



ICG – Công ty Cổ phần Xây dựng Sông Hồng

Cổ phiếu của công ty được định giá ở mức **36.605 VNĐ/ cổ phiếu**.

TIÊU ĐIỂM

- **Doanh thu tăng trưởng mạnh qua các năm:** Doanh thu của đơn vị tăng trưởng mạnh qua các năm vừa qua đặc biệt sau khi Công ty cổ phần hóa năm 2007. Tốc độ tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2007-2009 đạt 43,1%/năm. EPS cũng tăng trưởng mạnh từ mức 650 VNĐ/cổ phần lên mức 2.649 VNĐ/cổ phần.
- **Cơ cấu doanh thu dịch chuyển sang kinh doanh bất động sản và dịch vụ:** Trong các năm gần đây doanh thu từ hoạt động đầu tư, kinh doanh bất động sản tăng mạnh dẫn tới cơ cấu doanh thu giữa hoạt động xây lắp và hoạt động đầu tư có sự dịch chuyển mạnh. Hoạt động xây lắp tỉ trọng đã giảm từ mức chiếm 100% doanh thu năm 2006 xuống còn khoảng 70% trong năm 2008.
- **Nhiều dự án bất động sản đang triển khai:** Hiện nay danh mục dự án đầu tư của Công ty khá lớn với các dự án như: Dự án khu B Kim Liên giai đoạn 1 & 2, dự án 33 Đường Thành, dự án TTTM – văn phòng Vĩnh Tuy, dự án TTTM – dịch vụ Thanh Xuân, sân golf Cam Ranh... với quỹ đất hiện nay lên tới hơn 40.000m² tại các quận trung tâm tại Hà Nội và một số vị trí đặc địa khác.
- **Vốn điều lệ thấp:** Với vốn điều lệ chỉ 150 tỉ đồng, và danh mục dự án đầu tư lớn, chúng tôi đánh giá nguồn vốn kinh doanh của đơn vị tương đối yếu. Với việc tăng vốn trong năm 2010 và các năm tiếp theo, đây là tín hiệu tốt giúp đơn vị chủ động được tài chính.
- **Định giá: Kết quả định giá cổ phiếu ICG vào khoảng 36.605 VNĐ/ cổ phiếu.** Kết quả trên được xác định từ việc sử dụng 5 phương pháp định giá chính (FCFE, FCFF, DDM, P/E, P/B). Mức giá trên tương đương với mức P/E khoảng 13,76 lần năm 2009, và 13,84 lần năm 2010. Mức P/E này là tương đối hấp dẫn so với mức P/E bình quân xây lắp ở Việt Nam hiện nay ở mức 12,5 – 16,0 lần.
- **Khuyến nghị:** Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư cầm và nắm giữ cổ phiếu ICG ở mức giá dưới 31.000 VNĐ/cổ phần.

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá kỳ vọng:	36.605
Giá giao dịch:	29.000
Cao nhất 52 tuần:	47.000
Thấp nhất 52 tuần:	17.100

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch:	HNX
Mệnh giá:	10.000
Số lượng CP:	15.000.000
Giá trị thị trường (tỷ VNĐ):	445.500
EPS 2009 (VNĐ)	2.649

THÔNG TIN SỞ HỮU

Hanshin Engineering & Construction Co., Ltd	10%
Tổng công ty Sông Hồng	5,37%
Cổ đông khác	84,63%

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

	2007	2008	YoY	2009	YoY	Q1/2010	QoQ
Doanh thu thuần (tr đồng)	160.730	260.025	61,8%	323.661	24,5%	39.898	Na
Lợi nhuận gộp (tr đồng)	9.692	28.977	198,9%	44.095	52,1%	5.383	Na
LNST (tr đồng)	10.057	30.160	200%	40.392	33,9%	7.699	Na
Vốn chủ sở hữu (tr đồng)	150.000	150.000	0%	150.000	0%	150.000	0%
ROA	3,20%	8,21%	156,2%	9,04%	10,1%	1,88%	Na
ROE	6,16%	16,09%	161,2%	20,46%	27,1%	4,28%	Na
EPS (VNĐ)	650	1.931	197,1%	2.649	37,2%	513	Na

Nguồn: ICG

LÝ DO ĐẦU TƯ VÀO ICG

Ngành xây lắp và kinh doanh bất động sản phát triển mạnh: Trong các năm vừa qua cũng như dự kiến trong tương lai, chúng tôi nhận thấy sự phát triển mạnh mẽ của ngành xây lắp Việt Nam do Việt Nam là nước đang trong quá trình phát triển với hàng loạt dự án đầu tư mới và cải tạo cơ sở hạ tầng cũ, quá trình đô thị hóa với tốc độ phát triển hàng năm trên 10%. Đây là những lợi thế lớn đối với các công ty có kinh nghiệm trong ngành tiếp tục có điều kiện phát triển trong tương lai, cũng như thu hút được sự quan tâm của nhà đầu tư.

Lợi thế của các dự án bất động sản: Công ty hiện đang triển khai hoặc chuẩn bị triển khai nhiều dự án bất động sản lớn tại Hà Nội, Đà Nẵng và Cam Ranh. Đặc biệt các dự án nằm tại khu vực nội thành Hà Nội có vị trí khá hấp dẫn (giao thông thuận tiện, mật độ dân cư lớn, dân trí cao ...) như dự án chung cư cao tầng B4, B14 Khu tập thể Kim liên; dự án nhóm nhà ở số 33 Đường Thành; dự án đầu tư và xây dựng chợ Hàng Da hay dự án Trung tâm thương mại Xuân La ... Điều này sẽ tạo điều kiện cho thuận lợi cho Công ty trong việc tiêu thụ sản phẩm cũng như khai thác kinh doanh thương mại.

Kinh nghiệm hoạt động trong lĩnh vực xây dựng trên 10 năm: Với kinh nghiệm trong lĩnh vực xây dựng của mình, ICG đã xây dựng rất nhiều dự án lớn như Trung tâm hội nghị Quốc gia, nhà HH3 – Khu đô thị Mỹ Đình, Bệnh viện TW quân đội 108, kho xăng dầu ngoại quan Vân Phong, Khu tái định cư Nam Trung Yên,... Công ty là một nhà thầu xây lắp có uy tín trong ngành đặc biệt tại khu vực miền Bắc và miền Trung.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro từ các chính sách hạn chế xây nhà cao tầng: Với quy định dừng cấp phép xây dựng các tòa nhà cao trên 9 tầng tại 4 quận trung tâm Hà Nội cũng như xem xét lại các dự án đã cấp phép nhưng chưa triển khai đã làm ảnh hưởng lớn đến hoạt động đầu tư một số dự án của đơn vị: Như dự án 187 Giảng Võ, thiệt hại của dự án là đáng kể vì các chi phí bỏ ra để xin cấp thép dự án.

Rủi ro về tiến độ triển khai dự án: Hiện nay, hầu hết các công trình đầu tư của ICG đều đang chậm tiến độ đáng kể so với kế hoạch ban đầu. Nguyên nhân khó khăn đến từ khâu đền bù, giải phóng mặt bằng, cũng như các thay đổi trong quy hoạch thủ đô liên tục diễn ra.

Rủi ro về tài chính: Các dự án của Công ty đòi hỏi nguồn vốn đầu tư rất lớn, vì vậy công ty phải huy động nguồn vốn lớn cho các dự án kinh doanh, việc sử dụng vốn vay là bắt buộc do nguồn vốn chủ sở hữu của đơn vị tương đối thấp so với các Công ty phát triển dự án bất động sản trong

ngành.

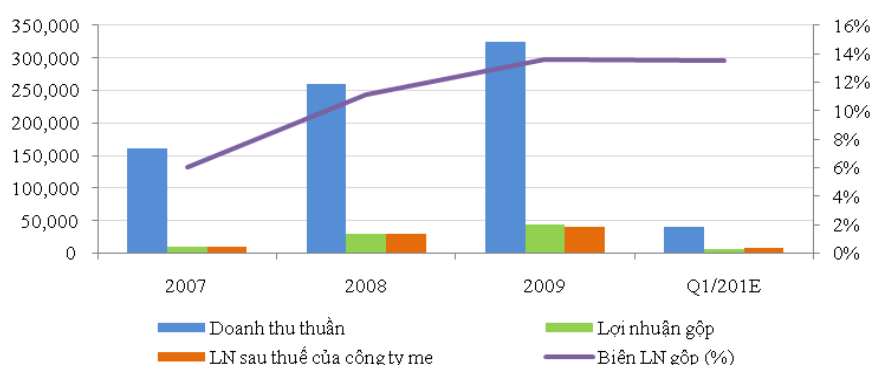
ĐÁNH GIÁ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA ICG

Trước đây, hoạt động kinh doanh của ICG là hoạt động xây lắp với doanh thu chiếm 100%, từ năm 2007 doanh thu của Công ty đã có sự dịch chuyển với tỷ trọng hoạt động xây lắp ngày càng giảm, tỷ lệ hoạt động đầu tư kinh doanh bất động sản tăng dần hàng năm.

Trong ba năm gần đây, doanh thu của Công ty tăng trưởng trung bình đạt 43%, lợi nhuận đạt 97% trong đó riêng năm 2008 tốc độ tăng trưởng lợi nhuận đạt 197% và 37% trong năm 2009. Mức biên lợi nhuận gộp của đơn vị cũng thuộc nhóm cao trong ngành xây lắp. Trong giai đoạn 2006-2009, mức biên lợi nhuận của đơn vị đạt 11%.

Biểu đồ 1: Doanh thu, lợi nhuận của Công ty

TĂNG TRƯỞNG DOANH THU, LỢI NHUẬN (triệu VND)

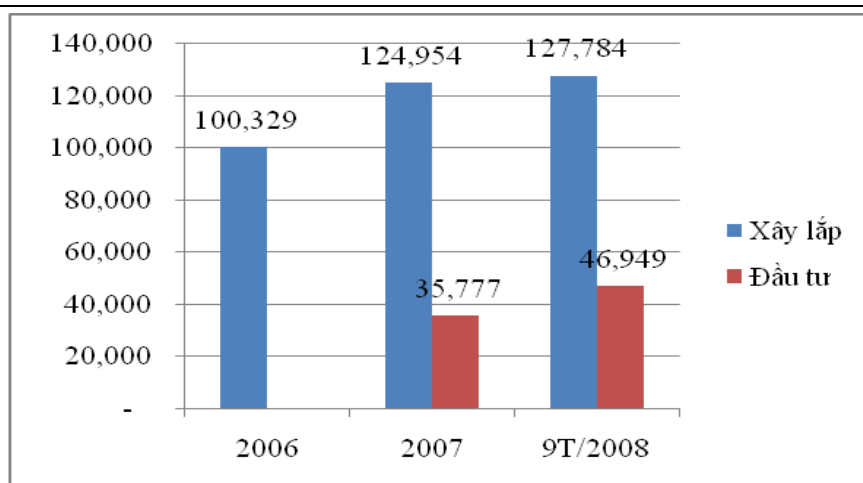


Nguồn: ICG; PSI tổng hợp dự báo

Hoạt động xây lắp

Hoạt động xây lắp của ICG thường xuyên đóng góp trên 70% trong tổng cơ cấu doanh thu của đơn vị. Điều này được giải thích do công ty được hình thành từ hoạt động xây lắp thuộc Tổng công ty Sông Hồng, trong các năm trước 2007, hoạt động kinh doanh của đơn vị 100% đến từ xây lắp và tư vấn, thiết kế. Trong các năm tiếp theo, từ năm 2008 với việc hình thành công ty cổ phần xây lắp INCOMEX thì hoạt động xây lắp của ICG được chuyển cho công ty con của mình.

Biểu đồ 2: Cơ cấu doanh thu các năm qua



Nguồn: ICG

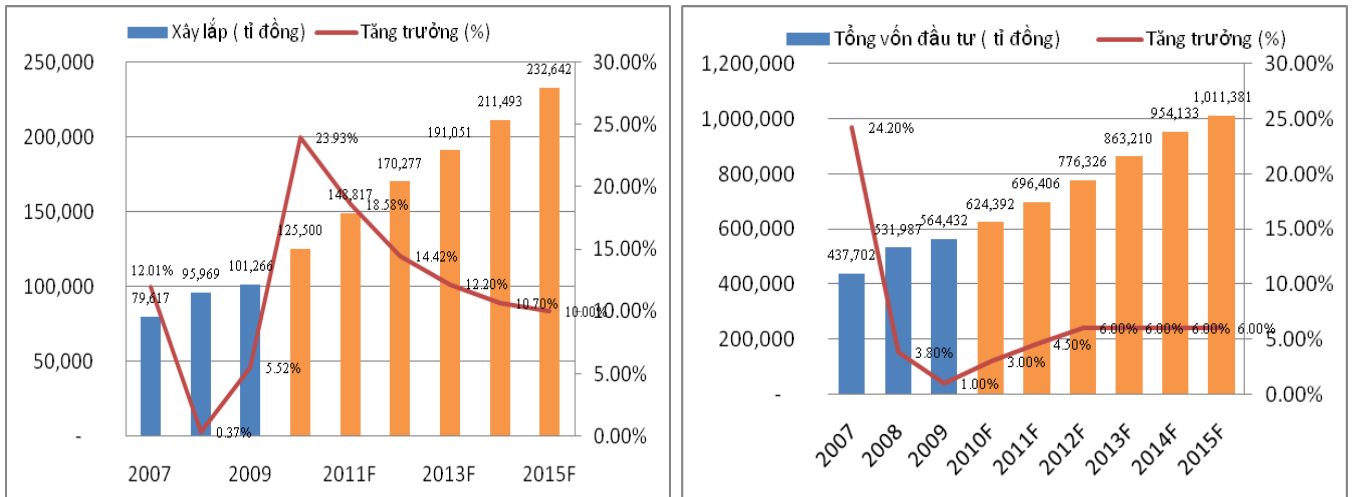
Ngành xây lắp Việt Nam

Trong các năm gần đây, ngành xây lắp Việt Nam đóng góp đáng kể vào quá trình tăng trưởng kinh tế. Giá trị sản xuất của ngành xây dựng ước đạt gần 6 tỉ USD năm 2009, chiếm khoảng 5,2% tổng GDP của Việt Nam. Mặc dù quy mô ngành trong GDP không nhiều nhưng ngành đã tạo ra động lực cho quá trình tăng trưởng của các ngành như: Bất động sản, sản xuất vật liệu xây dựng, Sản xuất nguyên liệu cơ bản, cũng như tất cả các ngành khác khi có nhu cầu mở rộng sản xuất kinh doanh.

Chính những tác động lớn kia mà ngành xây dựng luôn là ngành có tốc độ tăng trưởng mạnh nhất trong các ngành kinh tế. Tốc độ tăng trưởng thường rất cao ở mức trên 10%/năm trong thời gian vừa qua cũng như trong tương lai. Điều này tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp trong ngành có thể phát triển trong thời gian tới. Tốc độ tăng trưởng mạnh của ngành xây dựng còn phụ thuộc vào mức độ tăng trưởng tổng mức đầu tư xã hội. Trong các năm qua, vốn đầu tư cả trong và ngoài nước đã có sự tăng trưởng mạnh mẽ với tốc độ tăng trưởng trung bình 6%/năm, đầu tư thường chiếm 34% GDP hàng năm.

Trong năm 2010, dự kiến tốc độ tăng trưởng tổng mức đầu tư vào khoảng 3% lên mức 624.392 tỉ đồng, tổng giá trị ngành xây dựng khoảng 125.500 tỉ đồng, tốc độ tăng trưởng của ngành xây dựng trong năm nay dự kiến khoảng 23,93% do sự phục hồi của nền kinh tế mà lĩnh vực xây dựng là lĩnh vực đi đầu trong sự phục hồi mạnh mẽ.

Biểu đồ 3,4: Giá trị vốn đầu tư và giá trị ngành xây lắp



Nguồn: BMI, PSI Tổng hợp

Biểu đồ 5,6: GDP và FDI khu vực Hà Nội

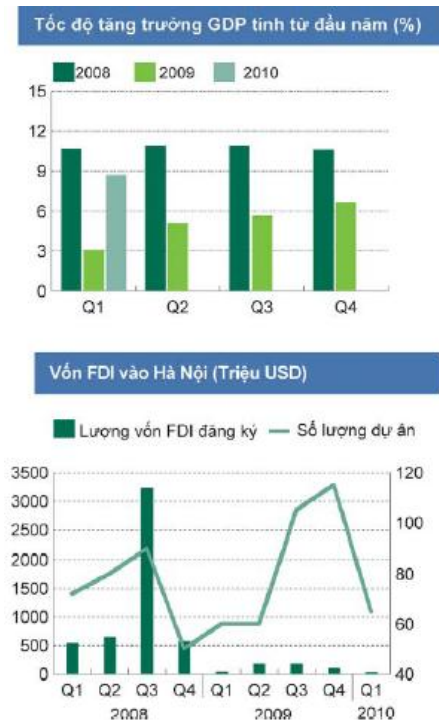
Hoạt động kinh đầu tư và doanh bất động sản tại Hà Nội

Hà Nội trong thời gian vừa qua đã phát triển với tốc độ rất nhanh và vượt qua khủng hoảng 2008-2009 một cách ngoạn mục. Tốc độ tăng trưởng của Hà Nội đạt 8,7% trong quý 1/2010, đây là tốc độ tăng trưởng vượt hơn hẳn so với tốc độ tăng trưởng cả nước ở mức 5,83%. Với lượng vốn đầu tư mới vào thành phố đạt 30 triệu USD cho 65 dự án, trong đó lượng vốn giải ngân thực tế đạt 50 triệu USD trong quý 1/2010.

Với hệ thống hạ tầng được cải thiện từng bước và các dự án hạ tầng đang được xây dựng và cải tạo, trong tương lai cơ sở hạ tầng của Hà Nội sẽ được cải thiện đáng kể nhờ các tuyến đường mới như: Láng - Hòa Lạc, đường vành đai 4, cao tốc Hà Nội – Hải Phòng mới, cầu Nhật Tân, cầu Tứ Liên, đường vành đai 3, hệ thống đường sắt trên cao,... sẽ giúp kinh tế Hà Nội cũng như lĩnh vực kinh doanh bất động sản tiếp tục phát triển theo.

Cùng với việc hệ thống hạ tầng được xây dựng mới tại các quận vent rung tâm như: Hà Đông, Từ Liêm, Quốc Oai, Gia Lâm, Đông Anh, Mê Linh,... các dự án bất động sản cũng ngày càng có xu hướng dịch chuyển ra các quận ven đô.

Nguồn cung căn hộ tại khu vực Hà Nội trong quý 1/2010 được miêu tả trong bảng sau:

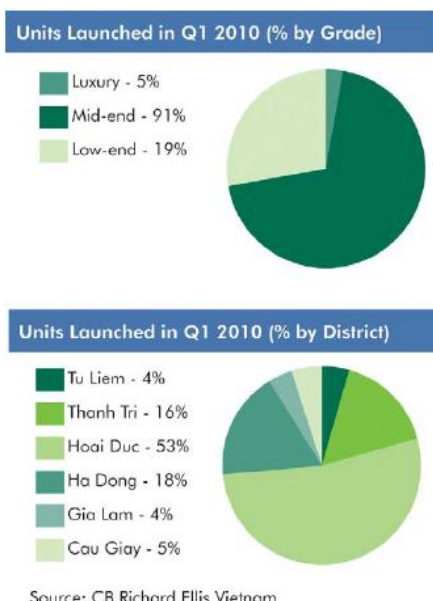


Nguồn: GSO, PSI Tổng hợp

Căn hộ	Hạng sang	Cao cấp	Trung cấp	Bình dân	Tổng
Tổng cung	2,054	10,229	42,063	12,172	66,518
Cung mới	259	-	4,608	200	5,067
Giá bán sơ cấp (USD/m²)	2,584	1,500	873	526	
Giá bán thứ cấp (USD/m²)	2,999	1,873	1,292	879	

Nguồn: CBRE

Biểu đồ 7,8: loại hình và khu vực của căn hộ bán ra



Với ICG, trong danh mục dự án hiện nay chủ yếu tập trung phát triển các dự án xây dựng căn hộ để bán, một phần phát triển các dự án trung tâm thương mại tại khu vực Hà Nội. Với việc các căn hộ có giá bán dưới 1.000 usd/m² ngày càng hút khách hiện nay, và các căn hộ có giá bán trên 1.500 usd/m² ngày càng khó bán cho thấy xu hướng đầu tư tại khu vực Hà Nội cũng như trên cả nước hiện nay tập trung vào phân khúc sản phẩm trung bình và rẻ, theo thống kê trong quý 1/2010, có tới 73% căn hộ bán ra trên thị trường sơ cấp có giá bán từ 700-900 usd/m². Các dự án của ICG hiện nay cũng chủ yếu tập trung vào phân khúc trung bình là phù hợp với xu hướng đầu tư và nhu cầu bất động sản hiện nay. Với việc đầu tư theo đúng xu thế sẽ giúp sản phẩm của ICG khi chào bán ra thị trường sẽ dễ dàng tiếp cận nhà đầu tư cũng như người có nhu cầu sử dụng thực tế.

Trong quý 1/2010, nguồn cung căn hộ tại Hà Nội đến chủ yếu từ khu vực Hà Tây cũ mà chủ yếu từ huyện Hoài Đức chiếm 53% tổng nguồn cung, với số lượng căn hộ chào bán mới đạt 5.067 căn. Tuy nhiên, cung căn hộ tại Hà Nội vẫn thấp hơn nhiều so với cầu. Theo khảo sát của chúng tôi cầu về căn hộ tại Hà Nội tập trung mạnh tại vùng giá từ 600 usd/m² – 800 usd/m², vì vậy các dự án nào bán ra trong vùng giá này rất thu hút khách hàng như dự án CT5 – Lô M – Tân Triều (812 căn), dự án khu đô thị Đặng Xá (200 căn),...

Với tốc độ tăng trưởng dân số hàng năm của khu vực Hà Nội vào khoảng 2%/năm (bao gồm cả tăng trưởng dân số cơ học) trong giai đoạn 2010-2030 thì tốc độ tăng trưởng nhà ở, đô thị hóa cần phải đẩy mạnh nhằm đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của dân cư đô thị. Tiềm năng này rất lớn cho các công ty phát triển dự án bất động sản, cũng như các công ty xây lắp trên địa bàn Hà Nội và các tỉnh lân cận.

Đánh giá hoạt động kinh doanh của ICG với một số Công ty hoạt động trong ngành xây lắp – kinh doanh bất động sản đang niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán.

So sánh với các công ty trong cùng ngành xây lắp có hoạt động kinh doanh bất động sản chúng ta thấy, mức biên lợi nhuận của Công ty thuộc loại cao nhất trong số các công ty này. Hiệu quả hoạt động ROA, ROE đều cao hơn so với các Công ty có hoạt động tương tự.

Bảng 2: So sánh hoạt động kinh doanh với một số Công ty

2008	ICG	HUT	DCC	L18	PHH	Trung bình
Doanh thu (triệu đồng)	260.025	270.438	471.685	359.008	404.324	-
Giá vốn (triệu đồng)	231.047	239.949	432.685	327.889	375.446	-
% Giá vốn/ Doanh thu	88,9%	88,7%	91,7%	91,3%	92,9%	90,7%
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	30.160	9.971	11.708	10.648	6.523	-
ROA	8,21%	3,01%	3,23%	2,63%	2,37%	3,9%

ROE	16,09%	15,62%	6,12%	15,10%	12,82%	13,1%
EPS (đồng)	1.931	1.594	1.158	2.991	3.262	-

Nguồn: Tổng hợp từ báo cáo của các doanh nghiệp

Bảng 3: So sánh hoạt động kinh doanh trong năm 2009

2009	ICG	HUT	DCC	L18	PHH	Trung bình
Doanh thu (triệu đồng)	323.661	471.652	404.267	477.126	674.056	-
Giá vốn (triệu đồng)	279.565	421.461	378.436	456.510	623.221	-
% Giá vốn/ Doanh thu	86,4%	89,4%	93,6%	95,7%	92,46%	91,5%
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	40.392	16.577	21.112	13.607	20.114	-
ROA	9,04%	1,44%	5,82%	2,79%	4,75%	4,8%
ROE	20,46%	11,06%	10,55%	17,68%	19,69%	15,9%
EPS (đồng)	2.649	2.322	2.133	3.846	5.489	-

Nguồn: Tổng hợp từ báo cáo của các doanh nghiệp

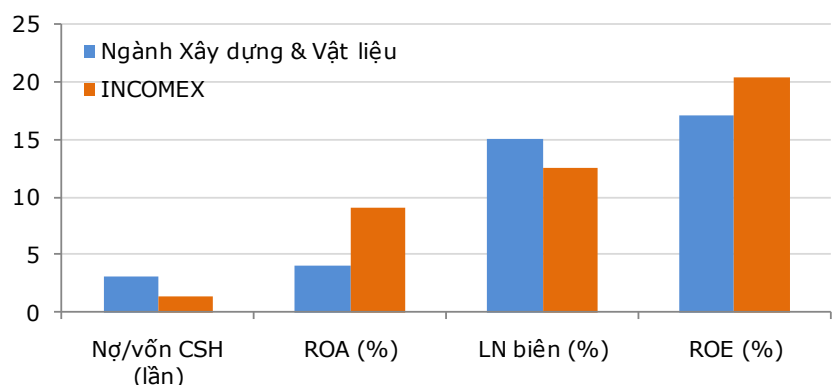
Đánh giá tình hình tài chính

Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu cũng như hệ số nợ trên tổng tài sản có xu hướng gia tăng cho thấy nhu cầu về vốn khá cao của INCOMEX trong giai đoạn này nhằm tài trợ cho các dự án đầu tư lớn đang được triển khai. Tuy nhiên chỉ tiêu sinh lời ROA và ROE trong năm 2009 lại giảm xuống 6.31% và 15.24% chứng tỏ hiệu quả sử dụng đồng vốn này chưa tốt, một phần vì các dự án đầu tư đang trong giai đoạn hoàn thiện hồ sơ xin cấp phép giấy chứng nhận đầu tư, giải phóng mặt bằng ...

Tuy nhiên so với mức trung bình của ngành thì hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh trong năm 2009 của ICG là tương đối tốt, với sinh lời lại vượt trội hơn hẳn so với mức trung bình.

Biểu đồ 9: loại hình và khu vực của căn hộ bán ra

MỘT SỐ CHỈ TIÊU SO SÁNH



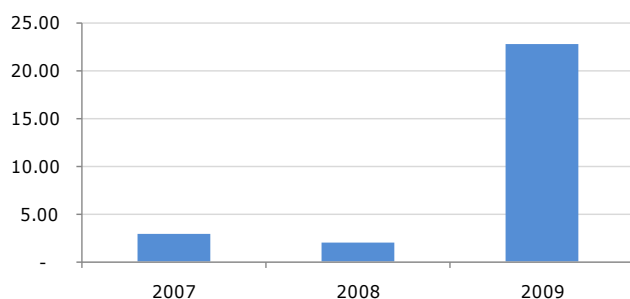
Nguồn: BCTC INCOMEX; PSI tổng hợp dự báo

		2007	2008	2009
Lợi nhuận	Tỷ suất lợi nhuận sau thuế/DT	6,3%	11,6%	12,5%
	ROA	3,20%	8,21%	9,04%
	ROE	6,16%	16,09%	20,46%
Hoạt động	Vòng quay tài sản	0,51	0,71	0,72
	Vòng quay hàng tồn kho	2,87	2,00	22,72
Thanh khoản	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,90	1,47	1,28
	Khả năng thanh toán nhanh	1,53	0,95	1,23
Cơ cấu vốn	Hệ số nợ/Tổng tài sản	0,47	0,53	0,55
	Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	0,92	1,22	1,34

Nguồn: ICG

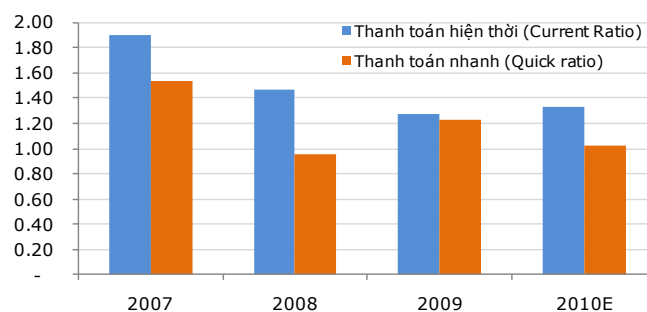
Biểu 10,11: Tình hình tài chính ICG

VÒNG QUAY HÀNG TỒN KHO



Nguồn: BCTC INCOMEX; PSI tổng hợp dự báo

KHẢ NĂNG THANH TOÁN



Nguồn: BCTC INCOMEX; PSI tổng hợp dự báo

Khả năng thanh toán nhanh của INCOMEX được cải thiện trong năm 2009, tăng từ 0.95 lên 1.23 lần trong khi khả năng thanh toán hiện hành lại giảm từ 1.47 xuống 1.28 lần. Kết quả này chủ yếu do trong năm 2009 việc hạch toán doanh thu dự án chợ Hàng Da và dự án chung cư B4-B14 Kim Liên đã làm giảm đáng kể khoản mục hàng tồn kho trên bảng cân đối kế toán. Đồng thời sự gia tăng đột biến trong khoản đầu tư tài chính ngắn hạn lên đến 160 tỷ đồng cũng đã góp phần nâng cao khả năng chi trả của INCOMEX trong năm 2009.

Cũng do việc hạch toán khoản doanh thu này mà vòng quay hàng tồn kho năm 2009 tăng 1.6 lần so với năm 2008. Cùng với đó, tỷ số vòng quay khoản phải trả giảm trong khi vòng quay khoản phải thu tăng cho thấy hiệu quả hoạt động của công ty khá tốt, vừa tận dụng được dòng vốn của nhà cung cấp, đồng thời tăng tiến độ thu tiền bán hàng, đảm bảo cho việc quay vòng vốn và gia tăng lợi nhuận cho công ty.

MỘT SỐ DỰ ÁN ĐẦU TƯ

Một số dự án đầu tư của Công ty hứa hẹn đem lại doanh thu, lợi nhuận trong các mảng kinh doanh ngoài xây lắp: Các dự án khu Kim Liên

mới, Trung tâm thương mại Vĩnh Hưng, Trung tâm thương mại Xuân La, sân golf Nha Trang,...

TT	Dự án	Quy mô dự án	Vốn ĐT (tỷ đồng)	Dự kiến hoàn thành
1	Chung cư cao tầng B4, B14 khu TT Kim Liên	B14: 3.250m ²	190	Q2/2010
		B4: 3,440m ²	320	Q1/2012
2	Nhóm nhà ở 33 Đường Thành	746 m ²	29	Q I/2011
3	Đầu tư và Xây dựng chợ Hàng Da	3,367m ²	230,5	9/2010
4	Trung tâm thương mại – văn phòng và dịch vụ công cộng Vĩnh Tuy	8,753m ²	785	Q3/2012
5	Trung tâm thương mại Xuân La	2,065m ²	298	Q3/2012
6	Văn phòng, chung cư cao cấp Giảng Võ	9,149m ²	1.300	
7	Trung tâm thương mại – Dịch vụ Thanh xuân	6,500m ²	505	Q2/2013
8	Khách sạn Tam Đảo	450m ²	14	Q3/2010
9	Cao ốc dịch vụ văn phòng và nhà ở Đà Nẵng	2,580m ²	1.369	2011
10	Sân Golf và Biệt thự sinh thái Cam Ranh	171,9ha	1.400	2014

Nguồn: Website Công ty; PSI tổng hợp

DỰ BÁO TÀI CHÍNH

Giả định doanh thu, giá vốn, lợi nhuận:

Trên cơ sở đánh giá hiệu quả các dự án đầu tư bất động sản trong năm nay cùng với những đánh giá thận trọng về tốc độ tăng trưởng trong năm 2010 và giai đoạn tiếp theo, chúng tôi đưa ra các giả định sau:

Tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình 25% trong 2 năm tới; trong 5 năm tiếp theo tăng trưởng 10% và sau đó tăng trưởng ổn định theo tốc độ tăng trưởng dài hạn của nền kinh tế, trung bình 5%/năm.

Chi phí bán hàng/ĐT duy trì mức 0,3%. Do trong thời gian tới công ty phải triển khai hoạt động bán hàng đối với các dự án đầu tư bất động sản để huy động vốn từ khách hàng.

Chi phí quản lý doanh nghiệp/ĐT mức trung bình 4%/ năm

Tài sản cố định tăng thêm theo kế hoạch, thời gian khấu hao dự kiến trung bình khoảng 10-15 năm đối với các loại tài sản, phương pháp khấu hao theo đường thẳng.

Vốn đầu tư của chủ sở hữu là tăng từ 150 tỷ lên 200 tỷ đồng trong năm 2010 và dự kiến sẽ tăng lên 350 tỷ đồng vào năm 2015, sau đó giữ nguyên ở mức này.

-

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Doanh thu (tr VND)	404.576	505.720	556.292	611.922	673.114	740.425
Giá vốn (tr VND)	349.457	436.821	445.034	489.537	538.491	592.340
<i>Tỉ trọng giá vốn/DT</i>	<i>86,4%</i>	<i>86,4%</i>	<i>80,0%</i>	<i>80,0%</i>	<i>80,0%</i>	<i>80,0%</i>
Lợi nhuận gộp (tr VND)	55.119	68.899	111.258	122.384	134.622	148.085
<i>Lợi nhuận gộp/DT</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,6%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>
LNST (tr VND)	46.898	62.922	99.363	109.299	120.229	132.252
<i>Lợi nhuận sau thuế/DT</i>	<i>11,6%</i>	<i>12,4%</i>	<i>17,9%</i>	<i>17,9%</i>	<i>17,9%</i>	<i>17,9%</i>
ROA	8,28%	8,46%	10,98%	10,28%	10,38%	10,52%
ROE	17,06%	17,98%	21,97%	19,57%	17,99%	16,90%
Vốn chủ sở hữu (tr VND)	200.000	250.000	300.000	350.000	400.000	450.000
EPS (VND)	2.634	2.752	3.573	3.325	3.170	3.077

Nguồn: Kế hoạch ICG, PSI dự báo

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp 4 phương pháp: FCFE, FCFF, P/E, P/B để xác định mức giá kỳ vọng cho ICG. Các chỉ tiêu được so sánh với trung bình nhóm ngành xây lắp – bất động sản và các công ty xây lắp – bất động sản có quy mô tương tự tại Việt Nam. Giá ước tính của chúng tôi vào khoảng **36.605 VNĐ/cổ phần**

Tổng hợp định giá				
Vùng giá của cổ phiếu ICG			So sánh với giá ngày 08/06/2010	Mức PE Forward năm 2010
Phương pháp FCFE	30.051	<div></div> 40.657	3,62% - 40,19%	11,41 – 15,43
Phương pháp FCFF		41.310 <div></div>	42,45% - 92,72%	15,68 – 21,22
Phương pháp PE	28.523	<div></div> 34.839	-1,64% - 20,13%	10,83 – 13,23
Phương pháp PB	26.393	<div></div> 35.655	-8,99% - 22,95%	10,03 – 13,54

Nguồn: PSI

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH

<i>Đơn vị: triệu VND</i>	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Doanh thu thuần	260.025	323.661	404.576	505.720	556.292
Giá vốn hàng bán	231.047	279.565	349.457	436.821	445.034
Lợi nhuận gộp	28.977	44.095	55.119	68.899	111.258
Doanh thu tài chính	15.634	5.971	14.285	17.856	19.642
Chi phí tài chính	2.974	6	1.640	2.050	2.255
Chi phí bán hàng	-	-	-	-	-
Chi phí quản lý DN	9.700	17.224	20.228	20.228	22.251
LN thuần từ HĐKD	31.937	32.836	46.322	62.959	104.725
Lợi nhuận khác	-200	-527	761	951	1.047
LN trước thuế	32.222	42.866	55.175	74.026	116.898
Lợi nhuận sau thuế	30.160	40.392	46.898	62.922	99.363
TỔNG TÀI SẢN	420.719	472.798	660.005	828.067	982.135
Tài sản ngắn hạn	328.422	334.885	506.565	663.834	808.018
Tiền và tương đương tiền	12.607	8.971	52.500	96.253	222.436
Đầu tư tài chính ngắn hạn	42.770	160.390	139.353	174.191	191.611
Phải thu ngắn hạn	140.484	140.731	182.147	227.684	250.452
Hàng tồn kho	115.241	12.304	109.102	136.378	111.258
Tài sản ngắn hạn khác	17.318	12.487	23.461	29.326	32.259
Tài sản dài hạn	92.297	137.912	153.439	164.233	174.117
Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-
Tài sản cố định	32.364	68.455	69.905	71.500	72.377
Bất động sản đầu tư	2.659	2.659	2.659	2.659	2.659
Đầu tư tài chính dài hạn	47.880	66.791	73.470	80.817	88.899
Tài sản dài hạn khác	9.393	6	7.404	9.255	10.180
TỔNG NGUỒN VỐN	420.719	472.798	660.005	828.067	982.135
Nợ ngắn hạn	223.382	262.074	349.812	437.265	480.991
Phải trả người bán	45.704	119.388	107.778	134.723	148.195
Nợ dài hạn	869	190	20.318	24.398	29.238
Nguồn vốn chủ sở hữu	183.402	195.235	270.125	344.327	447.227
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	150.000	150.000	200.000	250.000	300.000
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	10.000	10.000	10.000
Lợi nhuận chưa phân phối	24.091	38.827	53.726	76.649	128.012
Nguồn kinh phí, quỹ khác	3.309	1.600	2.110	2.321	2.553
Lợi ích cổ đông thiểu số	13.065	14.698	17.638	19.754	22.125

Báo cáo này được thực hiện bởi Ban Phân tích - Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí. Những thông tin trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn đáng tin cậy và đánh giá một cách thận trọng. Tuy nhiên, Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác, trung thực, đầy đủ của các thông tin được cung cấp cũng như những tổn thất có thể xảy ra khi sử dụng báo cáo này. Mọi thông tin, quan điểm trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Báo cáo này được xuất bản với mục đích cung cấp thông tin và hoàn toàn không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán.

Người đọc cần lưu ý: Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí có thể có những hoạt động hợp tác với các đối tượng được nêu trong báo cáo và có thể có xung đột lợi ích với các nhà đầu tư.

Báo cáo này thuộc bản quyền của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí. Mọi hành vi in ấn, sao chép, sửa đổi nội dung mà không được sự cho phép của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí đều được coi là sự vi phạm pháp luật.

**PSI****CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ****BAN PHÂN TÍCH****Phó Giám đốc phụ trách Ban****Phạm Thái Bình - binhpt@psi.vn****Chuyên viên Phân tích: Nguyễn Minh Hạnh – hanhnm@psi.vn****Nghiên cứu thị trường****Hoàng Anh Tuấn**
tuanha1@psi.vn**Lê Thanh Tùng**
tunglt@psi.vn**Phân tích ngành, công ty****Nguyễn Minh Hạnh**
hanhnm@psi.vn**Bùi Đức Hoàn**
hoanbd@psi.vn**Trương Trần Dũng**
dungtt@psi.vn**Nghiên cứu kinh tế vĩ mô****Ninh Quang Hải**
hainq@psi.vn