

Friday, July 31, 2009

### CÔNG TY CP CÔNG NGHỆ VIỄN THÔNG SÀI GÒN - SGT (HOSE)

Tổng Duyệt Sơn  
Email: sontd@thanglongsc.com.vn

Khuyến nghị của TSC

**GIỮ**



**Ngành lớn:** CNTT&TT

**Ngành hẹp:** Phát triển hạ tầng CNTT&TT

**Giá giao dịch**

**21,500**

**Giá mục tiêu 12 tháng**

**28,500**

**Chiến lược đầu tư**

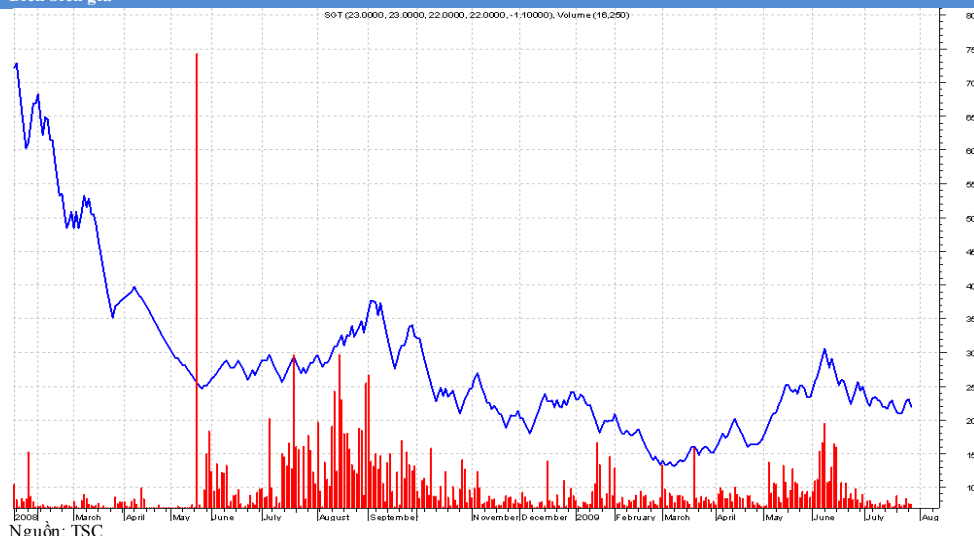
**Năm giữ**

**Tổng quan SGT:** SAIGONTEL là doanh nghiệp khá trẻ thuộc ngành CNTT&TT và là thành viên của tập đoàn Đầu tư Sài Gòn - SGI. Các lĩnh vực kinh doanh của công ty rất đa dạng kể cả cung cấp dịch vụ lẫn phát triển hạ tầng CNTT&TT. Trong thời gian vừa qua SGT cũng chịu nhiều ảnh hưởng của suy thoái kinh tế.

#### Những thông kê chính (VNĐ), trượt 4 quý gần nhất (tính đến Q1/2009)

Giá cao 52 tuần	38,200	Beta	0.99	ROA	6%	Vốn điều lệ	585,000,000,000
Giá thấp 52 tuần	13,000	EPS	796.72	ROE	6.6%	Cổ đông nhà nước	0%
Khối lượng lưu hành	58,500,000	P/E	27	Nợ/Vốn chủ sở hữu	80%	Cổ đông trong nước	82%
Vốn hóa	1,257,750,000,000	DIV		Giá sổ sách	11,965	Cổ đông nước ngoài	18%

#### Diễn biến giá



#### Thông tin quan trọng

#### Khuyến nghị - GIỮ

Chúng tôi nhận thấy giá của Saigontel trên thị trường chưa phản ánh đầy đủ với những kỳ vọng mà chúng tôi đặt ra. Nhưng kỳ vọng lợi nhuận mang lại chỉ đạt 10% nên chúng tôi khuyến nghị năm giữ với cổ phiếu của công ty này (3 sao)

#### Những điểm sáng

**Lĩnh vực hoạt động tăng trưởng cao:** Mặc dù năm 2008 nền kinh tế thế giới cũng như Việt Nam suy thoái nhưng ngành CNTT&TT vẫn tăng trưởng tới 49%. Trong 15-20 năm nữa đây vẫn là ngành kinh tế trọng điểm được ưu tiên phát triển tại Việt Nam.

**Ưu đãi về thuế:** Hoạt động trong lĩnh vực công nghệ cao và phát triển hạ tầng công nghệ cao nên công ty nhận được nhiều ưu đãi về thuế.

**Nhiều dự án lớn:** Công ty đang có rất nhiều dự án triển vọng ở tất cả các mảng hoạt động.

**Thành viên tập đoàn SaiGon Invest:** SAIGONTEL là thành viên của tập đoàn Saigon Invest là một trong những tập đoàn lớn nhất Việt Nam.

#### Thông tin quan trọng

#### Những điểm tối

**Hoạt động kinh doanh bị ảnh hưởng nhiều bởi khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế:** Khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế ảnh hưởng tới SGT nhiều hơn các doanh nghiệp khác trong cùng ngành do công ty tham gia trong lĩnh vực phát triển hạ tầng CNTT&TT.

**Khó khăn về vốn đầu tư:** Cũng do suy thoái kinh tế khiến nguồn vốn tái đầu tư quan trọng nhất của công ty là từ cho thuê đất khu công nghiệp sụt giảm mạnh và chưa có dấu hiệu phục hồi. Việc chào bán riêng lẻ cổ phiếu để tăng vốn cũng gặp nhiều khó khăn.

#### Đánh giá rủi ro kinh doanh

**Thấp Trung bình Cao**  
Đánh giá của chúng tôi dựa trên cân nhắc về biến động thị trường đối với lĩnh vực kinh doanh và sản phẩm của công ty.

#### Đánh giá rủi ro thanh khoản

**Thấp Trung bình Cao**  
Đánh giá của chúng tôi dựa trên sự cân nhắc giá trị giao dịch trung bình trong quan hệ với mức vốn hóa trên thị trường.

#### Đánh giá rủi ro biến động giá

**Thấp Trung bình Cao**  
Đánh giá của chúng tôi dựa trên sự cân nhắc sự biến động giá của chính cổ phiếu này và trong mối quan hệ với chỉ số thị trường.

#### Số liệu tài chính

	Doanh thu (tỷ đồng)			
	Q1	QII	QIII	QIV
2009	245.8			
2008	336.2	340.9	243.9	163.2
2007	64.8	298.2	226.3	261.9
2006	NA	NA	NA	NA
	Lợi nhuận (tỷ đồng)			
	Q1	QII	QIII	QIV
2009	32.6			
2008	33.4	67.4	41.8	(69.3)
2007	23.7	28	40.9	44
2006	NA	NA	NA	NA
	Chỉ tiêu khác			
	Margin	ROA	ROE	DIV
2009E	38.7%	5.9%	8.1%	10%
2008	8.1%	6.0%	10.8%	12%
2007	19.7%	9.9%	22.7%	30%
2006	35.2%	8.4%	27.6%	0%
	EPS	P/E	PEG	P/B
2009E	0.9			
2008	1.3	18.59	neg	2.08
2007	3.0	NA	NA	NA
2006	3.8	NA	NA	NA
	TTS	VCSH	VDL	EVA
2009E	1143.6	841.4	772.7	(144.7)
2008	1218.8	673.6	585	(151.9)
2007	1384.2	601.6	450	NA
2006	227.9	69	50	NA

## PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Báo cáo này của chúng tôi gồm 2 phần: Bức tranh về công ty và mô hình định giá.

**Phần 1** của báo cáo **Bức tranh về công ty** chúng tôi sẽ đề cập lần lượt các vấn đề:

- Giới thiệu chung về công ty
- Tình hình hoạt động kinh doanh: Doanh thu, chi phí và lợi nhuận hiện tại của công ty.
- Các chỉ tiêu tài chính.
- Những câu chuyện khác: Quản trị doanh nghiệp, chính sách với người lao động.
- Đánh giá SAIGONTEL theo mô hình SWOT

SGT thuộc ngành Công Nghệ Thông Tin & Truyền thông (CNTT&TT) với những hoạt động rất đa dạng. Các công ty niêm yết hiện tại ở Việt Nam không có công ty nào có những hoạt động tương tự. Vì thế trong báo cáo này chúng tôi chủ yếu đề cập đến các vấn đề nội tại của công ty.

**Phần 2** về **Mô hình định giá** công ty SGT, chúng tôi cần nhắc rằng chỉ có phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE là phù hợp nhất để định giá công ty vào thời điểm này. Vì thế đây là phương pháp duy nhất được thể hiện trong báo cáo này.

*Các thông tin tài chính trong báo cáo này được cập nhật đến hết Q1/2009.*

## PHẦN 1: BỨC TRANH VỀ CÔNG TY

### Giới thiệu chung



Logo công ty cổ phần SAIGONTEL

SAIGONTEL chính thức thành lập từ năm 2002, là công ty thuộc Saigon Invest Group – một trong những tập đoàn lớn và thành công nhất tại Việt Nam và quản lý rất nhiều lĩnh vực kinh doanh khác nhau. Là thành viên của tập đoàn này, công ty nhận được nhiều hỗ trợ từ các thành viên khác về các yếu tố đầu vào và thị trường cho các sản phẩm đầu ra.

Vốn điều lệ ban đầu của SAIGONTEL chỉ có 10 tỷ sau 7 năm hoạt động đã tăng lên 585 tỷ, gấp 58 lần so với ban đầu.

Ngày 18/01/2008, công ty tham gia niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh với mã giao dịch SGT.

SAIGONTEL là công ty thuộc ngành Công nghệ thông tin và truyền thông (CNTT&TT). Hiện nay hoạt động chính của công ty có thể phân chia làm 4 mảng lớn: **Cung cấp dịch vụ CNTT&TT; Cho thuê lại đất và bán nhà xưởng khu công nghiệp công nghệ cao; Cho thuê văn phòng tại các cao ốc thông minh; Phân phối sản phẩm CNTT&TT.**

### Doanh thu và cơ cấu hoạt động

#### Xu hướng

Bảng 1- Doanh thu và tốc độ tăng doanh thu

Năm	2005	2006	2007	2008	2009E	2010F
Doanh thu (tỷ đồng)	17	68	851	861	301	361
Tốc độ tăng doanh thu	N/A	300%	1151%	1.2%	-65%	19.9%

Nguồn: BCTC SGT & TSC tổng hợp

Doanh thu của SAIGONTEL có sự biến động rất lớn trong những năm vừa qua. Hai năm 2006 và 2007, doanh thu của công ty tăng trưởng cực kỳ ấn tượng lần lượt là 300% và 1151%. Đến năm 2008, doanh thu chững lại ở mức 861 tỷ VNĐ chỉ tăng 1.2% so với năm 2007.

Nghiên cứu về biến động này chúng tôi nhận thấy, bên cạnh sự tăng trưởng của những mảng hoạt động cũ công ty đã triển khai thành công nhiều mảng hoạt động mới.

Năm 2006, công ty triển khai thành công mảng kinh doanh **Cho thuê đất và bán nhà xưởng khu công nghiệp công nghệ cao** Đại Đồng – Hoàn Sơn.

Năm 2007, công ty triển khai thành công thêm hai mảng hoạt động nữa là **Cho thuê văn phòng tại các cao ốc thông minh** và **Phân phối sản phẩm CNTT&TT**.

Năm 2008, cơ cấu hoạt động của công ty đi vào ổn định. Và do chịu ảnh hưởng nặng nề vì kinh tế suy thoái nên doanh thu của công ty chỉ tăng 1.2% so với năm trước và bằng 71.75% so với kế hoạch đề ra. Trong bối cảnh nhiều công ty doanh thu còn giảm mạnh thì việc Saigontel giữ được doanh thu so với năm trước cũng đã là một điều đáng khích lệ.

Năm 2009, do tình hình còn nhiều khó khăn nên công ty chỉ đặt mục tiêu ổn định hoạt động tạo cơ sở vững chắc để phát triển những hướng kinh doanh mới. Doanh thu từ hoạt động kinh doanh thẻ Sim và Pre-Paid được dự báo sẽ giảm mạnh do tình hình cạnh tranh khốc liệt trên thị trường di động dẫn đến sự sụt giảm mạnh về tổng doanh thu, nhưng không ảnh hưởng nhiều tới lợi nhuận của doanh nghiệp.

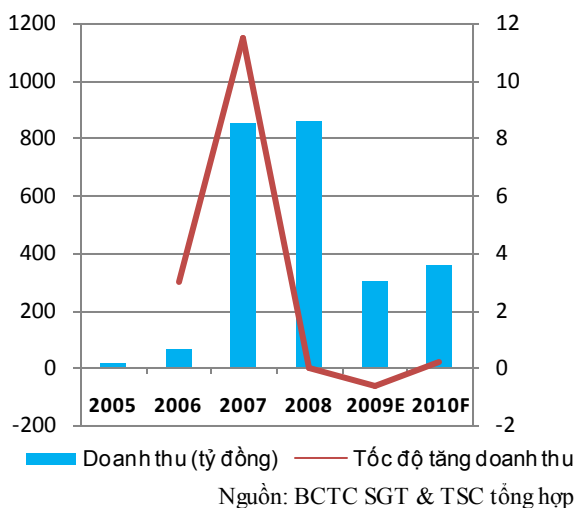
#### Cơ cấu doanh thu

Doanh thu của công ty hiện nay dựa trên 4 mảng kinh doanh lớn: Cung cấp dịch vụ CNTT&TT; Cho thuê lại đất và bán nhà xưởng khu công nghiệp công nghệ cao; Cho thuê văn phòng tại các cao ốc thông minh; Phân phối sản phẩm CNTT&TT.

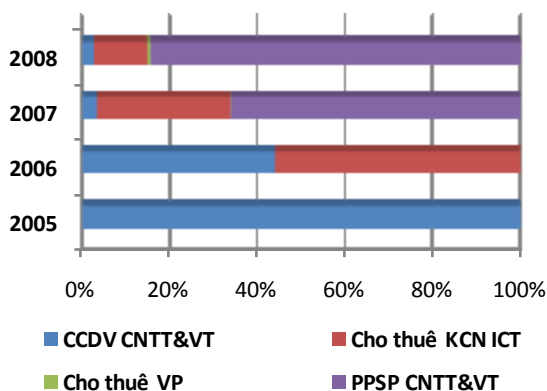
Bảng 2 – Doanh thu từng mảng hoạt động qua các năm (tỷ đồng).

	CCDV CNTT&TT	Kinh doanh KCN	Cho thuê VP	PPSP CNTT&TT
2005	17			
2006	30	38		
2007	30	259	1	561
2008	25	105	6	725

Biểu đồ 1 – Doanh thu và tốc độ tăng doanh thu



Biểu đồ 2 – Cơ cấu doanh thu theo từng năm



## Cung cấp dịch vụ Công nghệ thông tin & Truyền Thông

Đây là mảng kinh doanh truyền thống của SAIGONTEL. Công ty thực hiện: *Cung cấp dịch vụ truy cập Internet và dịch vụ gia tăng trên nền Internet; Tư vấn tích hợp hệ thống và giải pháp công nghệ thông tin trọn gói; Kinh doanh Game online; Đào tạo nhân lực công nghệ thông tin; Phát triển phần mềm...*

Khách hàng mục tiêu của SAIGONTEL là các tổ chức và doanh nghiệp lớn tại Việt Nam. Đặc biệt với lợi thế lớn là thành viên của SGI nên công ty có được nhiều khách hàng là thành viên khác trong cùng tập đoàn. Riêng mảng Gameonline, khách hàng công ty hướng tới là giới trẻ Việt Nam.

Là một trong 10 doanh nghiệp **Cung cấp dịch vụ Viễn thông ISP** (loại hình truy nhập Internet) được Bộ Bưu chính – Viễn Thông cấp phép đi vào hoạt động, hiện SAIGONTEL chủ yếu cung cấp dịch vụ tại các khu công nghiệp như: Việt Nam – Singapore (VSIP); khu công nghiệp Quê Võ (Bắc Ninh); khu công nghiệp Quang Châu; khu công nghiệp Saigon – Vinatex... Trong đó SAIGONTEL chỉ gặp cạnh tranh mạnh nhất tại khu công nghiệp VSIP bởi hai đối thủ là VNPT và EVN. Tuy nhiên công ty vẫn giữ được 50% thị phần tại đây.

Trong lĩnh vực **Tư vấn tích hợp hệ thống và giải pháp công nghệ thông tin trọn gói**, Saigontel đã có tới 10 năm kinh nghiệm. Đối tác của công ty là những tên tuổi hàng đầu trên thế giới như: Cisco, Oracle, IBM, HP, Alcatel,... Khách hàng chủ yếu là các doanh nghiệp và tổ chức như: Cục Hàng Hải Việt Nam, các khu công nghiệp (VSIP, Quê Võ, Kinh Bắc...), Công ty điện toán và truyền số liệu VDC, Ngân hàng thương mại cổ phần Nam Việt, Đại học Quốc gia TP.HCM, Đại học Bách khoa TP.HCM...

Về mảng **Kinh doanh trò chơi trực tuyến**, Saigontel đã Việt hóa được ba Game là Shaiya, Chiến Quốc và Zero. Hiện cả ba Game này đã được tung ra thị trường và gặt hái được nhiều thành công. Shaiya đã thu hút được 1,200,000 người chơi thường xuyên; Chiến Quốc có 2,000,000 tài khoản đăng ký tham gia. Năm 2008, công ty đạt Giải thưởng: “Đơn vị có Game mới phát hành ưa chuộng nhất năm 2008” và nhiều giải thưởng khác cho Shaiya và Chiến Quốc. Gameonline hiện là lĩnh vực phát triển nhanh nhất trong ngành CNTT&TT không chỉ ở Việt Nam mà trên toàn thế giới, là mảnh đất màu mỡ để Saigontel tiếp tục khai thác.

Trong lĩnh vực **Đào tạo nhân lực công nghệ thông tin**, Saigontel đang hợp tác với tập đoàn IT Brain Nhật Bản và Đại học Hùng Vương. Theo Saigontel, nguồn nhân lực được đào tạo trước mắt để đáp ứng cho nhu cầu tại các khu công nghiệp công nghệ cao, khu công viên phần mềm (Thủ Thiêm...), và xuất khẩu lao động sang Nhật Bản. Trong bối cảnh nguồn nhân lực CNTT ở nước ta còn đang thiếu và yếu như hiện nay thì đây không chỉ là một lĩnh vực kinh doanh tiềm năng mà còn mang ý nghĩa xã hội rất lớn.

Trong lĩnh vực **Phát triển phần mềm**, công ty thực hiện gia công phần mềm cho thị trường Nhật Bản, phát triển phần mềm phục vụ công tác điều hành quản lý của công ty và các thành viên của tập đoàn Saigon Invest. Đặc biệt công ty đã xây dựng thành công hệ thống Saigon Cyber Cash và ví điện tử Payoo hướng tới phát triển thương mại điện tử và hỗ trợ các hoạt động khác. Trước mắt công ty đang triển khai dịch vụ thanh toán tại thị trường Gameonline. Các Game thủ có thể sử dụng các thẻ Payoo để mua bán trực tuyến các vật phẩm trong Game. Để khuyến khích người sử dụng công ty áp dụng thêm các biện pháp khuyến mại. Theo chúng tôi, đây là một chiến lược hợp lý vì đạt được 2 mục tiêu: tăng cường hiệu quả hoạt động của các Gameonline mà công ty phát hành và thâm nhập thị trường thông qua cộng đồng Game rộng lớn và hầu hết là các khách hàng trẻ.

Ngoài ra công ty cũng đang hợp tác với Công ty truyền thông VTC thâm nhập vào lĩnh vực Truyền thông quảng bá.

## Cho thuê lại đất và bán nhà xưởng khu công nghiệp công nghệ cao.

Đây là mảng kinh doanh quan trọng mang lại doanh thu lớn thứ 2 cho công ty. Trong ba năm 2006, 2007, 2008 hoạt động này lần lượt mang lại doanh thu 38 tỷ, 259 tỷ, 105 tỷ tương ứng với tỷ lệ 59%, 30.4%, 12.2% trên tổng doanh thu.

Hiện SAIGONTEL đang quản lý và khai thác khu công nghiệp Đại Đồng – Hoàn Sơn. Khu công nghiệp bắt đầu được xây dựng từ năm 2005 và đến năm 2006 đã bắt đầu đưa vào khai thác.

### Khu công nghiệp Đại Đồng – Hoàn Sơn:

- Vị trí đại lý: Tọa lạc tại huyện Tiên Du và Từ Sơn, tỉnh Bắc Ninh, phía Đông Bắc giáp tỉnh lộ 272 và khu dân cư xã Hoàn Sơn, phía Tây Bắc giáp quốc lộ 1A mới và Tây Nam giáp xã Đại Đồng.
- Tính chất: khu công nghiệp công nghệ cao ICT.
- Tổng diện tích xây dựng: 496 ha, triển khai thành 2 giai đoạn.



Hình ảnh các Gameonline do SAIGONTEL phát hành

- Tổng vốn đầu tư :1100 tỷ.
- Giá cho thuê: 40-60 USD/m2/50 năm.
- Giá vốn đất thương mại: 380,000 VND/m2.

Ngay từ khi mới đi vào hoạt động khu công nghiệp đã mang lại 38 tỷ doanh thu cho công ty. Đây là nguyên nhân chủ yếu giúp cho doanh thu của Saigontel tăng tới 300% vào năm 2006. Khu công nghiệp này đã thu hút tới 37 nhà đầu tư trong và ngoài nước đăng ký, phủ kín 55% diện tích của khu Đại Đồng – Hoàn Sơn giai đoạn I (trong đó có 4 nhà đầu tư đã triển khai hoạt động). Năm 2007 và 2008 khu công nghiệp tiếp tục đóng góp thêm 257 tỷ và 105 tỷ cho Saigontel, đóng góp nhiều thứ 2 trong tổng doanh thu. Trong năm 2009, công ty sẽ xây dựng thêm hơn 10,000 m2 nhà xưởng và san lấp 20 ha để giao cho các nhà đầu tư mới.

Song song với đó, SAIGONTEL cũng đang tiến hành xây dựng Đại Đồng – Hoàn Sơn giai đoạn II và ba khu công nghiệp khác, bao gồm: khu nhà xưởng Tân Phú Trung, Công viên phần mềm Thủ Thiêm, khu công nghiệp CNC Nam Sông Hồng...

#### **Khu nhà xưởng Tân Phú Trung:**

- Vị trí địa lý: Khu nhà xưởng được xây dựng trong khu công nghiệp Tân Phú Trung tại (đây là khu công nghiệp do CTCP đầu tư và xây dựng Sài Gòn – Tây Bắc làm chủ đầu tư, là thành viên của tập đoàn Saigon Invest).
- Tính chất: Khu nhà xưởng công nghệ cao.
- Tổng diện tích: 200,000 m2, trong đó diện tích nhà xưởng là 120,000 m2.
- Tổng vốn đầu tư:
- Giá cho thuê: Dự kiến 4USD/m2/tháng

Khu nhà xưởng đã được tập đoàn Foxconn của Đài Loan đặt thuê dài hạn. Dự kiến sau khi đi vào hoạt động, khu nhà xưởng có thể mang lại cho SAIGONTEL thêm 2 triệu USD lợi nhuận mỗi năm.

#### **Công viên phần mềm Thủ Thiêm:**

- Vị trí địa lý: Nằm trong khu đô thị mới thuộc Quận 2, thành phố Hồ Chí Minh.
- Tính chất: Công viên phần mềm.
- Tổng diện tích: 650,000 m2.
- Tổng vốn đầu tư: 1,2 tỷ USD

Khu công viên này là liên doanh giữa SAIGONTEL và công ty TA Associates International, Pte Ltd Singapore (thành viên của tập đoàn Teco – Đài Loan), trong đó SAIGONTEL góp vốn 20%. Đây là dự án có quy mô lớn nhất tại Châu Á. Công viên phần mềm Thủ Thiêm đã khởi công vào 19/7/2008. Sau khi đi vào vận hành có thể tạo ra 70,000 việc làm hàng năm.

#### **Khu công nghiệp CNC Nam Sông Hồng:**

- Vị trí địa lý: Nằm tại huyện Đan Phượng, tỉnh Hà Tây thuộc khu công nghiệp phía Bắc, cách trung tâm Hà Nội và sân bay Nội Bài 10 km.
- Tính chất: Khu công nghiệp công nghệ cao. CNC Nam Sông Hồng dự kiến xây theo mô hình của khu công nghiệp công nghệ cao TP Hồ Chí Minh.
- Tổng diện tích xây dựng: 420 ha, trong đó có 40 ha được dành để xây khu đô thị.
- Tổng vốn đầu tư: 1200 tỷ.
- Giai đoạn đầu tư: 2007-2011.

### **Cho thuê văn phòng tại các cao ốc thông minh**

Đây là hoạt động tiềm năng của SAIGONTEL. Hiện tại công ty mới chỉ hoàn thành và đưa khai thác một tòa nhà là Saigon ICT 1.

#### **Cao ốc thông minh Saigon ICT 1:**

- Vị trí địa lý: Cao ốc Saigon ICT1 nằm ngay ở cổng vào của khu công viên phần mềm Quanh Trung, TP Hồ Chí Minh.
- Tính chất: Cao ốc thông minh ICT
- Tổng diện tích: 10,000 m2.
- Số tầng: 9, trong đó có 2 tầng được SAIGONTEL sử dụng làm trụ sở chính.
- Giá cho thuê: 12 USD/m2/tháng

Trên thực tế toàn bộ 7 tầng của Saigon ICT1 đã được đặt thuê hết ngay từ khi tòa nhà mới được khai trương. Nhưng do nhiều khách hàng chưa chính thức triển khai hoạt động tại đây nên



Bản đồ quy hoạch công viên phần mềm Thủ Thiêm.



doanh thu từ cao ốc này chưa lớn. Dự kiến năm 2010, tòa nhà sẽ đi vào khai thác hết công suất, đem lại doanh thu hơn 20 tỷ/năm. Ngoài ICT1, SAIGONTEL cũng đang xây dựng 3 tòa nhà khác: Saigon ICT2; Saigon-Vinatex; tháp đôi Meridian Viễn Đông tại Đà Nẵng. Các tòa nhà này đều là những tòa nhà ứng dụng công nghệ cao và có vị trí được coi là đắc địa.

#### Cao ốc thông minh Saigon ICT 2:

- Vị trí địa lý: Nằm trong khu công viên phần mềm Quang Trung, ngay cạnh tòa nhà Saigon ICT1.
- Tổng vốn đầu tư: hơn 200 tỷ VND
- Tính chất: Cao ốc thông minh ICT
- Tổng diện tích sàn: 45,000 m<sup>2</sup>
- Số tầng: 22.

Dự kiến sau khi hoàn thành, Saigon ICT2 sẽ nhanh chóng phủ đầy được diện tích cho thuê và có thể đáp ứng được những nhu cầu khắt khe nhất của các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực CNTT&TT.



Phối cảnh cao ốc SGT – Vinatex.

**Cao ốc thông minh SGT – Vinatex:** Cao ốc nằm tại 300A-B Nguyễn Tất Thành, Q4, TP HCM. Tòa nhà là liên doanh giữa SAIGONTEL và tổng công ty dệt may Vinatex. Được khởi công vào tháng 12/2007 và dự kiến năm 2010 có thể đưa vào khai thác. Thông tin cơ bản của dự án:

- Tổng vốn đầu tư: 40 triệu USD
- Tính chất: Cao ốc thông minh.
- Diện tích khuôn viên: 5,310 m<sup>2</sup>.
- Diện tích xây dựng: 2,234 m<sup>2</sup>.
- Diện tích giao thông, cây xanh và không gian mở: 3,076 m<sup>2</sup>.
- Tổng diện tích sàn xây dựng (gồm 2 tầng hầm): 52,822 m<sup>2</sup>.
- Hệ số sử dụng đất: 8.
- Mật độ sử dụng đất: 42%
- Số tầng: 27
- DT sàn căn hộ cao cấp: 15,792 m<sup>2</sup>.
- DT văn phòng cho thuê: 9,884 m<sup>2</sup>.
- DT trung tâm thương mại, giải trí: 6,523 m<sup>2</sup>.



Phối cảnh tháp đôi Viễn Đông Meridian

**Tháp đôi Viễn Đông Meridian:** Cao ốc tọa lạc tại khu đất 84 Hùng Vương, thành phố Đà Nẵng. Meridian được coi là có vị trí đắc địa bậc nhất tại thành phố này. Tòa nhà đã khởi công vào ngày 25/7/2009.

- Tổng vốn đầu tư: 180 triệu USD.
- Diện tích đầu tư: 11,212 m<sup>2</sup>.
- Diện tích xây dựng: 7,848 m<sup>2</sup>.
- Diện tích giao thông sân bãi: 2,018 m<sup>2</sup>.
- Diện tích cây xanh: 1,346 m<sup>2</sup>.
- Hệ số sử dụng đất: 13.68.
- Mật độ xây dựng: 70%.
- Số tầng: 51.
- Diện tích sàn văn phòng cho thuê: 41,600 m<sup>2</sup>.
- Diện tích căn hộ cao cấp: 57,600 m<sup>2</sup>.
- Diện tích khách sạn 5 sao: 18,892 m<sup>2</sup>.
- Trung tâm thương mại, giải trí, chứng khoán: 35,037 m<sup>2</sup>.

Viễn Đông Meridian cao tới 220m, sau khi xây dựng sẽ là tòa nhà cao nhất miền Trung. Tòa nhà cũng ứng dụng công nghệ tiết kiệm năng lượng và xử lý nước thải tiên tiến nhằm tiết kiệm chi phí sử dụng và bảo vệ môi trường.

#### Phân phối sản phẩm CNTT&TT.

Đây là hoạt động mang lại doanh thu lớn nhất cho công ty. Hai năm 2007, 2008 mỗi năm hoạt động này mang lại 561 tỷ và 725 tỷ, đóng góp trên 80% tổng doanh thu của SAIGONTEL. Hiện tại doanh thu của mảng hoạt động này hoàn toàn nhờ vào việc phân phối thẻ Sim và Pre-paid cho các mạng di động lớn tại Việt Nam như Mobiphone; Viettel...

Không chỉ đóng góp doanh thu lớn cho công ty, hoạt động này giúp SAIGONTEL thiết lập

mạng lưới phân phối rộng lớn tạo tiền đề phát triển những dự án mới. Trong tương lai gần, công ty dự định xây dựng hàng loạt các showroom, đại lý, điểm bán hàng để phân phối điện thoại di động, các thiết bị mạng, thẻ điện thoại... dựa trên các điểm phân phối sẵn có và các chi nhánh, điểm giao dịch của các thành viên trong cùng tập đoàn Saigon Invest.

## Lợi nhuận và tỷ suất sinh lời

### Xu hướng

Bảng 3 – LNST và tốc độ tăng trưởng

Năm	2005	2006	2007	2008	2009E	2010F
LNST (tỷ đồng)	1.04	19.04	136.6	73.4	67.78	106.2
Tốc độ tăng LNST	N/A	1731%	617%	-46%	-8%	57%

Nguồn: BCTC SGT & TSC tổng hợp

Tương ứng với sự biến động của doanh thu, biến động lợi nhuận sau thuế của SAIGONTEL cũng rất lớn. Năm 2006, 2007 LNST của công ty tăng rất ấn tượng tới 1800% và 621%. Năm 2008 LNST của công ty đột ngột sụt giảm tới 47%.

Tuy nhiên nếu xét về số tuyệt đối, LNST của công ty tăng liên tục từ năm 2005 đến năm 2007. Năm 2008, LNST của công ty giảm một nửa so với năm 2007 nhưng vẫn cao hơn 3.85 lần so với năm 2006.

Sự biến động về lợi nhuận của SAIGONTEL có nguyên nhân trực tiếp từ sự biến động doanh thu của công ty.

Có thể nhận thấy một điểm không tốt đó là lợi nhuận sau thuế của công ty giảm mạnh vào năm 2008 trong khi doanh thu vẫn tăng được 1.02%. Nguyên nhân là do sự khác biệt giữa lợi nhuận biên của các mảng hoạt động và cơ cấu lợi nhuận.

Năm 2009, theo chúng tôi lợi nhuận của công ty nhiều khả năng sẽ tiếp tục giảm nhẹ nhưng sẽ phục hồi mạnh vào năm 2010 khi hoạt động kinh doanh khu công nghiệp phục hồi.

### Cơ cấu lợi nhuận theo mảng hoạt động kinh doanh

Bảng 4 – Lợi nhuận gộp từng mảng hoạt động qua các năm (tỷ VND).

	CCDV CNTT&TT	Kinh doanh KCN	Cho thuê VP	PPSP CNTT&TT
2005	3			
2006	5.5	18.4		
2007	17.2	142	0.18	8
2008	1.9	59	2	5

Nguồn: BCTC SGT & TSC tổng hợp

Do không có số liệu LNST của từng mảng hoạt động nên chúng tôi phải sử dụng chỉ tiêu lợi nhuận gộp. Nhưng chúng tôi tin rằng nó cũng phản ánh được cơ cấu lợi nhuận của SAIGONTEL và giúp giải thích được nguyên nhân sự biến động của lợi nhuận sau thuế so với doanh thu của công ty. Theo bảng 4, thống kê lợi nhuận:

Kinh doanh KCN là hoạt động mang lại lợi nhuận chính cho SAIGONTEL. Năm 2008, lợi nhuận từ KCN đóng góp tới 87% vào tổng lợi nhuận của công ty.

Mảng kinh doanh PPSP CNTT&TT, mà cụ thể là phân phối thẻ Sim và Pre-paid dù mang lại hơn 80% doanh thu nhưng chỉ đóng góp có 7% lợi nhuận.

Chính vì lý do trên nên năm 2008 dù doanh thu của SAIGONTEL tăng 1%(chủ yếu do hoạt động PPSP CNTT&TT) nhưng lợi nhuận lại giảm 47% (do lợi nhuận mảng kinh doanh KCN giảm 58.4%).

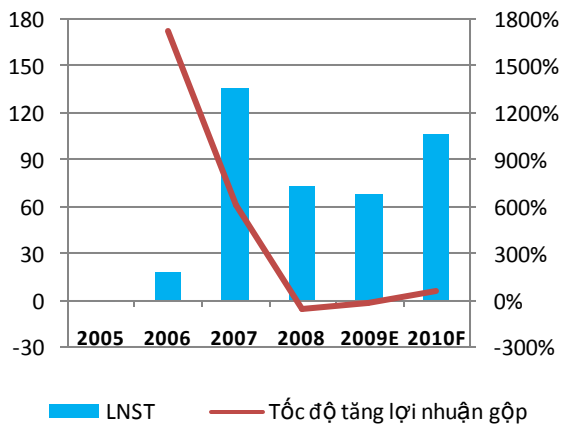
Chúng tôi tin rằng, cơ cấu lợi nhuận trên sẽ còn biến động nhiều vì hiện tại SAIGONTEL đang trong quá trình thực hiện rất nhiều dự án khác nhau.

### Tỷ suất sinh lời – vấn đề trước mắt của SAIGONTEL

Bảng 5 – ROE

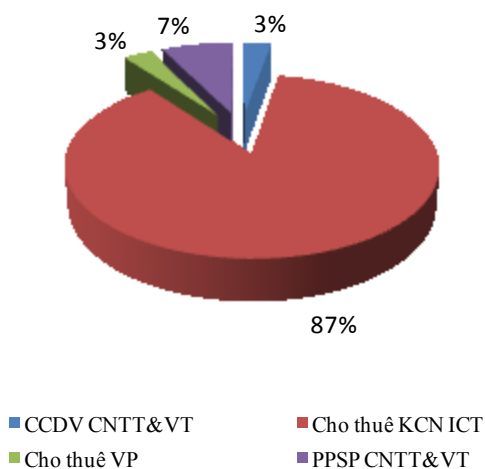
Năm	2005	2006	2007	2008
ROE	4.4%	27.6%	22.7%	10.8%

Biểu đồ 3 – LNST và tốc độ tăng trưởng



Nguồn: BCTC SGT & TSC tổng hợp

Biểu đồ 4 – Cơ cấu lợi nhuận năm 2008



Nguồn: BCTC SGT & TSC tổng hợp

Nguồn: BCTC SGT & TSC tổng hợp

Theo tính toán, tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu của SAIGONTEL như trên là chưa được cao. Hơn nữa chỉ số này đạt đỉnh vào năm 2006 và có xu hướng giảm trong hai năm tiếp theo. Năm 2008, ROE của công ty ở mức rất thấp, chỉ đạt 10.8% - đây chính là **vấn đề của SAIGONTEL**. Khi chỉ số ROE thấp, công ty không thu hút được sự quan tâm của nhà đầu tư. Điều này khiến công ty khó huy động vốn để tài trợ cho các dự án. Mà như vậy lại khiến các dự án kéo dài, tăng chi phí, tăng rủi ro khiến lợi nhuận giảm và không hấp dẫn nhà đầu tư.

Với những phân tích trên, chúng tôi tiến hành nghiên cứu sâu hơn để tìm hiểu khả năng cải thiện Tỷ suất sinh lời của doanh nghiệp trong ngắn hạn. Trước tiên chúng tôi tiến hành phân tích theo mô hình DUPONT ba bước để thấy rõ hơn được nguyên nhân biến động của chỉ số ROE.

Bảng 5 – Phân tích ROE theo DUPONT ba bước

Năm	2005	2006	2007	2008
TTS/VCSH	6.0	3.3	2.3	1.8
DT/TTS	0.1	0.3	0.6	0.7
LNST/DT	6.1%	28.1%	16.1%	8.5%
<b>ROE</b>	<b>4.4%</b>	<b>27.6%</b>	<b>22.7%</b>	<b>10.8%</b>

Quan sát ba yếu tố cấu thành ROE, chúng tôi nhận thấy kể từ năm 2006 chỉ có chỉ tiêu vòng quay tổng tài sản (DT/TTS) là tăng lên, hai chỉ số còn lại đều có xu hướng giảm.

Nguyên nhân của sự sụt giảm tỷ lệ TTS/VCSH là do doanh nghiệp đã tăng VCSH lên rất nhanh. Năm 2006, 2007, 2008 vốn chủ sở hữu của công ty lần lượt là 50 tỷ, 450 tỷ và 585 tỷ. Chúng tôi nhận thấy trong các năm qua SAIGONTEL đã hoàn toàn thực hiện trả cổ tức bằng cổ phiếu và phát hành thêm để thực hiện tăng vốn điều lệ. Lý do chính là công ty đang có quá nhiều dự án lớn cần phải đầu tư khiến việc tăng vốn trở thành bắt buộc. Thứ nhất, lấy lợi nhuận để lại và thặng dư vốn để tái đầu tư vào các dự án. Thứ hai, tăng vốn để giảm đòn bẩy tài chính giúp doanh nghiệp tiếp cận với vốn vay từ ngân hàng.

Chỉ tiêu thứ hai là vòng quay tổng tài sản(DT/TTS), chỉ tiêu duy nhất liên tục tăng qua các năm. Điều này có được nhờ tốc độ tăng của doanh thu cao hơn tốc độ tăng của tổng tài sản. Chỉ tiêu này phản ánh hiệu quả sử dụng tài sản của công ty ngày càng tốt.

Tốc độ tăng của lợi nhuận chậm hơn tốc độ tăng của doanh thu khiến chỉ tiêu LNST/DT của doanh nghiệp giảm mạnh từ mức 28.1% năm 2006 xuống còn 8.5% năm 2008 là nhân tố khiến ROE giảm. Mức giảm này phản ánh thực tế là doanh thu của SAIGONTEL tăng ở mảng kinh doanh có tỷ lệ sinh lời thấp (PPSP CNTT&TT) và giảm mạnh ở mảng kinh doanh có tỷ lệ sinh lời cao (Kinh doanh KCN).

Những đánh giá trên có thể gây ra ngộ nhận rằng SAIGONTEL có thể dễ dàng cải thiện chỉ số ROE bằng cách sử dụng đòn bẩy tài chính mạnh hơn và cố gắng tăng doanh thu của mảng kinh doanh KCN.

Thứ nhất, để tăng doanh thu từ khu công nghiệp lại không chỉ nhờ vào ý chí chủ quan từ SAIGONTEL mà phải dựa vào sự phục hồi của nền kinh tế. Mặc dù nhiều đánh giá cho rằng nền kinh tế đã qua thời điểm tồi tệ nhất nhưng quá trình phục hồi có thể kéo dài nhiều năm. Dù vậy ít ra chúng ta cũng có thể tin tưởng hoạt động này sẽ được cải thiện trong năm 2009 và những năm tiếp theo.

Thứ hai, chắc chắn SAIGONTEL sẽ phải tiến hành vay nợ rất nhiều để đầu tư cho các dự án. Nhưng như vậy đồng thời sẽ làm tăng TTS, mà không tạo được doanh thu ngắn hạn (do các dự án lớn của công ty đều mang tính dài hạn) và làm giảm lợi nhuận (vì tăng chi phí lãi vay). Tức là tăng đòn bẩy tài chính sẽ làm giảm hai chỉ tiêu còn lại. Rốt cục ROE chưa chắc đã tăng mà thậm chí còn có thể giảm.

Tựu chung lại, hiệu quả hoạt động của SAIGONTEL có được nâng cao trong thời gian tới hay không phụ thuộc trước tiên vào sự phục hồi của nền kinh tế. Thứ hai là khả năng điều hành của ban lãnh đạo doanh nghiệp trong việc cân bằng giữa các dự án ngắn hạn và dài hạn của công ty.

**Tốc độ tăng của lợi nhuận chậm hơn tốc độ tăng của doanh thu khiến LNST/DT của doanh nghiệp giảm mạnh từ mức 28.1% năm 2006 xuống còn 8.5% năm 2008 là nhân tố khiến ROE giảm**



## Các vấn đề về chi phí

### Giá vốn hàng bán

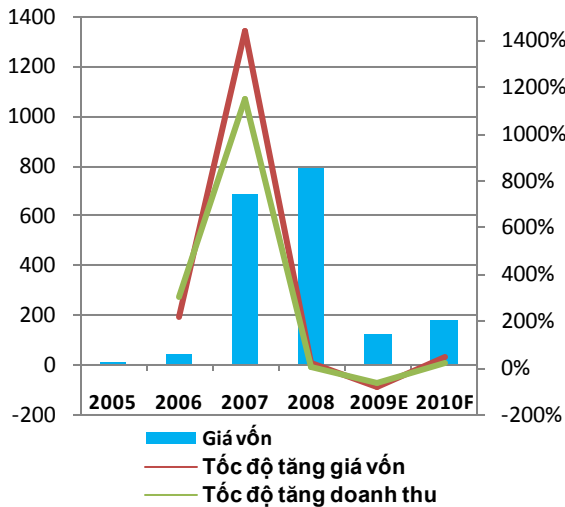
Bảng 6 – Giá vốn hàng bán

Năm	2005	2006	2007	2008	2009E	2010F
Giá vốn hàng bán (tỷ đồng)	14	44.5	684	793	122.8	176.4
Tốc độ tăng giá vốn	N/A	218%	1437%	16%	-85%	44%
Tốc độ tăng doanh thu	N/A	300%	1151%	1.2%	-65%	19.9%

Nguồn: BCTC SGT & TSC tổng hợp

Chúng tôi nhận thấy tốc độ tăng giá vốn hàng bán của doanh nghiệp nhanh hơn một chút so với tốc độ tăng của doanh thu. Đây là một trong những nguyên nhân khiến tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của SAIGONTEL giảm dần trong ba năm gần đây.

Biểu đồ 5 – Giá vốn, tốc độ tăng giá vốn và doanh thu



Nguồn: BCTC SGT & TSC tổng hợp

Bảng 7 – Giá vốn từng mảng hoạt động qua các năm (tỷ đồng).

	CCDV CNTT&TT	Kinh doanh KCN	Cho thuê VP	PPSP CNTT&TT
2005	14			
2006	24.5	20		
2007	12.8	117	0.9	553
2008	23.1	46	4	720

Nguồn: BCTC Saigontel & TSC tổng hợp

Xét cụ thể giá vốn của công ty theo từng mảng kinh doanh, có thể dễ dàng nhận thấy rằng giá vốn của hoạt động PPSP CNTT&TT chiếm tỷ trọng lớn nhất, tiếp đó là giá vốn từ hoạt động kinh doanh khu công nghiệp.

Bảng 8 – Tỷ lệ Giá vốn/Doanh thu bình quân từng mảng hoạt động

	CCDV CNTT&TT	Kinh doanh KCN	Cho thuê VP	PPSP CNTT&TT	SAIGON- TEL
Giá vốn/Doanh thu	0.729	0.455	0.692	0.990	0.92

Nguồn: BCTC Saigontel & TSC tổng hợp

Không chỉ chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng giá vốn, tỷ lệ Giá vốn/Doanh thu của hoạt động PPSP CNTT&TT cũng cao nhất trong các mảng hoạt động, lên tới 0.99. Đây là nguyên nhân khiến tỷ lệ Giá vốn/Doanh thu của SAIGONTEL lên tới 0.92. Con số này cũng khiến nhiều người lo lắng.

Tuy nhiên cũng cần lưu ý rằng, mục đích của SAIGONTEL còn là phát triển hệ thống kênh phân phối rộng khắp để chuẩn bị cho dự án phân phối điện thoại di động và các thiết bị mạng. Hơn nữa việc phân phối thẻ Sim và thẻ Pre-paid cũng không mang lại nhiều rủi ro cho doanh nghiệp. Với doanh thu lớn thì hoạt động này cũng đóng góp tới 7% trong tổng lợi nhuận. Vì thế không cần phải quá lo lắng sự mất cân đối về cơ cấu này của doanh nghiệp.

### Chi phí bán hàng

Chi phí bán hàng của công ty hiện tại thấp, năm 2007 và 2008 tương ứng là 295 triệu và 171.5 triệu. Điều này cho thấy công ty đang quản lý tốt khâu bán hàng.

Tuy nhiên chi phí này có khả năng sẽ tăng mạnh trong thời gian tới khi công ty xây dựng các Showroom và đại lý phục vụ việc phân phối thiết bị di động và các thiết bị CNTT khác.

### Chi phí quản lý doanh nghiệp

Chi phí quản lý doanh nghiệp chi tiết phân bổ cho chi nhánh Tân Tạo - chi nhánh phụ trách hoạt động PPSP CNTT&TT, chi vào khoảng 500-700 triệu so với doanh thu do chi nhánh này tạo ra là quá ít. Vì vậy trong báo cáo này chúng tôi đánh giá CPQL DN/Tổng DT, tách khỏi hoạt động của chi nhánh Tân Tạo. Theo quan điểm của chúng tôi việc này giúp chúng ta thấy rõ hơn xu hướng biến động của chi phí này so với doanh thu của công ty.

Bảng 9 – Chi phí quản lý doanh nghiệp (CP QLDN)

Năm	2005	2006	2007	2008
Chi phí QLDN	0.6	3	3	6.6
CP QLDN/DTT	3.7%	4.4%	1%	4.8%

Nguồn: BCTC SGT & TSC tổng hợp.

Nhìn vào bảng trên có thể thấy chi phí quản lý doanh nghiệp của công ty có xu hướng giảm nhưng vẫn còn khá cao so với mặt bằng chung.

Về cơ cấu, chi phí nhân viên quản lý chiếm tới khoảng 41%-42%. Chúng tôi cho rằng do công ty đang trong quá trình mở rộng và triển khai nhiều dự án nên chi phí dành cho nhân viên quản lý chiếm tỷ trọng lớn như vậy.

Chúng tôi đánh giá rằng những con số trên là hợp lý.

## Doanh thu và chi phí hoạt động tài chính

Bảng 10 – Doanh thu và chi phí hoạt động tài chính (tỷ VND)

Năm	2005	2006	2007	2008
Doanh thu	0.44	0.9	2.3	21.8
Chi phí	1	1.7	1.5	8.8
Lợi nhuận	-0.56	-0.8	0.8	13

Nguồn: BCTC SGT 2005-2008

Chúng tôi nhận thấy hoạt động tài chính của công ty khá ổn định trong các năm 2005-2007 và có đột biến vào năm 2008. Trong năm ngoài doanh thu hoạt động tài chính lên tới 21.8 tỷ gấp 9.47 lần so với năm 2007; Chi phí lên tới 8.8 tỷ gấp 5.8 lần so với năm 2007. Do tốc độ tăng doanh thu lớn hơn tốc độ tăng chi phí nên lợi nhuận từ hoạt động tài chính tăng từ 0.8 tỷ 2007 lên 13 tỷ năm 2008, tương ứng với tần 16.25 lần. Lợi nhuận từ hoạt động tài chính đóng góp khoảng 17% vào tổng lợi nhuận của công ty.

Năm 2008 là một năm khó khăn của nền kinh tế Việt Nam và thị trường chứng khoán. Hai nguyên nhân chính khiến chi phí lãi vay tăng là do đầu tư chứng khoán và chi phí lãi vay tăng. Năm 2008, công ty thanh lý khoản đầu tư vào cổ phiếu KLS dẫn đến lỗ khoản lỗ 5 tỷ. Theo chúng tôi quan sát, những khoản đầu tư tài chính còn lại của SAIGONTEL đều trên OTC hoặc là các khoản đầu tư chiến lược nên sẽ không phát sinh các khoản lỗ mới nữa. Về chi phí lãi vay của công ty sẽ còn tăng lên nhiều do các khoản vay nợ tăng lên để tài trợ cho các dự án.

Doanh thu tài chính bao gồm 20.8 tỷ cổ tức và lợi nhuận được chia từ các khoản đầu tư tài chính. Các khoản đầu lớn của SGT là vào: CTCP khoáng sản Sài Gòn Quy Nhơn, NHTMCP Miền Tây, Dự án cao ốc thông minh 300A-B Nguyễn Tất Thành, CTCP Địa Ốc Viễn Đông Việt Nam... Đây đều là những khoản đầu tư tốt. Chúng tôi tin rằng các khoản đầu tư này sẽ mang lại lợi nhuận lớn hơn trong những năm tới khi các công ty làm ăn tốt hơn do kinh tế hồi phục.

## Một số chỉ tiêu tài chính

### Đòn bẩy tài chính

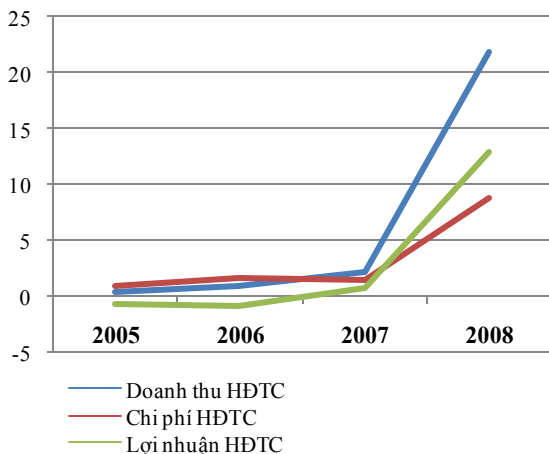
Bảng 11 – Đòn bẩy tài chính

Năm	2005	2006	2007	2008
Hệ số nợ	0.8	0.7	0.6	0.4
Hệ số nợ dài hạn/Vốn nợ dài hạn	0.6	0.3	0.1	0.2
Hệ số nợ/VCSH	5	2.3	1.3	0.8

Nguồn: BCTC SGT & TSC tổng hợp

Chúng tôi nhận thấy hệ số đòn bẩy của doanh nghiệp đang ngày càng giảm. Điều này là do công ty đã nhân thời kỳ bùng nổ của thị trường chứng khoán để tăng nhanh vốn điều lệ. Với mức độ sử dụng đòn bẩy như thời kỳ vừa qua đã giúp công ty chống chịu tốt hơn với thời kỳ

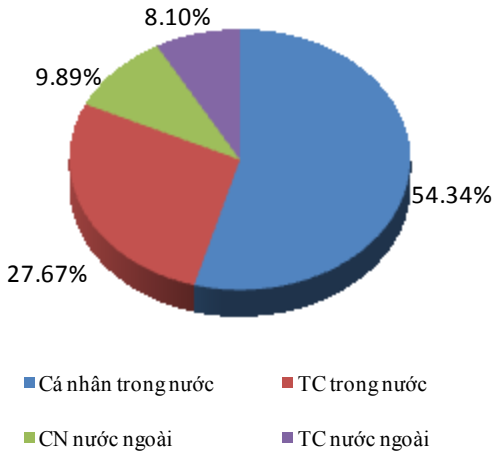
Biểu đồ 6 – Doanh thu, chi phí, lợi nhuận từ HĐTC



Nguồn: BCTC SGT & TSC tổng hợp

suy giảm kinh tế vì hạn chế được chi phí lãi vay. Tuy nhiên cần cân đối lại nguồn vốn vì tỷ lệ này của SAIGONTEL hơi thấp gây ảnh hưởng tới hiệu suất sinh lời của doanh nghiệp.

Biểu đồ 7- Cơ cấu cổ đông SAIGONTEL



Nguồn: SAIGONTEL

## Khả năng thanh toán

Bảng 11 – Khả năng thanh toán

Năm	2005	2006	2007	2008
Khả năng thanh toán hiện hành	1.49	1.56	0.76	0.53
Khả năng thanh toán nhanh	1.15	1.26	0.49	0.48
Khả năng thanh toán tiền mặt	0.14	0.01	0.02	0.13

Nguồn: BCTC SGT & TSC tổng hợp

Nhìn vào số liệu từ năm 2006 trở lại đây chúng tôi nhận thấy khả năng thanh toán hiện hành và khả năng thanh toán nhanh của doanh nghiệp có xu hướng giảm. Hơn nữa khả năng thanh toán hiện thời đang ở mức 0.5 lần cũng có nghĩa là công ty phải dùng một phần nợ ngắn hạn để tài trợ cho các dự án đầu tư dài hạn. Việc sử dụng cơ cấu tài chính mạo hiểm như vậy khiến chúng tôi lo lắng và công ty cần xem xét để điều chỉnh lại cơ cấu của mình.

## Những câu chuyện khác

### Quản trị công ty

#### Cơ cấu cổ đông

Bảng 11- Cơ cấu cổ đông

Cổ đông	Tỷ lệ nắm giữ
Cá nhân trong nước	54.34%
Cá nhân nước ngoài	9.89%
Tổ chức trong nước	27.67%
Tổ chức nước ngoài	8.1%

Nguồn: SAIGONTEL

Trong số 54% cổ phần được nắm giữ bởi các cá nhân, ông Đặng Thành Tâm đóng góp 23.69%, là cổ đông lớn nhất. Ông Tâm cũng đang giữ chức chủ tịch HĐQT của SAIGONTEL.

Tỷ lệ cổ đông là tổ chức ở SAIGONTEL là khá lớn, lên tới 35.77%. Các cổ đông tổ chức của SAIGONTEL bao gồm: CTCP Đầu tư phát triển đô thị Kinh Bắc, CTCP đầu tư Sài Gòn, CTCP xây dựng Sài Gòn ... Trong đó công ty cổ phần Kinh Bắc là tổ chức nắm giữ số cổ phần lớn nhất. Cuối năm 2008, tổ chức này nắm giữ khoảng 19.5% cổ phần của công ty.

Năm 2009, cơ cấu cổ đông của công ty có thể sẽ biến động lớn khi CTCP đầu tư phát triển đô thị Kinh Bắc đang thực hiện hoạt động thu tóm. Trong báo cáo thường niên, Kinh Bắc đặt kế hoạch sở hữu trên 50% cổ phần của SAIGONTEL ngay trong năm.

Về việc này chúng tôi nghĩ rằng đây không phải là cuộc thu tóm thay đổi quyền sở hữu mà có lẽ đơn thuần là việc cơ cấu hoạt động trong nội bộ tập đoàn mà thôi. Bởi vì tập đoàn Kinh Bắc cũng thuộc quyền sở hữu của ông Đặng Thành Tâm.

## Hội đồng quản trị và ban điều hành

Bảng 12 – Thành viên hội đồng quản trị

Tên	Vị trí trong HĐQT	Chức vụ khác
Ông Đặng Thành Tâm	Chủ tịch	Chủ tịch HĐQT tập đoàn Saigon Invest; chủ tịch HĐQT CTCP Kinh Bắc
Ông Nguyễn Vĩnh Thọ	Thành viên	Chủ tịch hội đồng quản trị NHTMCP Nam Việt
Ông Đặng Nhứt	Thành viên	
Bà Nguyễn Thị Thu Hương	Thành viên	

Nguồn: BCTN 2008 SAIGONTEL

Bảng 13 – Thành viên ban điều hành

Tên	Chức vụ	Chức vụ khác
<b>Bà Đặng Thị Hoàng Phượng</b>	<b>Tổng giám đốc</b>	Thành viên hội đồng quản trị tập đoàn Saigon Invest
<b>Ông Huỳnh Ngọc Huy</b>	Phó Tổng giám đốc	
<b>Ông Hoàng Sĩ Hóa</b>	Phó Tổng giám đốc	
<b>Ông Nguyễn Minh Hoàng</b>	Phó Tổng giám đốc	
<b>Ông Nguyễn Minh Tuyên</b>	Phó Tổng giám đốc	
<b>Ông Đào Hùng Tiến</b>	Phó Tổng giám đốc	
<b>Bà Nguyễn Thị Thu Hương</b>	Phó Tổng giám đốc	

Nguồn: BCTN 2008 SAIGONTEL

Nhìn vào danh sách hội đồng quản trị và ban điều hành của công ty, chúng tôi nhận thấy ảnh hưởng của ông Đặng Thành Tâm và gia đình ở SAIGONTEL là rất lớn. Ông Tâm giữ chức vụ chủ tịch HĐQT sở hữu 23.69% cổ phần, đồng thời là chủ tịch HĐQT của Kinh Bắc (nắm giữ 19.5% cổ phần của Saigontel). Hai thành viên khác trong HĐQT và Tổng giám đốc là anh chị em của vị chủ tịch này.

Tuy nhiên chúng tôi nghĩ rằng, quý vị có thể đặt niềm tin vào khả năng quản trị của ông Tâm nói riêng và ban lãnh đạo công ty nói chung. Năng lực và tầm ảnh hưởng của vị chủ tịch này thậm chí còn vượt xa giới hạn của công ty. Điều đó được thể hiện trực tiếp qua những chức vụ mà ông hiện đang nắm giữ: Thành viên Hội đồng tư vấn kinh doanh APEC, đồng Chủ tịch diễn đàn Doanh nghiệp Việt Nam – Nhật Bản, thành viên hội đồng tư vấn cao cấp chứng trình hành động hậu WTO của chính phủ và giữ chức chủ tịch hội đồng quản trị của tập đoàn Saigon Invest cũng như nhiều công ty khác.

## Chính sách với người lao động

Tính đến cuối năm 2008, số lượng cán bộ nhân viên tại công ty là 134 người, trong đó có 65 người trình độ đại học và sau đại học.

Thu nhập bình quân năm 2008 đạt 4,760,913 VND/người/tháng. Hàng năm cán bộ công nhân viên của công ty đều được đi nghỉ mát và khám sức khỏe định kỳ.

Công ty rất chú trọng đến việc tuyển dụng và đào tạo để nâng cao chất lượng nguồn nhân lực. Năm 2008, công ty đăng ký 9 khóa học bổ sung kiến thức cho cán bộ quản lý và chuyên viên với kinh phí hàng trăm triệu đồng. Ngoài ra công ty còn tạo điều kiện để các cán bộ công nhân viên tự tham gia các khóa đào tạo để nâng cao trình độ chuyên môn.

## Đánh giá SAIGONTEL theo mô hình SWOT

### Điểm mạnh

- SAIGONTEL hiện là thành viên của tập đoàn Saigon Invest, một tập đoàn lớn và quản lý đa ngành. Nhờ đó công ty nhận được nhiều hỗ trợ về vốn, đầu vào và có được nhiều khách hàng lớn là các thành viên trong cùng tập đoàn và đối tác.
- Hội đồng quản trị và ban điều hành của công ty là những nhân vật tài giỏi và có tầm ảnh hưởng lớn tầm quốc gia và quốc tế.
- Có nhiều dự án lớn và tiềm năng.

### Điểm yếu

- Thành viên hội đồng quản trị và ban lãnh đạo đang kiêm nhiệm quá nhiều chức vụ tại nhiều công ty và tổ chức khác nhau nên khó tập trung toàn bộ sức lực để điều hành công ty.
- Các sản phẩm của công ty đưa ra thị trường sức cạnh tranh yếu so với các đối thủ trực tiếp.
- Quá tập trung vào các khách hàng tổ chức sẵn có của tập đoàn mà không chú ý đến công tác quảng bá thương hiệu rộng rãi tới công chúng.

- Các dự án mang tính dài hạn khiến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong ngắn hạn thấp.

### Cơ hội

- Ngành công nghệ thông tin & truyền thông có tốc độ phát triển nhanh và là trọng tâm phát triển của đất nước trong những năm tới nên công ty cũng nhận được nhiều sự quan tâm và ưu đãi, như thuế thu nhập doanh nghiệp...
- Việt Nam đang trong quá trình công nghiệp hóa và hiện đại hóa nên cần nhiều các khu công nghiệp tập trung, đặc biệt là các khu công nghiệp công nghệ cao.

### Thách thức

- Nền kinh tế cần nhiều thời gian để phục hồi sau đợt khủng hoảng nặng nề trong năm 2008 và đầu năm 2009.
- Số công ty trong lĩnh vực CNTT&TT tăng nhanh cả về số lượng lẫn chất lượng khiến khả năng vươn tới những khách hàng mới ngoài tập đoàn Saigon Invest gặp nhiều khó khăn.

## PHẦN 2: MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ

Như trên đã trình bày, trong phần này chúng tôi sử dụng một phương pháp định giá duy nhất là chiết khấu dòng tiền FCFF.

### Các giả định quan trọng:

#### Doanh thu:

Năm	2009E	2010F	2011F	2012F	2013F
<b>Doanh thu</b>	200,445	301,090	361,308	433,569	520,283

Đv:100,000 VNĐ; Nguồn: TSC dự báo.

Lý do chúng tôi dự báo doanh thu năm 2009 của SGT chỉ có 200 tỷ là do sự sụt giảm mạnh về doanh thu từ hoạt động bán thẻ Sim và Pre-paid. Theo BCTC Q12009 của SGT, doanh thu từ hoạt động này chỉ còn khoảng 9 tỷ giảm 96% so với Q12008. Về phía SGT giải thích rằng đây là do các hoạt động khuyến mại tăng mạnh nên xảy ra tình trạng này. Mặt khác tình hình cạnh tranh trên thị trường viễn thông có dấu hiệu gia tăng và việc sử dụng thẻ Sim và trả trước bị quản lý chặt nên chúng tôi dự báo doanh thu từ hoạt động này của SGT sẽ duy trì ở mức thấp chứ không cao như thời gian trước nữa.

Ngoài ra do nền kinh tế tiếp tục ở trong tình trạng khó khăn nên chúng tôi dự báo doanh thu từ hoạt động Kinh doanh khu công nghiệp cũng sẽ tiếp tục ở mức thấp trong năm 2009. Doanh thu từ hoạt động này sẽ tăng trở lại vào năm 2010 và các năm tiếp theo khi nền kinh tế phục hồi và tăng trưởng trở lại.

#### Giá vốn:

Năm	2009E	2010F	2011F	2012F	2013F
<b>Giá vốn</b>	122,821	176,420	216,541	273,248	330,935

Đv:100,000 VNĐ; Nguồn: TSC dự báo.

Giá vốn từ hoạt động bán thẻ Sim và thẻ Pre-paid cũng giảm mạnh khiến giá vốn của công ty giảm mạnh so với năm 2008.

#### Lợi nhuận:

Năm	2009E	2010F	2011F	2012F	2013F
<b>Lợi nhuận gộp</b>	77,624	124,670	144,766	173,720	210,785
<b>LNST</b>	67,787	106,213	124,670	173,720	210,785

Đv:100,000 VNĐ; Nguồn: TSC dự báo.

Mặc dù doanh thu của SGT theo dự báo của chúng tôi giảm mạnh so với báo cáo thường niên của SGT, nhưng phần lợi nhuận sau thuế không khác nhiều so với lợi nhuận kế hoạch trong báo cáo này. (Theo BCTN 2008 của Saigontel, công ty đặt kế hoạch 650 tỷ doanh thu, và 68 tỷ



lợi nhuận). Lý do là lợi nhuận của hoạt động bán thẻ SIM chiếm tỷ trọng không lớn nên dù hoạt động này suy giảm mạnh cũng không gây ảnh hưởng nhiều tới tổng lợi nhuận của công ty.

**Chi phí sử dụng vốn bình quân:**

	Lãi suất	Lãi suất sau thuế	GTVH	% Vốn	BQ GQ
<b>Trái phiếu dài hạn</b>	11%	8.8%	130,919	9.43%	0.83%
<b>Cổ phiếu ưu đãi</b>	0%	0%	0	0%	0.00%
<b>Cổ phiếu thường</b>	14.7%	14.7%	1,257,750	90.57%	13.31%
<b>WACC</b>					<b>14.14%</b>

**KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ:**

CÔNG TY CỔ PHẦN VIỄN THÔNG SÀI GÒN	
<b>Chi phí sử dụng vốn - WACC</b>	14.14%
<b>Tốc độ tăng trưởng dòng tiền sau 2013</b>	5%
<b>Hiện giá dòng tiền 2009 - 2013</b>	339,672,426
<b>Hiện giá các khoản thu nhập sau năm 2013</b>	1,448,782,212
<b>Tiền và các khoản tương đương tiền</b>	14,177,156
<b>Giá trị Công ty</b>	1,802,631,794
<b>Vay nợ (dài hạn) cuối năm 2008</b>	130,919,608
<b>Giá trị nguồn vốn chủ sở hữu</b>	1,671,712,186
<b>Khối lượng CP đang lưu hành</b>	58,500,000
<b>Giá ( '000/cp)</b>	<b>28.58</b>

Kết quả định giá này được tính toán một cách thận trọng dựa trên những hiểu biết tốt nhất mà chúng tôi có tại thời điểm hiện tại về công ty SAIGONTEL và các vấn đề liên quan. Trong thời gian tới, nếu xuất hiện thêm những thông tin có thể ảnh hưởng tới giá trị cổ phiếu này, chúng tôi sẽ trở lại với các báo cáo Update mới nhất.

Với kết quả định giá như trên chúng tôi nhận thấy giá của Saigontel trên thị trường chưa phản ánh đầy đủ với những kỳ vọng mà chúng tôi đặt ra. Tuy nhiên lợi nhuận kỳ vọng chỉ đạt 10%. Vì vậy mức khuyến nghị hiện tại mà chúng tôi đưa ra với cổ phiếu SGT là nắm giữ (3 sao).



**Khuyến cáo:** Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của Phòng Phân Tích, Khối Phân Tích và Tư Vấn Đầu Tư, Công ty Chứng khoán Thăng Long. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những nhà đầu tư quan tâm tới dịch vụ hỗ trợ đầu tư tại Công ty Chứng khoán Thăng Long. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu tư nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© Bản quyền. Công ty Chứng khoán Thăng Long 2009, TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO. Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của Công ty Chứng khoán Thăng Long.

## Mức Khuyến Nghị

**Mua Mạnh (5 sao):** Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể lớn hơn 25% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

**Mua (4 sao):** Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ 10% - 25% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

**Giữ (3 sao):** Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ 0% - 10% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

**Bán (2 sao):** Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ (-15%) - 0% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

**Bán Mạnh (1 sao):** Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể lớn hơn (-15%) so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

**Tác giả: Tổng Duy Sơn**

Email: sontd@thanglongsc.com.vn

Tel: (844) 3726 2600 x 3410

## Sản Phẩm

Báo cáo này được viết và phân phối bởi Phòng Phân tích, Khối Phân Tích và Tư Vấn Đầu Tư, Công ty Chứng khoán Thăng Long. Chúng tôi hiện đang cung cấp các sản phẩm sau đây:

### Thang Long Express

- Technical View
- Overnight Update
- Company Reports
- Industry Reports

### Thang Long Intel

- Economic Insight
- Portfolio Strategies
- Economic Outlook

**Trụ sở chính:** Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: +84 (4) 3726 2600 Fax: +84 (4) 3726 2601.

**Chi nhánh:** Tầng 2, Tòa nhà PetroVietNam, 1-5 Lê Duẩn, Q1, HCM  
Điện thoại: +84 (8) 3910 6411 Fax: +84 (8) 3910 6153

**Phòng GD:** - 14C Lý Nam Đế, Hoàn Kiếm, Hà nội  
Điện thoại: +84 (4) 3733 7671 Fax: +84 (4) 3733 7670.  
- 2 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: +84 (8) 3910 2215 Fax: +84 (8) 3910 2216.  
- 126 Hoàng Quốc Việt, Quận Cầu Giấy, Hà Nội  
Điện thoại: +84 (4) 3755 7668 Fax: +84 (4) 3755 7589

**Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn Đầu Tư:** TS. Nguyễn Trọng Nghĩa

**Hà nội Office:** Đỗ Hiệp Hòa, Nguyễn Trà Lân, Lê Việt Dũng, Chu Thế Huynh, Tô Đức Hải, Tổng Duy Sơn.

**Hồ Chí Minh Office:** Hồ Ngọc Bạch, Lê Hoàng Tân, Nguyễn Thị Thúy Hằng, Trần Đình Khánh, Phạm Đăng Mạnh Hồng Lân, Nguyễn Nguyễn Có, Nguyễn Hoài An.