhu cầu cao về dịch vụ cung cấp thiết bị khoan. Theo ước tính, đến năm 2010, trên thế giới cung về giàn khoan jackup sẽ vượt cầu. Mặc dù cầu về dịch vụ của PVD ở Việt Nam vẫn sẽ duy trì ở mức cao, tình trạng cung vượt cầu trên thế giới sẽ tiếp tục tác động làm giảm giá cho thuê giàn khoan theo ngày của PVD. Cùng với tình hình giá dầu thế đang giảm, ước tính doanh thu của PVD giảm 10% của chúng tôi có thể vẫn quá lạc quan.

Thông tin cổ phiếu	17/9/2008
Giá hiện tại (VND)	82.000
Biên độ biến động giá 52 tuần gần nhất (VND)	65.000-179.000
SLCP lưu hành	132.167.504
Tổng vốn hoá thị trường (Tỷ VND)	10.838
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	30,42%
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	50,38%
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất	177.669

Biến động giá	-1 tháng	-3 tháng	-6 tháng
% thay đổi	-26,8%	22,8%	-12,3%
So với SSI30	-20,1%	-11,5%	7,3%



Chỉ tiêu cơ bản	2006	2007A	2008E	2009E
Doanh thu (triệu VND)	1.421.624	2.738.605	3.077.762	3.264.174
Lợi nhuận thuần từ HĐSXKD (triệu VND)	158.922	595.651	875.647	993.888
EPS (VND)	1.766.7	5.233.2	5.929.8	5.623.2
P/E (x)	N/A	18,8	13,8	14,6
P/B (x)	N/A	4,9	3,7	3,4
EV/EBITDA (x)	N/A	15,8	12,0	12,5
Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt/giá	N/A	2,2%	2,4%	2,4%
ROE (%)	15%	24%	23%	20%
ROA (%)	6%	13%	12%	9%

Chỉ tiêu cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14%	26%	34%	37%
EBITDA/doanh thu	21%	27%	35%	38%
Tỷ suất LNST	8%	21%	25%	27%
Tăng trưởng doanh thu	0%	93%	12%	6%
Tăng trưởng EBITDA	0%	144%	44%	15%
Tăng trưởng EPS	0%	196%	13%	-5%
Tỷ suất vốn lưu động	0%	29%	30%	30%
Hệ số thanh toán nhanh	96%	241%	197%	221%
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	89%	59%	67%	115%



**Tổng Công ty CP dịch vụ kỹ thuật dầu và khí**  
**Mã: PVS**

**Ngành: Dầu khí**

**Chuyên viên: Nguyễn Hồng Dung**  
[dzungnh@ssi.com.vn](mailto:dzungnh@ssi.com.vn)

● **Giới thiệu chung về công ty:** Năm 1993, PVS được thành lập là công ty con trực thuộc tổng công ty dầu khí Việt Nam. Năm 2006, PVS cổ phần hóa với 51% vốn cổ phần do Petro Việt Nam nắm giữ. Hiện thời, PVS đang là nhà cung cấp hàng đầu về dịch vụ kỹ thuật dầu và khí ở Việt Nam. Những dịch vụ cung cấp chủ yếu của công ty bao gồm: các dịch vụ về đại lý tàu biển, dịch vụ vận hành và bảo dưỡng, dịch vụ khảo sát (ROV) và các dịch vụ hàng hải khác. Công ty đang có 14 công ty con và hơn 4000 nhân công. Tổng tài sản của công ty là 200 triệu USD và doanh thu đạt hơn 260 triệu USD.

● **Nhận định cơ bản:**

- **Yếu tố quyết định tăng trưởng:** (1) Dịch vụ tàu chuyên ngành dầu khí: cung cấp dịch vụ chủ yếu ở căn cứ Vũng Tàu, nơi tập trung nhiều mỏ dầu khí nhất. Mảng dịch vụ này đóng góp hơn một nửa doanh thu và lợi nhuận cho công ty. PVS chiếm trên 85% thị phần. Công ty coi đây là mảng kinh doanh chiến lược của mình, và đang đặt kế hoạch phát triển đội tàu dịch vụ lên hơn 100 chiếc đến năm 2025. (2) Dịch vụ khai thác cảng: chủ yếu ở căn cứ Vũng Tàu, đóng góp 20% vào lợi nhuận công ty. Trong năm 2008 và những năm tới, PVS đầu tư xây dựng thêm căn cứ cảng như Cảng dịch vụ dầu khí tổng hợp Phú Mỹ (Vũng Tàu), Cảng Đình Vũ (Hải Phòng), Cảng dịch vụ dầu khí tổng hợp Dung Quất (Quảng Ngãi),... Những cảng mới này trong những năm đầu đưa vào hoạt động sẽ đóng góp không đáng kể vào lợi nhuận công ty. Tuy nhiên, trong dài hạn, mảng dịch vụ này hứa hẹn sinh lời cao và góp phần vào sự phát triển của công ty. (3) Mảng dịch vụ thứ ba là dịch vụ lắp đặt, tháo dỡ, vận hành bảo dưỡng công trình dầu khí (EPIC). Đây là mảng yêu cầu vốn đầu tư ban đầu không lớn nhưng đem lại lợi nhuận cao do PVS là một công ty có uy tín trong lĩnh vực EPIC. (4) Mảng kinh doanh thứ 4 của công ty là dịch vụ kho nổi chứa, xử lý và xuất dầu thô (FSO/FPSO). Công ty đặt mua FSO5 và thành lập công ty liên doanh với Talisman của Malaysia.

- **Lợi thế cạnh tranh:** Uy tín, độc quyền, cơ sở hạ tầng tốt và những tài sản vô hình chính của PVS. Tuy nhiên, khi hiệp định liên quan đến mảng dịch vụ dầu khí của WTO có hiệu lực vào năm 2010, PVS sẽ phải nỗ lực rất nhiều để có thể duy trì được thị phần của mình.

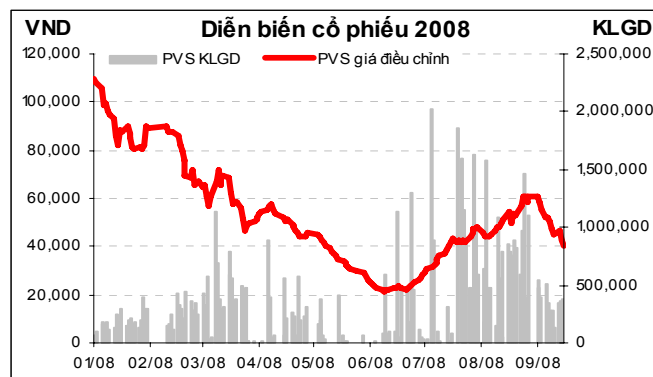
● **Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** doanh thu nửa đầu năm 2008 tăng 35,7% nhưng lợi nhuận thuần chỉ tăng 5% so với cùng kỳ năm ngoái. Trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp tăng từ 8,4% lên 11,7% nhờ vào dịch vụ tàu chuyên dụng có tỷ suất lợi nhuận cao, nhưng chi phí bán hàng và chi phí quản lý tăng làm giảm tỷ suất lợi nhuận thuần xuống từ 6,9% trong nửa đầu năm 2007 còn 5,3% trong nửa đầu 2008. Chi phí quản lý tăng do PVS chuyển Trụ sở chính từ Hà Nội vào tp. Hồ Chí Minh

**Triển vọng 2008-2009:** Ban giám đốc của PVS cho rằng việc đầu tư vào PVS nên là đầu tư dài hạn, vì hàng năm, sử dụng vốn lớn cho các dự án, chi phí khấu hao lớn, và chi phí lãi vay cao làm giảm đáng kể lợi nhuận của công ty, cho dù doanh thu và tăng trưởng vẫn cao. Chúng tôi cho rằng công ty sẽ đạt được kế hoạch, với tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế là 10-15% và mức tỷ suất lợi nhuận sau thuế là 5-6%.

● **Rủi ro đầu tư: Rủi ro cổ phiếu bị pha loãng:** Một công ty lớn như PVS luôn có nhu cầu cao về vốn (theo kế hoạch đầu tư PVS đưa ra, trong năm 2008 công ty cần 4.000 tỷ VND, và một khoản tương tự cũng sẽ cần cho công ty trong năm 2009) trong khi lợi nhuận lại chưa thể tăng đột biến theo tiến độ tăng vốn. Vì vậy, nguy cơ cổ phiếu bị pha loãng có thể xảy ra bất cứ lúc nào. Kế hoạch tăng vốn lên gấp đôi của công ty đã bị hoãn lại, nhưng chúng tôi cho rằng việc tăng vốn có khả năng diễn ra từ bây giờ đến cuối năm 2008.

Thông tin cổ phiếu	17/9/2008
Giá hiện tại (VND)	40.100
Biên độ biến động giá 52 tuần gần nhất (VND)	20.700-245.000
SLCP lưu hành	100.000.000
Tổng vốn hoá thị trường (Tỷ VND)	4.010
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	60%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	7,7%
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất	377.978

Biến động giá	-1 tháng	-3 tháng	-6 tháng
% Thay đổi	-26,6%	80,6%	-30,5%
So với SSI30	-19,8%	30,1%	-15,0%



Chỉ tiêu cơ bản	2006	2007A	2008E	2009E
Doanh thu (triệu VND)	4.652.430	6.045.679	6.650.247	7.647.784
LNST (triệu VND)	190.678	320.623	365.764	408.200
EPS (VND)	4.450	3.206	2.926	2.041
P/E (x)	9,0	12,5	13,7	19,6
P/B (x)	1,6	3,5	2,8	2,8
EV/EBITDA (x)	4,9	6,1	8,6	8,6
Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt/giá (%)	n/a	3,5%	3,7%	3,7%
ROE (%)	17%	27%	13%	14%
ROA (%)	4%	7%	5%	4%

Chỉ tiêu cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	7,7%	8,9%	10,5%	12%
EBITDA/doanh thu	14%	11%	10%	13%
Tỷ suất LNST	4%	5%	6%	5%
Tăng trưởng doanh thu	43%	30%	10%	15%
Tăng trưởng EBITDA	126%	15%	-1%	57%
Tăng trưởng EPS	3%	-28%	-9%	-30%
Tỷ suất vốn lưu động	8%	0,2%	-9%	-11%
Hệ số thanh toán nhanh	109%	94%	70%	65%
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	82%	84%	69%	172%



**Công ty cổ phần Phát triển Đầu tư Công nghệ FPT**  
Mã: FPT

**Ngành: Công nghệ**

**Chuyên viên : Hoàng Việt Phương**  
[phuonghv@ssi.com.vn](mailto:phuonghv@ssi.com.vn)

● **Giới thiệu chung:** Thành lập năm 1988, cho tới nay FPT đã phát triển thành một công ty hàng đầu trong lĩnh vực công nghệ thông tin xét về quy mô hoạt động với nhiều lĩnh vực kinh doanh đa dạng. Hiện nay mảng kinh doanh mang lại doanh thu chính cho FPT là mảng phân phối điện thoại di động và các sản phẩm công nghệ thông tin, tuy nhiên FPT đang cố gắng tập trung phát triển hơn nữa 2 mảng kinh doanh cốt lõi là phần mềm và dịch vụ viễn thông. Ngoài ra FPT còn tham gia vào lĩnh vực đào tạo về công nghệ thông tin và lĩnh vực truyền thông. Trong năm 2007 FPT đã phát triển thêm nhiều mảng kinh doanh mới như dịch vụ tư vấn tài chính, bất động sản và marketing trực tuyến. Xu hướng tập trung vào các mảng kinh doanh gắn với lĩnh vực công nghệ cao cùng với đội ngũ lãnh đạo tài năng đã góp phần tạo ra những thành công của FPT cho tới nay.

● **Nhận định cơ bản :**

- **Yếu tố quyết định tăng trưởng:** FPT có 4 mảng kinh doanh chính: 1/ Mảng phân phối điện thoại di động và các sản phẩm công nghệ thông tin (đóng góp 73% doanh thu cho FPT và 43% lợi nhuận trước thuế trong nửa đầu năm 2008). Bên cạnh việc phân phối sản phẩm của các hãng nước ngoài, FPT cũng tự lắp ráp máy tính cá nhân mang thương hiệu Elead. 2/ Đứng thứ 2 là mảng dịch vụ viễn thông (39% lợi nhuận trước thuế), trong đó 70% đến từ dịch vụ ADSL. 3/ Gia công phần mềm (17% lợi nhuận trước thuế). 4/ mảng hệ thống thông tin cho khách hàng trong nước (chiếm 16% lợi nhuận trước thuế trong nửa đầu năm 2008). Trong số 4 mảng kinh doanh trên, phần mềm và dịch vụ viễn thông là 2 mảng kinh doanh chiến lược và có nhiều tiềm năng tăng trưởng, trong khi đó 2 mảng còn lại được đánh giá là sẽ duy trì ở mức ổn định trong những năm tới.
- **Lợi thế cạnh tranh:** Chúng tôi ưa thích FPT do công ty này có khả năng tăng trưởng cao. Hầu hết các mảng kinh doanh của FPT đều có tiềm năng tăng trưởng lớn và có nhiều rào cản cho các đối thủ cạnh tranh mới muốn tham gia vào thị trường. Hiện nay FPT đã chiếm lĩnh được một thị phần tương đối lớn, đồng thời với một đội ngũ lãnh đạo tài năng, chúng tôi dự đoán rằng 2008 và 2009 P/E của FPT sẽ đạt 10x và 9x, tỷ lệ Thị giá/doanh thu (Price/Sales) 2008 & 2009 là 0,55 & 0,48; tỷ lệ Giá trị doanh nghiệp/Doanh thu (EV/Sales) là 0,58 & 0,51 - ở mức rất hợp lý.

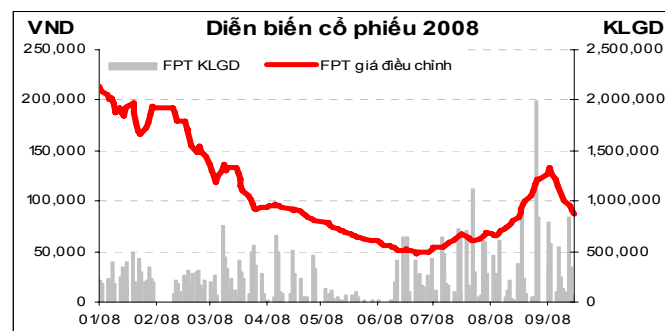
● **Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** nửa đầu 2008, doanh thu của FPT tăng 47,1% so cùng kỳ 2007, lợi nhuận trước thuế tăng 24,6%, đạt tương ứng 47% và 48,4% kế hoạch ban đầu, hay 59,3% và 53% kế hoạch điều chỉnh. Tỷ suất lợi nhuận trước thuế giảm nhẹ từ 7,41% năm 2007 xuống 7,27% trong nửa đầu 2008. Do những ảnh hưởng mang tính mùa vụ đối với mảng phân phối điện thoại di động và hệ thống thông tin, nên tăng trưởng doanh thu quý 2 2008 thấp hơn quý 1. Tuy nhiên, ngoại trừ mảng dịch vụ viễn thông, trong quý 2 2008, tăng trưởng lợi nhuận trước thuế của 3 mảng kinh doanh chính còn lại đều cao hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu, nhờ vậy tỷ suất lợi nhuận trước thuế của 3 mảng này đã được cải thiện đáng kể.

**Triển vọng 2008-2009:** FPT đã điều chỉnh giảm kế hoạch tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trước thuế 2008 tương ứng từ 33% và 26,7% xuống còn 8,4% và 15,6%, mức điều chỉnh này cho thấy tỷ suất lợi nhuận sẽ được cải thiện một phần nhờ kế hoạch cắt giảm 20% chi phí và 10% nhân sự. Theo quan điểm của chúng tôi, mức tăng trưởng mạnh mẽ của lĩnh vực phần mềm và dịch vụ viễn thông sẽ không đủ bù đắp cho sự sụt giảm doanh số của mảng phân phối. Chúng tôi cũng điều chỉnh lại các dự đoán trong năm về tăng trưởng doanh thu là 9% và tăng trưởng lợi nhuận sau thuế là 15% trong năm 2008, chủ yếu nhờ sự tăng trưởng mạnh về lợi nhuận trước thuế của mảng mảng dịch vụ viễn thông (70%) và mảng công nghệ phần mềm (40%) cùng với việc thành lập chi nhánh Fsoft tại Châu Âu và Malaysia trong năm nay. Chúng tôi cũng cho rằng nền kinh tế vẫn còn nhiều khó khăn cho đến cuối 2009, do đó chúng tôi đưa ra một dự đoán thận trọng về tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2009 tương ứng là 15% và 8% (FPT được ưu đãi trả 50% thuế thu nhập doanh nghiệp trong năm 2008 tuy nhiên ưu đãi này sẽ chấm dứt vào năm 2009).

● **Rủi ro đầu tư:** (1) Những khó khăn hiện tại của nền kinh tế dẫn đến nhu cầu điện thoại di động cũng như các sản phẩm, dịch vụ công nghệ thông tin giảm xuống. (2) Lãi suất vay ngân hàng tăng cao (hiện nay là 21%) sẽ ảnh hưởng đến những lĩnh vực kinh doanh có tỷ lệ vay nợ ngắn hạn cao như: mảng phân phối (tổng nợ trên tổng tài sản khoảng 90%), mảng hệ thống thông tin (tỷ lệ này là 70-80%) và mảng dịch vụ viễn thông (50%). (3) Rủi ro tỷ giá: trong 4 mảng kinh doanh chính, chỉ có mảng gia công phần mềm có 100% doanh thu bằng USD, tuy nhiên mảng này chỉ chiếm 3,55% doanh thu của FPT 2007 và gần 5% doanh thu 2008 chỉ tương đương 45,5 triệu USD, trong khi đó nhu cầu USD của mảng phân phối là rất lớn (khoảng 60 triệu USD mỗi tháng). Do đó, VND bị mất giá sẽ là một rủi ro lớn đối với FPT.

Thông tin cổ phiếu		17/09/2008
Giá hiện tại (VND)		86.500
Biên độ biến động giá 52 tuần gần nhất (VND)		48.100-301.000
SLCP lưu hành		94.160.616
Tổng vốn hóa thị trường (Tỷ VND)		8.145
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)		7,30%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)		29,57%
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất		247.221
Biến động giá		
	-1 tháng	-3 tháng
% thay đổi	3,0%	77,6%
So với SSI30	12,4%	28,0%
	-6 tháng	
	-28,9%	
	-13,0%	

Chỉ tiêu cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Doanh thu từ HĐKD (Triệu đồng)	11.398.005	13.498.891	14.686.793	16.889.812
Lợi nhuận sau thuế (Triệu đồng)	535.612	880.271	1.014.169	1.090.664
EPS (đồng)	7.407,2	7.985,4	9.023,4	9.704,0
P/E (x)	12	11	10	9
P/B (x)	3,42	4,12	3,24	2,60
EV/EBITDA (x)	10,66	6,88	5,33	4,39
Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt/giá (%)	0,896%	4,082%	2,312%	2,312%
ROE (%)	32%	39%	33%	28%
ROA (%)	16%	16%	15%	13%



Chỉ tiêu cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Lợi nhuận thuần biên	12%	15%	17%	17%
EBITDA/doanh thu	7%	9%	11%	12%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	5%	7%	7%	6%
Tăng trưởng doanh thu	39%	18%	9%	15%
Tăng trưởng EBITDA	106%	61%	28%	23%
Tăng trưởng EPS	45%	8%	13%	8%
Tỷ suất vốn lưu động	12%	10%	7%	7%
Hệ số thanh toán nhanh	142%	91%	88%	87%
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	46%	58%	50%	52%

**CTCP Cấp và Vật liệu Viễn Thông**  
Mã: SAM

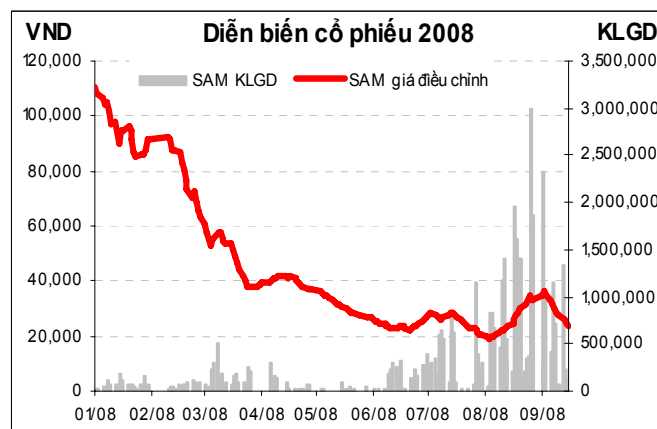
**Ngành: Công nghệ**

**Chuyên viên: Tô Thùy Linh**  
[linhtt@ssi.com.vn](mailto:linhtt@ssi.com.vn)

- **Giới thiệu chung:** CTCP Cấp và Vật liệu Viễn Thông (SAM) được thành lập vào năm 1998 từ việc cổ phần hóa công ty nhà nước. SAM cũng là 1 trong 2 công ty đầu tiên niêm yết cổ phiếu trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam. Trước đây, công ty chỉ tập trung vào lĩnh vực sản xuất cáp viễn thông (cáp đồng) và cung cấp các vật liệu có liên quan, nhưng gần đây có tham gia vào sản xuất cáp quang và đầu tư bất động sản. SAM nắm giữ 50% thị phần trong lĩnh vực cáp viễn thông, đồng thời sở hữu 1 nhà máy sản xuất cáp quang lớn nhất và hiện đại nhất Việt Nam (liên doanh với Cáp Sài Gòn).
- **Nhận định cơ bản:**
  - **Yếu tố quyết định tăng trưởng:** Chúng tôi ước tính rằng lợi nhuận từ mảng cáp đồng sẽ giảm xuống, do xu hướng thay thế việc sử dụng cáp đồng bằng cáp quang dẫn tới tiêu thụ cáp đồng giảm đi. Mảng cáp quang tuy còn mới, nhưng sẽ là động lực tăng trưởng của công ty trong các năm tới. Đáng chú ý là ban lãnh đạo của SAM đã bắt đầu hướng hoạt động của công ty ra khỏi lĩnh vực kinh doanh chính là cáp và chuyển sang đầu tư bất động sản, do nhận thấy tiềm năng tăng trưởng của mảng cáp đồng sẽ yếu hơn, mảng cáp quang sẽ bị cạnh tranh nhiều hơn và đặc tính vòng đời ngắn của các sản phẩm công nghệ. SAM có một vài dự án bất động sản tiềm năng, tuy nhiên những dự án này chưa thể mang lại lợi nhuận ngay trong vòng 1-2 năm tới.
  - **Lợi thế cạnh tranh:** Nắm giữ 50% thị phần trên thị trường cáp đồng viễn thông, SAM sở hữu một thương hiệu mạnh, điều này sẽ là một công cụ marketing hiệu quả để quảng bá cho sản phẩm cáp quang mới của công ty. Ngoài ra, đội ngũ cán bộ sản xuất của SAM cũng được đánh giá thuộc hàng tốt nhất trên thị trường cáp.
- **Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** Nửa đầu năm 2008 được đánh dấu bởi sự sụt giảm trong doanh thu và tỷ suất lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh thấp hơn cùng kỳ năm ngoái. Trong Quý 1 năm 2008, do có nguồn đồng nguyên vật liệu tồn kho từ năm 2007 và trong điều kiện giá đồng tăng mạnh, SAM thu được 1 khoản lợi nhuận khá lớn từ việc bán đồng, phần nào giảm đi ảnh hưởng của sự sụt giảm trong doanh thu bán cáp đồng trong quý. Do liên doanh sản xuất cáp quang vừa mới đi vào hoạt động, doanh thu từ mảng này vẫn còn thấp. SAM đã đầu tư khoảng 724 tỷ đồng vào chứng khoán và lập dự phòng 155 tỷ vào cuối quý 2 (khi đó VNIndex khoảng 400 điểm). Đến thời điểm cuối T8/2008, VNIndex phục hồi lại 1 phần và chúng tôi ước tính SAM có thể hoàn nhập lại dự phòng khoảng 120 tỷ.
- **Triển vọng 2008-2009:** Chúng tôi dự đoán doanh thu trong cả 2 năm 2008 và 2009 sẽ giảm nhẹ. Chúng tôi tin rằng doanh thu từ bán cáp đồng sẽ bị suy giảm, tuy nhiên quá trình suy giảm sẽ diễn ra 1 cách từ từ. Thêm vào đó, hầu hết các dự án bất động sản sẽ chưa mang lại doanh thu cho đến cuối năm 2009-đầu năm 2010. Dự án duy nhất với khả năng mang lại doanh thu trong giai đoạn 2008-2009 là dự án khu Resort Đà Lạt. Tuy nhiên do thời điểm tiến hành và phương thức tiến hành dự án chưa chắc chắn, trên quan điểm thận trọng, chúng tôi đã không đưa dự án này vào trong ước tính doanh thu của giai đoạn 2008-2009.
- **Rủi ro đầu tư:** Do giá đồng dao động mạnh và xu hướng đi lên của giá đồng, trong khi giá bán cáp lại cố định trong các dự án công ty trúng thầu, SAM đứng trước rủi ro giảm tỷ suất lợi nhuận, và điều này đã thực sự xảy ra vào nửa đầu năm 2008. Ngoài ra, các nhà đầu tư cũng có thể lo ngại khi SAM chuyển 1 phần hoạt động kinh doanh của mình sang lĩnh vực bất động sản mà SAM chưa có nhiều kinh nghiệm. Thêm vào đó, SAM đầu tư 1 lượng lớn vào chứng khoán (hơn 700 tỷ tại thời điểm 30/06/2008), do vậy SAM mang rủi ro lỗ tài chính lớn trong trường hợp thị trường chứng khoán suy giảm.

Thông tin cổ phiếu	17/09/2008
Giá hiện tại (VND)	23.500
Biên độ biến động giá 52 tuần (VND)	19.100 – 165.000
SLCP lưu hành	64.749.216
Tổng vốn hoá thị trường (Tỷ VND)	1.522
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	37,63%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	28,10%
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất	320.519

Biến động giá	-1 tháng	-3 tháng	-6 tháng
% thay đổi	-5,2%	6,2%	-51,8%
So với SSI30	3.5%	-23.5%	-41.1%



Chỉ tiêu cơ bản	2006	2007A	2008E	2009E
Doanh thu (Triệu VND)	1.654.473	1.695.987	1.638.998	1.482.319
Lợi nhuận sau thuế (Triệu VND)	220.179	196.887	126.066	129.924
EPS (VND)	5.880,9	3.612,6	1.947,0	2.006,6
P/E (x)	4,0	6,5	12,1	11,7
P/B (x)	1,3	0,5	0,6	0,6
EV/EBITDA (x)	8,2	5,5	6,1	6,2
Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt/ giá (%)	6,8%	10,6%	10,6%	0%
ROE (%)	30%	8%	5%	5%
ROA (%)	13%	6%	5%	5%

Chỉ tiêu cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22%	13%	11%	11%
EBITDA/ Doanh thu	17%	17%	11%	12%
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	13%	12%	8%	9%
Tăng trưởng doanh thu	98%	3%	-3%	-10%
Tăng trưởng EBITDA	147%	7%	-39%	3%
Tăng trưởng EPS	33%	-39%	-46%	3%
Tỷ suất vốn lưu động	26%	77%	93%	86%
Hệ số thanh toán nhanh	81%	127%	515%	473%
Hệ số Nợ/Vốn chủ sở hữu	105%	18%	0%	1%

**Công ty CP Nhiệt điện Phả Lại**  
Mã: PPC

**Ngành: Dịch vụ Tiện ích**

**Chuyên viên: Nguyễn Quỳnh Nga**  
[nganq@ssi.com.vn](mailto:nganq@ssi.com.vn)

● **Giới thiệu chung về công ty:** Công ty CP Nhiệt điện Phả Lại, tiền thân là doanh nghiệp nhà nước được thành lập vào năm 1982, được cổ phần hoá vào tháng 1 năm 2006. Phả Lại hiện là nhà máy nhiệt điện chạy than lớn nhất cả nước và trong khu vực ASEAN; bao gồm 2 nhà máy, với tổng công suất 1040 MW. Sản lượng điện hàng năm của công ty đạt trung bình khoảng 6,8 tỷ Kwh, chiếm gần 40% tổng sản lượng điện miền Bắc và khoảng 10% tổng sản lượng điện của cả nước. Toàn bộ lượng điện năng sản xuất ra được EVN mua theo hợp đồng mua dài hạn (PPA) được ký vào năm 2006. Hợp đồng này sẽ được thoả thuận lại sau năm 2010. Theo hợp đồng PPA, giá mua điện có thể thay đổi nếu có sự biến động lớn của chi phí đầu vào (như giá than, giá dầu), nhưng mức giá cơ bản vẫn được cố định.

● **Nhận định cơ bản:**

- **Yếu tố quyết định tăng trưởng:** Sản xuất điện là hoạt động chủ yếu đem lại doanh thu cho PPC. Triển vọng phát triển trong tương lai của Phả Lại bị chi phối bởi các dự án điện mà công ty dự kiến tham gia. Tuy nhiên, những dự án này vẫn đang chờ sự phê duyệt của EVN. Vì vậy, việc tham gia vào các dự án nhiệt điện sẽ chỉ đóng góp vào doanh thu của công ty trong dài hạn. Trong giai đoạn hiện tại, Phả Lại có hai nhà máy sản xuất điện đang hoạt động với công suất tối đa và mức giá bán điện cho EVN là cố định với một số điều chỉnh trước sự thay đổi của giá đầu vào theo hợp đồng PPA. Công ty vì vậy sẽ không có sự tăng trưởng nào đáng kể trong ngắn hạn và trung hạn.
- **Lợi thế cạnh tranh:** Với tư cách là công ty con của EVN, PPC có nhiều điều kiện thuận lợi để tham gia vào các dự án nhiệt điện lớn như: dự án Nhiệt điện Hải Phòng. Trong tổng công suất thiết kế của các dự án mà EVN tham gia, Phả Lại chiếm khoảng 1.060MW, tương đương 40%. Ngoài ra, nguồn quỹ khấu hao lớn, vào khoảng 1.000 tỷ đồng tạo điều kiện cho PPC tham gia đầu tư vào các dự án nhiệt điện mới mà không cần thiết phải phát hành tăng vốn như các doanh nghiệp khác.

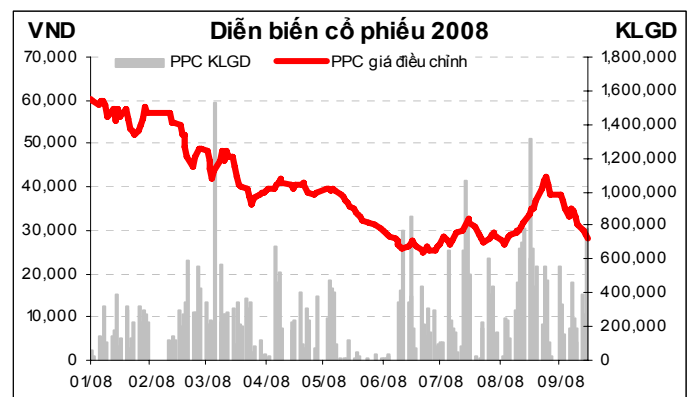
● **Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm của PPC rất khả quan. Trong Q2 2008, công ty đã ghi nhận mức doanh thu 1.059,08 tỷ VND, tăng 4.34% so với Q2 2007. Tổng doanh thu cả 6 tháng đầu năm 2008 là 2.132,8 tỷ VND (tăng 4,06% so với cùng kỳ năm ngoái), đạt 59% kế hoạch của năm 2008 (Kế hoạch doanh thu năm 2008 của PPC là 3.638,1 tỷ VND). Lợi nhuận Q2 đạt 284,7 tỷ VND (tăng 3,5% so với cùng kỳ năm ngoái). Lợi nhuận trước thuế 6 tháng đầu năm của PPC lên tới 571,4 tỷ đồng, hoàn thành 82% kế hoạch cả năm 2008 của công ty. Tuy nhiên, PPC vẫn chưa trích lập dự phòng rủi ro tỷ giá trong 6 tháng đầu năm, mặc dù VND đã giảm giá 10% so với đồng Yên kể từ đầu năm 2008 đến nay.

**Triển vọng 2008-2009:** Cả doanh thu và lợi nhuận của công ty trong 6 tháng cuối năm 2008 có thể giảm nhẹ so với 6 tháng đầu năm, do một số tổ máy sẽ được tiến hành trùng tu và sửa chữa định kỳ. Dựa vào kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2006, chúng tôi tin rằng PPC sẽ vượt kế hoạch doanh thu đề ra cho năm 2008. Tuy nhiên lợi nhuận thuần sẽ thấp hơn 10% so với kế hoạch đề ra do lỗ dự phòng tỷ giá hối đoái của khoản nợ bằng đồng Yên của công ty (khoản nợ lên tới 38 tỷ Yên, và cho đến nay lỗ dự phòng đã là 10% theo tỷ giá JPY/VND hiện tại). Trong năm 2009, doanh thu của công ty sẽ giảm nhẹ do sản lượng điện bị giảm (các tổ máy của nhà máy sẽ được tiến hành sửa chữa định kỳ). Nếu trong năm 2009 tỷ giá JPY/VND diễn biến không quá bất lợi, chúng tôi tin rằng công ty sẽ có kết quả kinh doanh khả quan hơn so với năm 2008. Chúng tôi giả định VND sẽ giảm giá 10% trong năm 2008 và 6% trong năm 2009 so với đồng Yên.

● **Rủi ro đầu tư:** (1) Nhà máy Phả Lại 1, được đưa vào hoạt động từ những năm 1980 sử dụng rất nhiều nhiên liệu và chi phí sửa chữa có thể tăng cao do những rủi ro liên quan đến tuổi thọ của nhà máy. Nhà máy Phả Lại 2 cũng bắt đầu đi vào chu kỳ sửa chữa lớn. (2) Khoản vay lớn hơn 38 tỷ JPY chịu nhiều rủi ro biến động tỷ giá. PPC có thể phải ghi nhận một khoản lỗ nếu tỷ giá JPY/VND không có chuyển biến tích cực trong thời gian còn lại của năm. (3) Hết năm 2009, khi hợp đồng PPA1 kết thúc, giá bán điện sẽ được đàm phán lại với EVN. EVN là cổ đông chi phối của PPC, vừa là người mua duy nhất, những biến động không có lợi trong công thức giá bán điện có thể gây ra những ảnh hưởng rất lớn tới kết quả kinh doanh của công ty.

Thông tin cổ phiếu		17/9/2008
Giá hiện tại (VND)		28.100
Biên độ biến động giá 52 tuần gần nhất (VND)		24.100-67.000
SLCP lưu hành		325.235.000
Tổng vốn hoá thị trường (Tỷ VND)		9.139
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)		67,82%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)		18,41%
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất		265.567
Biến động giá		
	-1 tháng	-3 tháng
% thay đổi	-15,9%	10,2%
So với SSI30	-8,1%	-20,6%

Chỉ tiêu cơ bản	2006	2007A	2008E	2009E
Doanh thu (triệu VND)	3.607.073	3.807.068	3.929.820	3.915.164
LNST (triệu VND)	979.340	824.353	599.323	791.671
EPS (VND)	3.152,0	2.534,6	1.842,7	2.434,2
P/E (x)	N/A	11,09	15,25	11,54
P/B (x)	N/A	2,39	2,32	2,16
EV/EBITDA (x)	N/A	7,47	8,24	7,20
Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt/giá (%)	N/A	5,338%	5,338%	5,338%
ROE (%)	26%	22%	15%	19%
ROA (%)	9%	9%	6%	8%



Chỉ tiêu cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	35%	29%	29%	27%
EBITDA/doanh thu	56%	50%	43%	49%
Tỷ suất LNST	27%	22%	15%	20%
Tăng trưởng doanh thu	147%	6%	3%	0%
Tăng trưởng LNST	N/A	-16%	-27%	32%
Tăng trưởng EPS	N/A	-20%	-27%	32%
Tỷ suất vốn lưu động	90%	49%	71%	96%
Hệ số thanh toán hiện tại	1158%	527%	668%	849%
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	178%	142%	130%	114%

**Công ty Thủy điện Vĩnh Sơn-Sông Hình**  
Mã : VSH

**Ngành: Dịch vụ Tiện ích**

**Chuyên viên : Vũ Đình Độ**  
[dovd@ssi.com.vn](mailto:dovd@ssi.com.vn)

● **Giới thiệu chung về công ty:** VSH hiện đang sở hữu 2 nhà máy thủy điện với tổng công suất là 136 MW ở miền Trung Việt Nam, bao gồm nhà máy Vĩnh Sơn ở Bình Định, và nhà máy Sông Hình ở Phú Yên. Nhà máy Vĩnh Sơn được đưa vào hoạt động từ cuối năm 1994 với công suất thiết kế 66 MW và nhà máy Sông Hình có công suất 70 MW, được đưa vào vận hành từ năm 2000. Hiện tại, tổng công ty Điện lực Việt Nam (EVN) là người mua điện duy nhất của VSH theo hợp đồng mua điện (PPA), với mức giá điện thỏa thuận là US 3,94 cents/Kwh áp dụng cho mùa khô. Hợp đồng mua điện PPA sẽ được thỏa thuận lại sau năm 2009. EVN đang nắm giữ khoảng 54,55% cổ phần của VSH.

● **Nhận định cơ bản:**

● **Yếu tố quyết định tăng trưởng:** Nguồn thu nhập chính của công ty đến từ hoạt động phát điện. Triển vọng tăng trưởng trong tương lai của VSH được quyết định bởi các dự án điện công ty tham gia đã được EVN thông qua. Tổng công suất thiết kế của các dự án trên lên tới 460 MW, bao gồm dự án thủy điện Vĩnh Sơn 2 & 3 (100MW), dự án thủy điện Thượng Kon Tum (240MW), và dự án thủy điện Đồng Cam (120 MW). Khi hoàn thành, các dự án này sẽ đóng góp thêm 2.000 triệu kWh vào tổng sản lượng điện hàng năm của công ty. Do thời gian thực hiện các dự án trên khá dài (ít nhất khoảng 3 năm, các dự án trên sẽ chỉ đóng góp vào doanh thu của công ty trong dài hạn. Trong giai đoạn hiện tại, Phả Lại có hai nhà máy sản xuất điện đang hoạt động với công suất tối đa và mức giá bán điện cho EVN là cố định với một số điều chỉnh trước sự thay đổi của giá dầu vào theo hợp đồng PPA. Công ty vì vậy sẽ không có sự tăng trưởng nào đáng kể trong ngắn hạn và trung hạn.

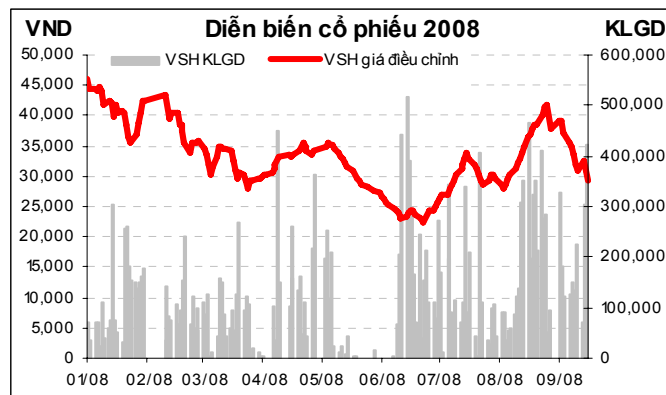
● **Lợi thế cạnh tranh:** VSH là một trong những công ty thủy điện hoạt động hiệu quả nhất ở Việt Nam nhờ vào vị trí thượng nguồn và thời gian sửa chữa nhà máy ngắn. Điều này phần nào giải thích được mức tỷ suất lợi nhuận cao lên tới 70% trong 6 tháng đầu năm 2008 của công ty, trong khi tỷ suất lợi nhuận của TBC là 60% và của NLC là 57%.

● **Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008:** kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2008 của VSH vượt kỳ vọng của chúng tôi. Doanh thu 6 tháng đầu năm đạt 296 tỷ đồng và lợi nhuận thuần là 216 tỷ đồng, hoàn thành 61% kế hoạch doanh thu và 77% kế hoạch lợi nhuận của năm 2008. Tăng trưởng doanh thu đạt 173% và lợi nhuận đạt 169% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ mức tiêu thụ điện lớn và lượng nước ở các hồ cao.

**Triển vọng 2008-2009:** VSH sẽ duy trì hoạt động phát điện ổn định trong trung hạn dựa vào tính chu kỳ của thời tiết và mực nước trong hồ ở mức cao trong năm 2008 và 2009 (theo tính chu kỳ 3 năm, sẽ có một năm mực nước thấp hơn mực nước trung bình. Năm 2007 là năm mực nước ở các hồ chứa thấp hơn mực nước trung bình). Trong giai đoạn 2005-2007, các hồ chứa nước của VSH bị thiếu hụt nước, mực nước chỉ bằng 30%-60% mực nước trong những năm khác dẫn đến giảm sản lượng điện sản xuất ra. Theo ban giám đốc của công ty, các hồ chứa nước của VSH sẽ được duy trì đủ lượng nước phục vụ sản xuất điện trong năm 2008-2009.

● **Rủi ro đầu tư :** Do nhiên liệu chính của nhà máy là nước trong các hồ chứa, vì vậy doanh thu của VSH phụ thuộc chủ yếu vào tình hình thời tiết. Hơn nữa, ban giám đốc hy vọng huy động được đủ lượng vốn 400 triệu USD để triển khai hai dự án thủy điện-Vĩnh Sơn 2 (1,8 nghìn tỷ VND) và dự án thủy điện thượng Kon Tum (4,5 nghìn tỷ đồng), trong đó 30% sẽ được huy động thông qua việc phát hành thêm cổ phiếu. Chính vì vậy cần phải cân nhắc khả năng cổ phiếu bị pha loãng.

Thông tin cổ phiếu		17/9/2008	
Giá hiện tại (VND)		29.400	
Biên độ biến động giá 52 tuần gần nhất (VND)		22.200-63.000	
SLCP lưu hành		137.494.300	
Tổng vốn hoá thị trường (Tỷ VND)		4.042	
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)		60%	
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)		26,56%	
Khối lượng giao dịch hàng ngày trong 6 tháng gần nhất		133.673	
Biến động giá	-1 tháng	-3 tháng	-6 tháng
% thay đổi	-19,7%	28,4%	-5,3%
So với SSI30	-12,3%	-7,4%	15,8%



Chỉ tiêu cơ bản	2006	2007A	2008E	2009E
Doanh thu (triệu VND)	409.274	370.162	534.600	561.330
LNST (triệu VND)	270.246	256.841	390.002	423.355
EPS (VND)	N/A	1.868	2.836	3.064
P/E (x)	N/A	15,7	10,4	9,6
P/B (x)	N/A	2,0	1,8	1,7
EV/EBITDA (x)	N/A	10,3	7,6	7,1
Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt/giá (%)	4,9%	1,8%	4,8%	4,8%
ROE (%)	20,1%	12,7%	17,6%	17,3%
ROA (%)	14,2%	10,4%	16,3%	17,0%

Chỉ tiêu cơ bản	2006A	2007A	2008E	2009E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	59%	55%	57%	57%
EBITDA/doanh thu	N/A	111%	102%	102%
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	66%	69%	73%	75%
Tăng trưởng doanh thu	102%	-10%	44%	5%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	214%	-5%	52%	9%
Tăng trưởng EPS	214%	-14%	52%	8%
Tỷ suất vốn lưu động	9%	192%	173%	191%
Hệ số thanh toán hiện tại	127%	675%	4546%	5029%
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	40%	21%	7%	1%



Sức Mạnh Của Nhà Đầu Tư

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN

### KHÔI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước.

Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

#### Trưởng Bộ Phận

Lê Lệ Hằng

hangltl@ssi.com.vn

#### Phó Trưởng Bộ Phận

Nguyễn Đức Hùng Linh

linhndh@ssi.com.vn

Nguyễn Hồng Dung

dzungnh@ssi.com.vn

#### Chuyên viên phân tích

■ Hoàng Việt Phương

phuonghv@ssi.com.vn

■ Phạm Minh Quân

quanpm@ssi.com.vn

■ Tô Thùy Linh

linhtt@ssi.com.vn

■ Nguyễn Thị Thu Huyền

huyenntt@ssi.com.vn

■ Đào Thị Mai Hoa

hoadtm@ssi.com.vn

■ Phan Linh Châu

chaupl@ssi.com.vn

■ Nguyễn Quỳnh Nga

nganq@ssi.com.vn

■ Vũ Đình Độ

dovd@ssi.com.vn

■ Ngô Thành Chung

chungnt2@ssi.com.vn

#### Chi nhánh Hà Nội

Toà nhà 1C Ngô Quyền, Quận Hoàn Kiếm

Hà nội, Việt nam

Tel : 84-4-9366321 ; Fax : 84-4-9366319

#### Trụ sở chính

72 Nguyễn Huệ, Quận 1

Thành phố Hồ Chí Minh

Tel : 84-8-8242897 ; Fax : 84-8-8247409