

**BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN**



TRẦN THỊ THU PHONG

**HOÀN THIỆN PHÂN TÍCH HIỆU QUẢ KINH DOANH
TRONG CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRÊN
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM**

**CHUYÊN NGÀNH: KẾ TOÁN (KẾ TOÁN, KIỂM TOÁN VÀ PHÂN TÍCH)
MÃ SỐ: 62.34.30.01**

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH DOANH VÀ QUẢN LÝ

Người hướng dẫn khoa học:

1: GS.TS. NGUYỄN VĂN CÔNG

2: PGS.TS. PHẠM THỊ BÍCH CHI

HÀ NỘI, NĂM 2012

LỜI CAM ĐOAN

Tôi xin cam đoan đây là công trình nghiên cứu do tôi tự thực hiện.

Mọi kết quả trình bày trong luận án là trung thực và chưa được ai công bố trong bất cứ một công trình nào khác.

Tác giả luận án

Trần Thị Thu Phong

MỤC LỤC

TRANG PHỤ BÌA

LỜI CAM ĐOAN

DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT

DANH MỤC SƠ ĐỒ, BẢNG BIỂU, ĐỒ THỊ

MỞ ĐẦU.....1

CHƯƠNG 1: CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ PHÂN TÍCH HIỆU QUẢ KINH DOANH TRONG CÁC DOANH NGHIỆP.....16

1.1 Hiệu quả kinh doanh và hệ thống chỉ tiêu đo lường hiệu quả kinh doanh.....16

1.1.1 Hiệu quả kinh doanh và ý nghĩa của việc phân tích hiệu quả kinh doanh..... 16

1.1.2 Hệ thống chỉ tiêu đo lường hiệu quả kinh doanh..... 22

1.2 Phân tích hiệu quả kinh doanh trong các doanh nghiệp.....26

1.2.1. Xác định nội dung và chỉ tiêu phân tích hiệu quả kinh doanh..... 26

1.2.2. Xác định phương pháp phân tích hiệu quả kinh doanh.....34

1.2.3. Tổ chức phân tích hiệu quả kinh doanh..... 43

1.3 Đặc điểm phân tích hiệu quả kinh doanh trong các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán.....45

1.3.1 Đặc điểm của công ty cổ phần niêm yết có ảnh hưởng đến phân tích hiệu quả kinh doanh..... 45

1.3.2 Đặc điểm phân tích hiệu quả kinh doanh trong các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán..... 47

1.4 Kinh nghiệm phân tích hiệu quả kinh doanh trong các CTCP tại các nước trên thế giới và bài học kinh nghiệm cho Việt Nam.....49

1.4.1 Kinh nghiệm phân tích hiệu quả kinh doanh trong các công ty cổ phần niêm yết tại một số nước trên thế giới..... 49

1.4.2 Bài học kinh nghiệm về phân tích hiệu quả kinh doanh cho các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam..... 59

KẾT LUẬN CHƯƠNG 1.....61

CHƯƠNG 2: THỰC TRẠNG PHÂN TÍCH HIỆU QUẢ KINH DOANH TRONG CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM..... 62

2.1 Tổng quan về hệ thống công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam 62

2.1.1 Lịch sử hình thành và phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam..... 62

2.1.2 Tình hình phát triển của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam..... 67

2.1.3 Đặc điểm tổ chức quản lý của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam..... 71

2.2 Tình hình thực tế phân tích hiệu quả kinh doanh trong các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam..... 73

2.2.1. Thực trạng nội dung và chỉ tiêu phân tích hiệu quả kinh doanh..... 73

2.2.2. Thực trạng phương pháp phân tích hiệu quả kinh doanh..... 88

2.2.3. Thực trạng tổ chức phân tích hiệu quả kinh doanh..... 90

2.2.4 Kinh nghiệm phân tích HQKD của các công ty niêm yết tại các công ty chứng khoán..... 93

2.3. Đánh giá thực trạng phân tích hiệu quả kinh doanh trong các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.....97

2.3.1 Về nội dung và chỉ tiêu phân tích..... 97

2.3.2 Về phương pháp phân tích..... 101

2.3.3 Về tổ chức phân tích..... 101

CHƯƠNG 3: QUAN ĐIỂM, NGUYÊN TẮC VÀ GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN PHÂN TÍCH HIỆU QUẢ KINH DOANH TRONG CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM.....105

3.1 Sự cần thiết, quan điểm và nguyên tắc hoàn thiện phân tích hiệu quả kinh doanh trong các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam..... 105

3.1.1 Sự cần thiết phải hoàn thiện phân tích hiệu quả kinh doanh..... 105

3.1.2 Quan điểm hoàn thiện..... 107

3.1.3 Nguyên tắc hoàn thiện.....	108
3.2 Các giải pháp hoàn thiện phân tích hiệu quả kinh doanh trong các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.....	110
3.2.1 Xây dựng và lựa chọn nội dung và hệ thống chỉ tiêu phân tích hiệu quả kinh doanh.....	110
3.2.2 Hoàn thiện cách thức vận dụng phương pháp phân tích.....	124
3.2.3 Hoàn thiện qui trình tổ chức phân tích.....	133
3.3 Điều kiện thực hiện các giải pháp.....	141
3.3.1 Về phía Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.....	141
3.3.2 Về phía các công ty niêm yết.....	142
KẾT LUẬN CHƯƠNG 3.....	144
KẾT LUẬN.....	145
DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH ĐÃ CÔNG BỐ CỦA TÁC GIẢ.....	146
TÀI LIỆU THAM KHẢO.....	147
PHỤ LỤC.....	152

DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT

Ký hiệu	Diễn giải
BQ	Bình quân
CTCP	Công ty cổ phần
DN	Doanh nghiệp
DT	Doanh thu
DTT	Doanh thu thuần
GDCK	Giao dịch chứng khoán
GVHB	Giá vốn hàng bán
HĐKD	Hoạt động kinh doanh
HNX	Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội
HOSE	Sở Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh
HQKD	Hiệu quả kinh doanh
HTK	Hàng tồn kho
LN	Lợi nhuận
TS	Tài sản
TSCĐ	Tài sản cố định
TSLĐ	Tài sản lưu động
TTCK	Thị trường chứng khoán
TTGD	Trung tâm GDCK
UBCKNN	Ủy ban Chứng khoán Nhà nước
VCSH	Vốn chủ sở hữu

DANH MỤC SƠ ĐỒ, BẢNG BIỂU, ĐỒ THỊ

SƠ ĐỒ

SƠ ĐỒ 2.1: Tổ chức bộ máy quản lý của CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam....	72
SƠ ĐỒ 3.1: Quy trình tổ chức phân tích HQKD.....	140

BẢNG BIỂU

BẢNG 2.1: Quy mô công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2000-2005.....	63
BẢNG 2.2: Quy mô công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam trong giai đoạn 2006-2010.....	65
BẢNG 2.3: Số lượng các công ty niêm yết theo ngành tại 2 sàn HOSE và HNX tính đến hết tháng 10/2010.....	68
BẢNG 2.4: Các chỉ tiêu phản ánh HQKD chủ yếu trình bày trong bản cáo bạch....	74
BẢNG 2.5: Kết quả khảo sát thực tế về tỷ trọng các chỉ tiêu được các công ty sử dụng phân tích năng lực hoạt động.....	76
BẢNG 2.6: Chỉ tiêu phản ánh năng lực hoạt động của CTCP xuyên Thái Bình Dương (mã chứng khoán PAN).....	76
BẢNG 2.7: Chỉ tiêu phản ánh năng lực hoạt động của CTCP Hoàng Anh Gia lai (mã chứng khoán HAL).....	77
BẢNG 2.8: Chỉ tiêu phân tích năng lực hoạt động của CTCP Công nghệ CMC....	77
BẢNG 2.9: Chỉ tiêu phân tích năng lực hoạt động của CTCP Dược Hậu Giang.....	78
BẢNG 2.10: So sánh chỉ tiêu phản ánh vòng quay HTK.....	80
của Công ty Cao su Đồng Phú theo 2 cách tính.....	80
BẢNG 2.11: Kết quả khảo sát thực tế về tỷ trọng các chỉ tiêu được các công ty sử dụng phân tích khả năng sinh lợi.....	82
BẢNG 2.12: Các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi của CTCP Khu Công nghiệp Tân Tạo.....	83
BẢNG 2.13: Chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi của CTCP Phát triển Đô thị Kinh Bắc.....	83
BẢNG 2.14: So sánh các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi của Công ty Dược phẩm Hậu Giang theo 2 cách tính.....	84
BẢNG 2.15: Phân tích khả năng sinh lợi của CTCP Ô tô TMT.....	85
BẢNG 2.16: Phân tích khả năng sinh lợi của CTCP Dược phẩm Traphaco trên báo cáo thường niên năm 2009.....	85

BẢNG 2.17: Kết quả khảo sát thực tế về tỷ trọng các chỉ tiêu công ty sử dụng để phân tích hiệu quả sinh lợi của cổ phiếu công ty.....	87
BẢNG 2.18: Kết quả khảo sát thực tế về tỷ trọng các phương pháp phân tích HQKD được các CTCP niêm yết sử dụng.....	88
BẢNG 2.19: Kết quả khảo sát thực tế về tỷ trọng khoảng thời gian thực hiện so sánh HQKD trong các CTCP niêm yết.....	89
BẢNG 2.20: Kết quả khảo sát thực tế về tỷ trọng đối tượng thực hiện phân tích HQKD trong các CTCP niêm yết.....	90
BẢNG 2.21: Kết quả khảo sát thực tế về tỷ trọng nguồn số liệu sử dụng để phân tích HQKD trong các CTCP niêm yết.....	91
BẢNG 2.22: Kết quả khảo sát thực tế về tỷ trọng các công ty thực hiện giải trình thông tin phân tích HQKD trong các báo cáo.....	92
BẢNG 2.23: So sánh kết quả tính toán chỉ tiêu ROA, ROE năm 2009 của Công ty Dược Hậu Giang tại các công ty chứng khoán:.....	96
BẢNG 3.1: Hệ thống chỉ tiêu phân tích HQKD tại CTCP niêm yết.....	123
BẢNG 3.2: Bảng so sánh tốc độ tăng trưởng định gốc về năng lực hoạt động.....	125
BẢNG 3.3: Bảng so sánh tốc độ tăng trưởng liên hoàn về năng lực hoạt động.....	126
BẢNG 3.4: Bảng đánh giá khái quát HQKD so với các DN khác trong cùng ngành	
BẢNG 3.5: Bảng phân tích số vòng quay của HTK.....	130
BẢNG 3.6: Bảng phân tích khả năng sinh lợi của tổng tài sản.....	133
BẢNG 3.7: Phân loại mục tiêu và nội dung phân tích theo đối tượng sử dụng thông tin.....	134

ĐỒ THỊ, BIỂU ĐỒ

BIỂU ĐỒ 2.1: Quy mô của các công ty niêm yết trên TTCK giai đoạn 2000-2005	63
BIỂU ĐỒ 2.2: Quy mô của các công ty niêm yết trên TTCK giai đoạn 2000-2005	65
BIỂU ĐỒ 2.3: Tỷ trọng công ty niêm yết trong tổng số công ty phát hành chứng khoán.....	69
BIỂU ĐỒ 2.4: Cơ cấu các công ty niêm yết theo ngành kinh doanh.....	70
BIỂU ĐỒ 2.5: Cơ cấu công ty niêm yết theo mức độ vốn hoá.....	70
BIỂU ĐỒ 3.1: Xu hướng tăng trưởng về năng lực hoạt động của tổng tài sản và hàng tồn kho.....	126
BIỂU ĐỒ 3.2: So sánh chỉ tiêu ROA của công ty với các công ty khác và so với TB của ngành kinh doanh (dạng dòng).....	128
BIỂU ĐỒ 3.3: So sánh chỉ tiêu ROA của công ty với các công ty khác và so với TB của ngành kinh doanh (dạng cột).....	128

MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài nghiên cứu

Thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam ngày càng đóng vai trò quan trọng trong sự phát triển của ngành tài chính nước ta. Sự ra đời của TTCK góp phần hoàn thiện cơ cấu thị trường tài chính và tạo ra một kênh huy động vốn dài hạn cho đầu tư phát triển, góp phần đẩy mạnh công nghiệp hóa và hiện đại hóa đất nước. So với thời điểm mới đi vào hoạt động (tháng 7 năm 2000), TTCK chỉ có 2 công ty niêm yết thì đến nay, số lượng các công ty niêm yết trên cả 2 sàn Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh đã hơn 600 công ty. Sự phát triển của thị trường phụ thuộc vào nhiều yếu tố, trong đó hiệu quả kinh doanh (HQKD) của các công ty niêm yết là một trong những yếu tố quan trọng thu hút các nhà đầu tư tham gia vào thị trường. Những thông tin về HQKD của các công ty luôn chiếm được sự quan tâm của đông đảo các nhà quản lý và các nhà đầu tư, trở thành cầu nối quan trọng giữa các nhà đầu tư và doanh nghiệp (DN). Tuy nhiên, tại các công ty cổ phần (CTCP) niêm yết trên TTCK Việt Nam, nhận thức về phân tích HQKD, đặc biệt là thông tin công bố về HQKD vẫn chưa được coi trọng đúng mức. Việc phân tích và công bố thông tin liên quan đến HQKD vẫn mang nặng tính hình thức, đối phó mà chưa thực sự phản ánh đúng HQKD của các công ty. Chính vì vậy trong thời gian làm nghiên cứu sinh, tác giả đã chọn đề tài ***“Hoàn thiện phân tích hiệu quả kinh doanh trong các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”*** làm đề tài nghiên cứu cho luận án tiến sĩ của mình.

Xét về mặt lý luận, phân tích HQKD là một trong những nội dung quan trọng trong phân tích kinh doanh của DN, cung cấp những thông tin quan trọng về hiệu quả sử dụng các nguồn lực của DN, năng lực hoạt động cũng như khả năng sinh lợi của DN. Thông tin về HQKD chính xác là căn cứ tin cậy, hữu ích cho người sử dụng đánh giá đúng đắn vị thế và xu hướng phát triển của DN. Tuy nhiên, thực tế hiện nay có khá nhiều quan điểm, nhiều cách tiếp cận và đánh giá khác nhau về HQKD, đặc biệt là HQKD và phân tích HQKD của các công ty niêm yết trên TTCK.

Việc nghiên cứu để hoàn thiện phân tích HQKD của các công ty niêm yết cả về tổ chức phân tích, phương pháp, nội dung phân tích là hết sức cần thiết.

Xét về mặt thực tiễn, những thông tin về HQKD của các công ty niêm yết có ý nghĩa quan trọng không chỉ với TTCK mà còn rất quan trọng đối với bản thân các công ty niêm yết và các nhà đầu tư.

+ *Với TTCK*: Để TTCK phát triển một cách ổn định và bền vững cần phải có những hàng hoá với chất lượng tốt. Chất lượng hàng hoá trên TTCK được thể hiện qua HQKD của chính các công ty niêm yết. Tuy nhiên, dù cho thị trường có hàng hoá tốt nhưng những thông tin về các hàng hoá đó không được cung cấp minh bạch, rõ ràng cũng không thể gây dựng được niềm tin cho nhà đầu tư. Chính vì vậy, một khi thông tin về HQKD của các công ty niêm yết được công bố rõ ràng, minh bạch và được phân tích, đánh giá khách quan sẽ thu hút được nhiều nhà đầu tư quan tâm; từ đó, tạo niềm tin cho nhà đầu tư khi tham gia thị trường, góp phần phát triển TTCK bền vững.

+ *Với các công ty niêm yết*: Để có thể giành thắng lợi, tồn tại và phát triển trong môi trường kinh tế cạnh tranh, các công ty niêm yết trên TTCK phải thể hiện được đẳng cấp và vị thế của mình. Muốn vậy, công ty không thể bỏ qua yếu tố HQKD. Không một nhà đầu tư nào quan tâm đến công ty khi mà công ty đó đang làm ăn thua lỗ, kết quả kinh doanh giảm sút. Và ngược lại, một công ty kinh doanh có hiệu quả sẽ thu hút được sự quan tâm của nhà đầu tư. Điều này đã dẫn đến một thực trạng đáng buồn là nhiều công ty tùy tiện trong việc cung cấp thông tin về HQKD, công bố thông tin giả tạo về HQKD làm cho thông tin về HQKD thiếu minh bạch và chính xác. Bởi vậy, việc phân tích HQKD có ý nghĩa hết sức thiết thực với các công ty niêm yết, nó là công cụ để công ty công bố những thông tin về kết quả kinh doanh, về năng lực hoạt động, năng lực quản lý, khả năng sinh lợi của DN đến nhà đầu tư. Mặt khác, những thông tin về HQKD còn giúp DN truyền tải cả những thông điệp về chiến lược kinh doanh, về xu thế phát triển, về tốc độ và nhịp điệu tăng trưởng của DN. Những thông tin này góp phần xây dựng và tôn vinh hình ảnh DN, phát triển thương hiệu cũng như gia tăng giá trị của DN, thể hiện

vị thế của DN trên thị trường, góp phần tăng cường và củng cố niềm tin của các nhà đầu tư vào DN.

+ *Với các nhà đầu tư.* Khi TTCK phát triển, hàng hoá của thị trường đa dạng và phong phú, các nhà đầu tư sẽ có nhiều phương án lựa chọn. Sự phát triển của TTCK một mặt đem lại nhiều cơ hội cho nhà đầu tư, mặt khác cũng đặt nhà đầu tư trước thách thức đòi hỏi họ phải có kiến thức và hết sức khôn ngoan trong việc lựa chọn hàng hoá. Phân tích HQKD là một trong những công cụ giúp nhà đầu tư lựa chọn được hàng hoá tốt. Tuy nhiên, không phải nhà đầu tư nào cũng có kiến thức phân tích sâu rộng để tự phân tích, đánh giá HQKD của các công ty niêm yết. Do vậy, các thông tin phân tích HQKD mà các công ty niêm yết cung cấp sẽ rất hữu ích cho nhà đầu tư, giúp họ có thể đánh giá được hiệu quả sử dụng vốn đầu tư vào DN, khả năng thu lợi từ khoản đầu tư đó.

TTCK Việt Nam đã đi vào hoạt động hơn 10 năm, trong khoảng thời gian ngắn ngủi nhưng có rất nhiều thăng trầm, thị trường có những lúc phát triển quá nóng nhưng rồi lại suy thoái và hết sức ảm đạm. Có rất nhiều yếu tố tác động, ảnh hưởng đến sự phát triển của TTCK Việt Nam trong thời gian qua nhưng một trong những vấn đề được nhắc đến rất nhiều đó là sự thiếu minh bạch thông tin của thị trường. Để TTCK đi vào ổn định và đúng bản chất, khắc phục được mặt trái của thị trường, đòi hỏi phải nâng cao tính minh bạch về thông tin liên quan đến các DN niêm yết - trong đó có thông tin về HQKD của DN - phải được đề cao. Vì vậy, việc hướng các công ty niêm yết đến việc chuẩn hóa các thông tin nói chung và thông tin về HQKD của DN nói riêng có ý nghĩa rất quan trọng.

2. Tổng quan nghiên cứu

HQKD là một phạm trù kinh tế gắn liền với nền sản xuất hàng hóa, khi DN tiến hành sản xuất kinh doanh luôn mong muốn thu được lợi ích cao nhất, đạt được hiệu quả cao nhất. Tuy nhiên, HQKD là một phạm trù kinh tế phức tạp, hiểu chính xác về HQKD và vận dụng vào thực tiễn là một vấn đề không đơn giản. Các nhà kinh tế cũng như các nhà phân tích cũng đã dành nhiều công sức nghiên cứu bản chất của

HQKD và phân tích HQKD để tìm ra những nhân tố quan trọng ảnh hưởng quyết định đến HQKD giúp các DN từ đó có thể nâng cao HQKD của DN mình.

Có rất nhiều nghiên cứu trong và ngoài nước về phân tích HQKD của các công ty. Các đề tài nghiên cứu thường đề cập đến các chỉ tiêu phân tích, cách đánh giá, cách đo lường HQKD, mối quan hệ của HQKD với các yếu tố như vốn kinh doanh, môi trường kinh doanh... Các nghiên cứu cũng đề cập đến việc phân tích HQKD của các loại hình DN thuộc các lĩnh vực khác nhau như: sản xuất, cung cấp dịch vụ, tài chính, ngân hàng...

Trong công trình “*Performance evaluation for airlines including the consideration of financial ratios*” (2000), các tác giả Cheng-Min Feng và Rong-Tsu Wang đã phát triển quá trình đánh giá HQKD của các công ty hàng không tại Đài Loan không chỉ thông qua các chỉ số vận tải như các nghiên cứu trước đây mà còn thông qua cả các chỉ tiêu tài chính [45]. Nghiên cứu đã đưa ra mô hình đánh giá HQKD của các hãng hàng không qua 3 loại chỉ tiêu đánh giá: năng suất sản xuất, khả năng tiếp thị và khả năng thực hiện dựa trên đặc điểm tổ chức và chu kỳ hoạt động. Kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng: bất cứ 1 trong 3 loại chỉ tiêu trên đều có thể thay thế các chỉ tiêu khác hoặc có thể sử dụng độc lập. Mặt khác, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng các chỉ tiêu vận tải hay chỉ tiêu tài chính không thể sử dụng đơn lẻ để phản ánh HQKD của các công ty hàng không, mà tùy thuộc vào mục đích đánh giá. Khi đánh giá năng lực sản xuất sử dụng các chỉ tiêu vận tải sẽ phù hợp hơn, còn khi đánh giá khả năng thực hiện, tốt nhất là sử dụng chỉ tiêu tài chính.

Một nghiên cứu khác của A.J.Singh và Raymond S.Schmidgall trong bài báo “*Analysis of financial ratios commonly used by US lodging financial executives*” [39] đăng trên tạp chí Journal of Leisure Property, tháng 8 năm 2002 đã chỉ ra mức độ quan trọng của các chỉ tiêu phân tích HQKD về mặt tài chính trong 36 chỉ tiêu thường được các nhà quản lý tài chính thuộc lĩnh vực kinh doanh khách sạn sử dụng tại Mỹ. Theo kết quả nghiên cứu, các chỉ tiêu đánh giá HQKD của các công ty là các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả sử dụng tài sản, hiệu quả quản lý hoạt động và khả năng sinh lợi. Trong đó, các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi được đánh giá là có mức độ quan trọng nhất trong các chỉ tiêu đánh giá HQKD về mặt tài chính.

Khi đánh giá HQKD của một DN các nghiên cứu thường tập trung vào các chỉ tiêu tài chính, tuy nhiên trong môi trường cạnh tranh toàn cầu những nhân tố phi tài chính cũng cần được xem xét khi đánh giá hiệu quả hoạt động của DN. Trong nghiên cứu *“Measuring business performance in the high- tech manufacturing industry. A case study of Taiwan’s large- sized TFT-LCD panel companies”* của Fang-Mei Tseng, Yu-Jing Chiu, Ja- Shen Chen (2007) về đo lường HQKD của các công ty sản xuất công nghiệp kỹ thuật cao tại Đài Loan đã xác định 5 nhân tố khi đánh giá HQKD của các DN là: hiệu quả cạnh tranh, hiệu quả tài chính, năng lực sản xuất, năng lực đổi mới và mối quan hệ chuỗi cung ứng [52].

Trong nghiên cứu *“Determinants of the profitability of China’s regional SOEs”* của Shuanglin LIN, Wei ROWE (2005) xác định các yếu tố quyết định đến khả năng sinh lợi của các công ty nhà nước tại Trung Quốc [54]. Bằng cách đo lường khả năng sinh lợi của các DN qua các chỉ số như khả năng sinh lợi của tài sản, khả năng sinh lợi của vốn chủ sở hữu (VCSH), khả năng sinh lợi từ lãi vay, hệ số lợi nhuận (LN) trên một đơn vị tài sản, hệ số LN trên một đơn vị DT (DT), các tác giả đã cho thấy khả năng sinh lợi của các DN ngoài quốc doanh cao hơn các DN nhà nước hay khả năng sinh lợi của các DN hoạt động trong lĩnh vực xuất khẩu cao hơn các DN hoạt động trong các lĩnh vực khác. Nghiên cứu cũng chỉ ra rằng tỷ lệ nợ và tỷ lệ tài sản cũ, lạc hậu có mối quan hệ tỷ lệ nghịch với khả năng sinh lợi. Bởi vậy, các địa phương muốn tăng khả năng sinh lợi cần khuyến khích đầu tư vào các DN ngoài quốc doanh, đẩy mạnh xuất khẩu, giảm tỷ lệ nợ và tài sản kém sử dụng tại các DN.

Haitham Nobanee, Modar Abdullatif, Maryam AlHajjar (2011) trong tác phẩm *“Cash conversion cycle and firm’s performance of Japanese firms”* nghiên cứu mối quan hệ giữa chu kỳ chuyển đổi tiền tệ và HQKD của các công ty tại Nhật Bản. Kết quả nghiên cứu đã chỉ ra rằng chu kỳ luân chuyển tiền mặt là một trong thước đo quan trọng đánh giá khả năng quản lý vốn hoạt động [48]. Việc rút ngắn thời gian chuyển đổi thành tiền sẽ giúp quản lý vốn hoạt động tốt hơn và làm tăng HQKD. Rút ngắn thời gian chuyển đổi thành tiền có thể bằng cách giảm thời gian luân chuyển hàng tồn kho (HTK), giảm thời gian các khoản phải thu, kéo dài thời gian thanh toán các khoản phải trả.

Ngoài ra, còn có rất nhiều các nghiên cứu khác đề cập đến cách đo lường HQKD của các DN ngoài các chỉ tiêu tài chính cơ bản. Chen and J.L. Dodd (1997), trong công trình: “*An empirical examination of a new corporate performance measure*” đã đưa ra mô hình Economic value added (EVA) để đánh giá hiệu quả DN [46]. Theo đó, giá trị kinh tế tăng thêm là thước đo phần thu nhập tăng thêm từ chênh lệch giữa LN hoạt động trước lãi vay và sau thuế với chi phí sử dụng vốn. Thước đo này thể hiện ưu điểm vượt trội so với cách đo lường hiệu quả qua các chỉ tiêu tài chính như ROA, ROE, ROI đó là có tính tới chi phí sử dụng VCSH, đây là chi phí cơ hội khi nhà đầu tư bỏ vốn đầu tư vào lĩnh vực này thay cho lĩnh vực khác, qua đó xác định được chính xác giá trị thực sự đem lại cho nhà đầu tư.

Các nghiên cứu về phân tích HQKD của các nước trên thế giới hết sức đa dạng và có rất nhiều bài học mà chúng ta có thể vận dụng khi phân tích HQKD cho các DN Việt Nam.

HQKD là mục tiêu quan trọng mà các DN cần phải đạt được, nó là mối quan tâm hàng đầu của các nhà quản lý, nhà đầu tư và các đối tượng khác có lợi ích gắn với DN. Không chỉ trong nền kinh tế thị trường vấn đề HQKD mới được coi trọng mà ngay trong thời kỳ bao cấp, kế hoạch hoá các DN chủ yếu thực hiện các kế hoạch sản xuất kinh doanh của nhà nước nhưng HQKD cũng hết sức được chú trọng.

Tác giả Ngô Đình Giao trong cuốn “*Những vấn đề cơ bản về hiệu quả kinh tế trong các xí nghiệp công nghiệp*”(năm 1984) cũng đã đề cập khá chi tiết, cụ thể về hiệu quả kinh tế trong các xí nghiệp công nghiệp và đưa ra hệ thống các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả kinh tế của sản xuất kinh doanh trong xí nghiệp công nghiệp xã hội chủ nghĩa [21]. Các phân tích và đánh giá của ông khá toàn diện và đầy đủ về hiệu quả kinh tế của các xí nghiệp, tuy nhiên những đánh giá này đặt trong bối cảnh các xí nghiệp sản xuất kinh doanh trong cơ chế bao cấp, theo kế hoạch của nhà nước, tiêu chuẩn về hiệu quả trong giai đoạn này được đánh giá dựa trên việc hoàn thành kế hoạch sản xuất kinh doanh mà nhà nước đã giao. Song, khi chuyển đổi nền kinh tế sang cơ chế thị trường theo định hướng xã hội chủ nghĩa, các DN hoàn toàn phải tự

chủ trong sản xuất kinh doanh thì thước đo về hiệu quả phải thay đổi, chúng ta không thể lấy kế hoạch của nhà nước làm tiêu chuẩn nhìn nhận và đánh giá hiệu quả.

Cũng trong giai đoạn này, các tác giả Nguyễn Sĩ Thịnh, Lê Sĩ Thiệp, Nguyễn Kế Tuấn cũng công bố nghiên cứu của mình về hiệu quả kinh tế trong các xí nghiệp công nghiệp trong cuốn “*Hiệu quả kinh tế trong các xí nghiệp công nghiệp*” (năm 1985) [36]. Quan điểm của các tác giả này có nhiều điểm tương đồng với tác giả Ngô Đình Giao khi đánh giá hiệu quả kinh tế của các xí nghiệp công nghiệp trong thời kỳ bao cấp, kế hoạch hóa. Trong thời kỳ này, các DN sản xuất theo kế hoạch hoá của nhà nước nên vấn đề LN cũng như giá trị kinh tế gia tăng của DN không được coi trọng, song đây lại là vấn đề sống còn của các DN trong nền kinh tế thị trường. Do vậy, những nghiên cứu này không thể áp dụng vào để phân tích HQKD cho các DN hiện nay.

Việc nghiên cứu và phân tích HQKD của các DN trong cơ chế thị trường cũng được rất nhiều các tác giả quan tâm. Phân tích HQKD là một phần quan trọng trong các công trình nghiên cứu về phân tích tài chính DN. Trong luận án “*Hoàn thiện chỉ tiêu phân tích tài chính trong DN cổ phần phi tài chính*” của tác giả Nguyễn Trọng Cơ (năm 1999) [3], tác giả đã dành một phần trình bày các chỉ tiêu phân tích HQKD trong các CTCP. Tác giả Phạm Đình Phùng trong luận án “*Vận dụng phương pháp phân tích hệ thống và mô hình hoá trong phân tích hoạt động kinh tế*” (năm 2000) [29] đã đề cập đến việc vận dụng mô hình toán trong phân tích HQKD và khả năng sinh lợi của các DN. Nội dung phân tích HQKD cũng được các tác giả Nguyễn Năng Phúc, Nghiêm Văn Lợi, Nguyễn Ngọc Quang đề cập trong cuốn “*Phân tích tài chính CTCP*” (năm 2006) [30]. Hay trong cuốn “*Chuyên khảo về báo cáo tài chính và lập, đọc, kiểm tra, phân tích báo cáo tài chính*” (năm 2005) của tác giả Nguyễn Văn Công (năm 2005) bên cạnh việc trình bày phương pháp lập, đọc, kiểm tra báo cáo tài chính thì trong nội dung phân tích báo cáo tài chính, tác giả trình bày khá cụ thể việc phân tích HQKD trong các DN [5]. Ngoài ra, trong các giáo trình phân tích báo cáo tài chính hay phân tích hoạt động kinh doanh (HĐKD) được giảng dạy trong các trường kinh tế như Đại học Kinh tế Quốc dân, Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh, Học

viện Tài chính, Viện Đại học Mở Hà Nội... đều có đề cập đến nội dung phân tích HQKD. Tuy nhiên, nội dung phân tích HQKD trong các công trình này chỉ là một phần trong phân tích tài chính hay phân tích HĐKD được áp dụng chung cho các DN nên khá chung chung. CTCP niêm yết là công ty của đại chúng việc phân tích HQKD ngoài việc đáp ứng lợi ích cho các nhà quản lý DN, ngân hàng, tổ chức tài chính, cơ quan quản lý nhà nước thì mục đích quan trọng nhất là phải đáp ứng cho nhu cầu đánh giá DN, xác định mục tiêu để đầu tư vốn của các nhà đầu tư. Mà các công trình trên có thể chưa đề cập hoặc đã đề cập nhưng hết sức sơ sài nên việc áp dụng các nội dung phân tích này cho các công ty niêm yết sẽ không có hiệu quả, không thể cung cấp đầy đủ thông tin về HQKD của các công ty niêm yết.

Phân tích HQKD trong các DN đặc thù thuộc các lĩnh vực sản xuất kinh doanh khác nhau cũng là chủ đề chính cho rất nhiều các công trình nghiên cứu của các nhà khoa học, cũng như các nghiên cứu sinh. Tác giả Huỳnh Đức Lộng trong luận án tiến sỹ “*Hoàn thiện chỉ tiêu đánh giá HQKD của DN Nhà nước*” (năm 1999) [27] cũng đề cập đến các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả hoạt động của các DN Nhà nước. Hay trong luận án tiến sỹ của tác giả Phạm Thị Gái “*Hiệu quả kinh tế và phân tích HQKD trong các DN khai thác*” (năm 1988) [18] cũng đề cập khá chi tiết các chỉ tiêu phản ánh HQKD và áp dụng các chỉ tiêu này trong đánh giá HQKD của các DN trong lĩnh vực khai thác. Trong luận án với đề tài “*Phân tích HQKD trong các DN khai thác khoáng sản*” (năm 2008) [23] của tác giả Nguyễn Thị Mai Hương đã trình bày nội dung phân tích HQKD với đặc thù của các DN khai thác khoáng sản. Ngoài ra, còn có rất nhiều các luận văn cao học khác trình bày về phân tích HQKD trong các DN như sản xuất than, sản xuất thang máy, thiết bị bưu điện.... Với mỗi lĩnh vực đặc thù các tác giả đã vận dụng để xây dựng các chỉ tiêu phân tích hiệu quả cho phù hợp. Tuy nhiên, do đề cập đến việc phân tích HQKD trong phạm vi các lĩnh vực, các ngành hẹp nên các tác giả thường tập trung vào các nội dung phân tích mang tính đặc thù của ngành. Những nội dung đó không thể áp dụng chung cho tất cả các DN đặc biệt là cho các CTCP niêm yết là những công ty đại chúng, quy mô lớn, thuộc sở hữu của nhiều nhà đầu tư, hoạt động sản xuất kinh doanh đa dạng, phức tạp.

Phân tích HQKD còn là một nội dung quan trọng để đánh giá, xếp hạng DN. Trong đề tài nghiên cứu cấp bộ của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước mã số UB 03.00: *“Xây dựng hệ thống tiêu chuẩn đánh giá các DN tham gia niêm yết trên Trung tâm GDCK Việt Nam”* (năm 2000) của tác giả Phạm Trọng Bình đã đề xuất mô hình đánh giá DN niêm yết dựa trên cơ sở định mức tín nhiệm thông qua 2 nhóm chỉ tiêu định tính và định lượng [2]. Trong các chỉ tiêu định lượng có 3 nhóm chỉ tiêu chính được xem xét đánh giá đó là khả năng thanh toán, cơ cấu tài chính và năng lực hoạt động. Nhóm chỉ tiêu năng lực hoạt động thể hiện hiệu quả của DN trong việc sử dụng các nguồn lực kinh tế và khả năng đem lại LN cho DN, đây là nhóm chỉ tiêu rất quan trọng cần được phân tích cụ thể khi đánh giá DN. Hay trong hệ thống chấm điểm tín dụng và xếp hạng khách hàng theo Quyết định 57/2002/QĐ-NHNN ngày 24/01/2002 về việc triển khai thí điểm đề án phân tích xếp loại tín dụng DN, hoặc trong Quyết định 224/2006/QĐ-TTg ngày 6/10/2006 của Thủ tướng Chính phủ về quy chế giám sát và đánh giá hoạt động của DN nhà nước và Quyết định 169/2007/QĐ-TTg ngày 8/11/2007 về quy chế giám sát với DN nhà nước thua lỗ, kinh doanh không có hiệu quả các chỉ tiêu được đưa ra đánh giá đều phải có chỉ tiêu phản ánh HQKD của các DN. Nhưng các chỉ tiêu đánh giá HQKD trong các nghiên cứu này chỉ được đưa ra như một nội dung quan trọng để xếp hạng và đánh giá mức độ tín nhiệm của DN còn việc phân tích các chỉ tiêu, đánh giá, bình luận, nhận xét và tìm ra nguyên nhân ảnh hưởng là không được đề cập.

Từ những phân tích trên cho thấy, đề tài phân tích HQKD không phải là đề tài mới mẻ, tuy nhiên chưa có một đề tài nghiên cứu nào đề cập một cách đầy đủ, chi tiết về phân tích HQKD trong các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam. CTCP niêm yết là những công ty hàng đầu của Việt Nam, được coi như những “con chim đầu đàn” của nền kinh tế. Theo Điều 8- Nghị định số 14/2007/NĐ-CP ngày 19/01/2007 quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Chứng khoán [8], điều kiện để được niêm yết trên sở GDCK, các CTCP phải có vốn điều lệ tại thời điểm đăng ký niêm yết từ 80 tỷ đồng Việt Nam trở lên, HĐKD 2 năm trước năm đăng ký niêm yết phải có lãi và không có lỗ lũy kế tính đến năm đăng ký niêm yết. Đồng

thời tối thiểu 20% cổ phiếu có quyền biểu quyết của công ty do ít nhất 100 cổ đông nắm giữ. Điều này cho thấy để được niêm yết trên sàn GDCK phải là những CTCP có quy mô rất lớn. Sự đóng góp của các công ty này vào nền kinh tế là không nhỏ. Tổng giá trị vốn hóa của các công ty niêm yết cả trên 2 sàn giao dịch Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh gần 40.000 tỷ chiếm hơn 30% GDP. Chính vì vậy, HQKD của các công ty niêm yết là vấn đề quan tâm không chỉ của bản thân các công ty, của giới đầu tư chứng khoán mà nó còn là vấn đề quan tâm của toàn xã hội.

Trước thực tế hiện nay, các nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam chủ yếu đầu tư theo tâm lý “đám đông”, số những nhà đầu tư có kiến thức để có thể phân tích lựa chọn được danh mục đầu tư tốt là không nhiều. Hơn nữa, sự thiếu thông tin và thông tin không minh bạch từ phía các công ty niêm yết làm cho việc phân tích thông tin đầu tư hết sức khó khăn. Đặc biệt, những thông tin về HQKD, khả năng sinh lợi của DN là những thông tin mà nhà đầu tư quan tâm nhất nhưng thường được trình bày hết sức sơ sài. Theo quy định hiện nay, các CTCP trước khi đăng ký niêm yết trên sàn giao GDCK phải nộp các bản cáo bạch cung cấp những thông tin về DN, trong đó có những thông tin phản ánh về HQKD của DN như *hiệu suất sử dụng tài sản, vòng quay HTK, khả năng sinh lợi tài sản, khả năng sinh lợi của VCSH*... Các thông tin này chưa thể phản ánh được chính xác về HQKD của các công ty. Khi công ty đã được niêm yết cổ phiếu thì định kỳ hàng quý và năm công ty phải công khai các báo cáo tài chính và công bố thông tin trên các báo cáo thường niên. Trong báo cáo thường niên các công ty cũng phải dành một phần trình bày về các chỉ tiêu tài chính, trong đó các chỉ tiêu phản ánh HQKD mà các công ty thường trình bày như: *tỷ lệ LN ròng/DTT, tỷ lệ LN trước thuế và lãi vay/tổng tài sản BQ (ROA), tỷ lệ LN sau thuế/VCSH BQ (ROE), EPS (thu nhập BQ của một cổ phần thường)*. Hoặc theo tài liệu phân tích chứng khoán mà các công ty chứng khoán cung cấp cho các nhà đầu tư, các chỉ tiêu phân tích HQKD mà các công ty sử dụng cũng hết sức chung chung, chủ yếu cũng chỉ có vài chỉ số như *ROA, ROE, EPS, P/E*. Các chỉ số này chỉ giúp người sử dụng đưa ra được những nhận định ban đầu về HQKD mà chưa đánh giá đúng thực chất HQKD của các công ty niêm yết.

Xuất phát từ những hạn chế cả trong lý luận và thực tế về phân tích HQKD trong các CTCP niêm yết trên TTCK, việc nghiên cứu *“Hoàn thiện phân tích HQKD trong các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam”* là hoàn toàn cần thiết. Mục tiêu của luận án đặt ra là hoàn thiện việc phân tích HQKD tại các công ty niêm yết theo hướng cụ thể hóa, minh bạch, cung cấp thông tin chính xác và toàn diện về HQKD của DN cả trên cả góc độ tài chính cũng như tổ chức.

3. Mục tiêu nghiên cứu

Dựa trên kết quả khảo sát và hệ thống hóa lý luận, mục tiêu cơ bản của luận án là nhằm đề xuất một số giải pháp cơ bản để hoàn thiện phân tích HQKD trong các CTCP niêm yết, đặc biệt là xây dựng và lựa chọn hệ thống chỉ tiêu phân tích HQKD phù hợp với các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam, đồng thời sử dụng linh hoạt các phương pháp phân tích để cung cấp những thông tin phân tích sát thực nhất về HQKD của công ty niêm yết, giúp các công ty tìm ra giải pháp nâng cao HQKD, mặt khác góp phần minh bạch hoá thông tin cung cấp trên TTCK, giúp thị trường phát triển lành mạnh.

Từ mục tiêu cơ bản trên, mục tiêu nghiên cứu cụ thể được xác định như sau:

- Làm rõ bản chất của HQKD và ý nghĩa của phân tích HQKD;
- Nêu rõ quan điểm về hệ thống chỉ tiêu đo lường HQKD và phân tích HQKD trong các DN nói chung và trong các CTCP niêm yết nói riêng;
- Trình bày các vấn đề lý luận liên quan đến phân tích HQKD trong các doanh nghiệp và đặc điểm phân tích HQKD trong các CTCP niêm yết trên TTCK;
- Khảo sát và đánh giá đúng đắn thực trạng phân tích HQKD trong CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam;
- Chỉ rõ sự cần thiết, quan điểm và nguyên tắc hoàn thiện phân tích HQKD trong CTCP niêm yết ở TTCK Việt Nam;

- Đề xuất các giải pháp hoàn thiện phân tích HQKD nói chung, hệ thống chỉ tiêu và phương pháp phân tích HQKD trong CTCP niêm yết công bố công khai trên TTCK Việt Nam và điều kiện thực hiện giải pháp.

4. Câu hỏi nghiên cứu

Xuất phát từ mục tiêu nghiên cứu, luận án hướng tới việc tập trung giải quyết các câu hỏi sau:

- Các quan điểm về HQKD và hệ thống chỉ tiêu phân tích HQKD?
- Đặc điểm của CTCP niêm yết có tác động gì đến phân tích HQKD?
- Tổ chức, nội dung và phương pháp phân tích HQKD thực tế đang áp dụng tại các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam như thế nào?
- Những vấn đề gì còn tồn tại trong phân tích HQKD và hệ thống chỉ tiêu phân tích HQKD công bố công khai tại các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam và giải pháp hoàn thiện cùng với các điều kiện thực hiện giải pháp như thế nào?

5. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

Để thực hiện được mục tiêu nghiên cứu và giải quyết được các câu hỏi nghiên cứu đặt ra, luận án xác định đối tượng và phạm vi nghiên cứu như sau:

- Đối tượng nghiên cứu:

Đối tượng nghiên cứu của luận án là các vấn đề lý luận và thực tiễn về phân tích HQKD trong CTCP cùng với nguyên tắc và quan điểm hoàn thiện phân tích HQKD của CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam. Từ đó, luận án hướng tới việc nghiên cứu các giải pháp cần thiết nhằm hoàn thiện phân tích HQKD trong các công ty này, góp phần giúp các công ty đánh giá chính xác HQKD, tìm ra các giải pháp thích hợp để nâng cao HQKD. Đồng thời, luận án cũng hướng tới việc nghiên cứu và công bố hệ thống chỉ tiêu phân tích HQKD trong các CTCP niêm yết bảo đảm tính công khai, minh bạch của thông tin mà các CTCP niêm yết công bố, góp phần

củng cố và lành mạnh hóa thị trường chứng khoán, đưa thị trường chứng khoán Việt Nam đi vào ổn định, đúng hướng và hội nhập.

- Phạm vi nghiên cứu:

Luận án tập trung nghiên cứu các giải pháp hoàn thiện phân tích HQKD trong các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam nên phạm vi nghiên cứu của luận án được giới hạn ở các vấn đề liên quan đến HQKD và phân tích HQKD. Cụ thể:

+ *Về nội dung:* Luận án tập trung nghiên cứu những vấn đề liên quan đến phân tích HQKD như quan điểm về HQKD, nội dung phân tích HQKD, phương pháp phân tích HQKD, tổ chức phân tích HQKD, quan điểm và nguyên tắc hoàn thiện phân tích HQKD, giải pháp hoàn thiện phân tích HQKD, ...

+ *Về thời gian:* Luận án tập trung nghiên cứu thực trạng phân tích HQKD tại các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam trong giai đoạn từ khi công ty niêm yết cho đến hết tháng 10/2010.

+ *Về không gian:* Luận án tập trung nghiên cứu điển hình về thực trạng phân tích HQKD tại 50 CTCP niêm yết có mức vốn hóa cao nhất trên 2 sàn GDCK (Sở GDCK Hà Nội và Sở GDCK TP. Hồ Chí Minh).

6. Phương pháp nghiên cứu

Luận án được thực hiện dựa trên nền tảng cơ sở phương pháp luận của chủ nghĩa duy vật biện chứng, duy vật lịch sử, quán triệt các quan điểm, định hướng phát triển của Đảng và Nhà nước về phát triển DN và phát triển TTCK Việt Nam. Để thực hiện luận án, NCS đã sử dụng kết hợp các phương pháp nghiên cứu khoa học như phân tổ thống kê, phương pháp điều tra thực tế, phương pháp chuyên gia, phương pháp tổng hợp, so sánh, kết hợp tham khảo kết quả nghiên cứu của các công trình liên quan...

Để có căn cứ tin cậy cho việc thực hiện đề tài, luận án đã tiến hành thu thập các nguồn thông tin sau:

- Nguồn dữ liệu thứ cấp:

Luận án tiến hành khảo sát thực trạng phân tích HQKD tại 50 CTCP niêm yết có giá trị vốn hoá lớn nhất trên 2 sàn giao dịch của TTCK Việt Nam tính đến hết tháng 10/2010 (theo số liệu thống kê trên website của Uỷ Ban Chứng khoán Nhà Nước: <http://www.ssc.gov.vn>). Cụ thể, công ty được khảo sát thuộc các lĩnh vực hoạt động sản xuất- kinh doanh như sản xuất nông - lâm nghiệp; khai khoáng; tiện ích công cộng; xây dựng, bất động sản; thực phẩm, đồ uống; dệt may; in ấn; dược phẩm, hoá chất; công nghệ thông tin; truyền thông; du lịch; dịch vụ.... (17 lĩnh vực kinh doanh không bao gồm các ngân hàng, công ty tài chính, công ty chứng khoán, công ty bảo hiểm). Trong mỗi lĩnh vực chọn từ 2-6 công ty có mức vốn hoá cao nhất trên cả 2 sàn HNX và HOSE (một số lĩnh vực chưa có công ty niêm yết trên sàn HNX như sản xuất nông- lâm nghiệp, vận tải, kho bãi, thiết bị điện tử, viễn thông thì lấy toàn bộ trên sàn HOSE). Tổng số công ty niêm yết trên sàn HNX là 16 công ty và trên sàn HOSE là 34 công ty. Nguồn dữ liệu này được thu thập trực tiếp trên báo cáo thường niên, báo cáo bạch, hồ sơ phân tích tại các phòng (ban) kế hoạch tài chính, phòng (ban) kế hoạch thống kê, các báo cáo tài chính (đã được kiểm toán), báo cáo kiểm toán, báo cáo ban kiểm soát, báo cáo của hội đồng quản trị, báo cáo của ban giám đốc. Đồng thời, luận án còn sử dụng các thông tin về phân tích HQKD của các chuyên gia phân tích tại 05 công ty chứng khoán. Đây là những nguồn thông tin chủ yếu phục vụ cho việc thực hiện luận án.

- Nguồn dữ liệu sơ cấp:

Luận án tiến hành thu thập ý kiến từ các nhà đầu tư cá nhân thông qua phiếu điều tra. Đối tượng điều tra gồm: các nhà đầu tư trên TTCK Việt Nam và các chuyên gia phân tích tại các công ty chứng khoán.

Các thông tin liên quan đến các đối tượng điều tra và kết quả điều tra được thể hiện ở phần phụ lục.

7. Bố cục của luận án

Luận án với tên gọi “*Hoàn thiện phân tích hiệu quả kinh doanh trong các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*”. Nội dung của luận án ngoài phần mở đầu, kết luận, danh mục chữ viết tắt, danh mục sơ đồ, bảng biểu, danh mục tài liệu tham khảo, phụ lục, bao gồm ba chương:

Chương 1: Cơ sở lý luận về phân tích hiệu quả kinh doanh trong các doanh nghiệp.

Chương 2: Thực trạng phân tích hiệu quả kinh doanh trong các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Chương 3: Nguyên tắc, quan điểm và giải pháp hoàn thiện phân tích hiệu quả kinh doanh trong các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

CHƯƠNG 1

CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ PHÂN TÍCH HIỆU QUẢ KINH DOANH TRONG CÁC DOANH NGHIỆP

1.1 Hiệu quả kinh doanh và hệ thống chỉ tiêu đo lường hiệu quả kinh doanh

1.1.1 Hiệu quả kinh doanh và ý nghĩa của việc phân tích hiệu quả kinh doanh

Trong bất cứ hoạt động nào con người cũng luôn mong muốn thu được lợi ích cao nhất. Tuy nhiên, để thực hiện các hoạt động con người không thể sử dụng tùy tiện, thỏa mái các nguồn lực mà luôn bị ràng buộc bởi sự giới hạn nên lợi ích thu được từ các hoạt động luôn phải được cân nhắc, so sánh với các nguồn lực đã bỏ ra để thực hiện hoạt động đó. Vì thế, khi đánh giá một hoạt động nói chung cũng như HĐKD nói riêng, chúng ta không chỉ dừng lại ở việc xem xét kết quả thu được mà phải xem xét mối quan hệ giữa kết quả thu được với các chi phí đã bỏ ra để thực hiện. Đây cũng chính là vấn đề hiệu quả, đó là mối quan tâm lớn nhất của con người khi thực hiện bất cứ hoạt động nào. Trong kinh doanh, HQKD là mối quan tâm hàng đầu của tất cả các nhà kinh tế. Lênin đã khẳng định “Đạt được kết quả cao nhất với chi phí thấp nhất là mục đích của mọi hoạt động kinh tế” [25, tr34]. Song, HQKD một phạm trù kinh tế phức tạp, việc hiểu và đánh giá đúng HQKD không phải là việc làm đơn giản. Tùy thuộc vào góc độ nghiên cứu, quan điểm về HQKD của các nhà nghiên cứu cũng có những sự khác biệt nhất định. Tuy nhiên, các quan điểm nghiên cứu đều thống nhất cho rằng HQKD trước hết là chỉ tiêu phản ánh trình độ sử dụng hợp lý các nguồn lực của DN để đạt được kết quả hữu ích cao nhất với chi phí bỏ ra thấp nhất. Sau nữa, HQKD của DN phải được xem xét một cách toàn diện, gắn chặt với hiệu quả xã hội.

Trong cuốn Kinh tế học, Paul A Samuelson có viết: “*Hiệu quả tức là sử dụng một cách hữu hiệu nhất các nguồn lực của nền kinh tế để thỏa mãn nhu cầu mong muốn của con người*” [32, tr 125]. Quan điểm này cho thấy, tác giả đánh giá

hiệu quả thông qua cách sử dụng các nguồn lực kinh tế, nguồn lực phải được sử dụng để đem lại kết quả mong muốn cho con người. Tuy nhiên, quan điểm này chưa chỉ rõ cách xác định hiệu quả bằng đại lượng cụ thể nào.

Cùng quan điểm này, các tác giả Nguyễn Sĩ Thịnh, Lê Sĩ Thiệp và Nguyễn Kế Tuấn cho rằng “*Hiệu quả lao động xã hội được xác định bằng cách so sánh đại lượng kết quả hữu ích cuối cùng thu được với lượng chi phí lao động xã hội*” [36, tr.19]. Theo quan điểm của các tác giả “hiệu quả kinh tế” là một phạm trù phức tạp không thể đơn thuần chỉ là kết quả của hoạt động kinh tế mà có sự phân định rạch ròi giữa “kết quả” và “hiệu quả”. Kết quả mới chỉ là biểu hiện về mặt hình thức mà hoạt động kinh tế thu được, nhưng kết quả đó được tạo ra bằng cách nào, với giá nào mới là mối quan tâm của các nhà kinh tế, nó thể hiện chất lượng của hoạt động. Vì thế, đánh giá hoạt động kinh tế không chỉ đánh giá kết quả mà còn phải đánh giá chất lượng của hoạt động đó, xem người sản xuất đã tạo ra kết quả bằng cái gì và bao nhiêu. Như vậy, hiệu quả kinh tế phải là một đại lượng so sánh giữa kết quả thu được và chi phí bỏ ra, và kết quả thu được phải là kết quả hữu ích chứ không phải bất cứ kết quả nào. Và theo các tác giả, kết quả cuối cùng có ích là những sản phẩm đã hoàn toàn ra khỏi quá trình sản xuất đáp ứng được mục đích cuối cùng của sản xuất xã hội và được xã hội chấp nhận. Cũng theo các tác giả, năng suất lao động xã hội chính là tiêu chuẩn của hiệu quả kinh tế. Như vậy, các tác giả đã đồng nhất việc sản xuất nhiều sản phẩm là có hiệu quả cao, điều này chỉ đúng trong giai đoạn bao cấp khi các DN sản xuất theo kế hoạch và được nhà nước bao tiêu, còn trong giai đoạn kinh tế thị trường khi các DN phải chủ động sản xuất kinh doanh từ đầu vào đến đầu ra nếu sản xuất hiệu mà không tiêu thụ được thì việc sản xuất sẽ không có hiệu quả.

Còn theo quan điểm của tác giả Nguyễn Văn Tạo thì cho rằng “*HQKD không chỉ là sự so sánh giữa chi phí đầu vào và kết quả nhận được ở đầu ra; HQKD được hiểu trước tiên là việc hoàn thành mục tiêu, nếu không đạt được mục tiêu thì không thể có hiệu quả và để hoàn thành mục tiêu ta cần phải sử dụng nguồn lực như thế nào*” [35, tr 10]. Theo ông, HQKD phải gắn liền với việc thực hiện các mục tiêu của DN, không thể nói DN hoạt động có hiệu quả nếu các mục tiêu đặt ra

không thực hiện được. Như vậy, HQKD là chỉ tiêu so sánh giữa mục tiêu hoàn thành và nguồn lực được sử dụng một cách thông minh.

Theo tác giả Huỳnh Đức Lộng *“Hiệu quả kinh tế của nền sản xuất xã hội là phạm vi kinh tế phản ánh yêu cầu tiết kiệm thời gian lao động xã hội trong việc tạo ra kết quả hữu ích được xã hội công nhận. Nó được biểu hiện thông qua các chỉ tiêu đặc trưng, xác định bằng tỷ lệ so sánh giữa các chỉ tiêu phản ánh kết đạt được về mặt kinh tế với chỉ tiêu phản ánh chi phí bỏ ra hoặc nguồn lực được huy động vào sản xuất”* [27, tr.6]. Theo quan điểm của ông, khi xem xét hiệu quả kinh tế cũng không chỉ đơn thuần nhìn vào vào kết quả thu được mà phải so sánh giữa kết quả hữu ích được xã hội công nhận với các chi phí hoặc nguồn lực bỏ ra để thực hiện.

HQKD sẽ đạt được khi sử dụng hợp lý các nguồn lực, tiết kiệm chi phí lao động xã hội. Tuy nhiên, trên thực tế nhiều DN còn nhận thức chưa đúng, họ thường cho rằng nếu tiết kiệm tối đa chi phí là có thể hạ giá thành sản phẩm và nâng cao được HQKD. Nhiều DN tiết kiệm chi phí triệt để trên một đơn vị sản phẩm như tìm cách thay đổi kích thước sản phẩm hay giảm bớt những tính năng phụ kèm theo sản phẩm. Việc làm này đúng là giúp cho DN tiết kiệm được chi phí sản xuất nhưng lượng sản phẩm tiêu thụ lại giảm đi đáng kể và kết cục là đưa DN phải đối đầu với các khó khăn về tài chính và nguy cơ lâm vào tình trạng phá sản luôn luôn rình rập. Khác với quan điểm hạ thấp giá thành đơn vị sản phẩm, tiết kiệm chi phí, các nhà quản trị hiện đại lại cho rằng: việc tiết kiệm chi phí sản xuất phải được hiểu theo nghĩa tích cực; nghĩa là không phải giảm bớt kích thước sản phẩm hay cắt xén tính năng kèm theo của sản phẩm mà là với lượng chi phí hiện tại, thậm chí cần thiết có thể đầu tư thêm chi phí cho một đơn vị sản phẩm nhưng phải tạo ra nhiều giá trị sử dụng, nhiều chức năng kèm theo cho một đơn vị sản phẩm ngoài chức năng chính của nó, tức là không chỉ tạo cho sản phẩm chỉ có duy nhất một chức năng hay “2 trong một”, “3 trong 1”, ... mà là “n trong 1”. Có khá nhiều sản phẩm hiện nay, các chức năng phụ thậm chí được sử dụng nhiều hơn và chú trọng hơn cả chức năng chính. Việc tăng thêm tính năng vào trong 1 sản phẩm chắc chắn làm cho giá thành sản xuất đơn vị sản phẩm tăng lên, kéo theo tổng chi phí kinh doanh của DN tăng lên nhưng nhờ đó mà lượng sản phẩm tiêu

thụ sẽ tăng lên gấp bội. Kết quả là HQKD của DN được cải thiện đáng kể. Điều này có thể được minh chứng bằng hàng loạt các sản phẩm của các công ty tên tuổi hàng đầu trên thế giới mà không ai có thể phủ nhận được HQKD của họ. Chính vì vậy, để có được hiệu quả không ngừng tăng lên đòi hỏi chúng ta chẳng những không giảm mà còn phải tăng chất lượng đầu vào lên. Với nguyên vật liệu tốt hơn, lao động có tay nghề cao hơn, máy móc công nghệ hiện đại hơn, chúng ta sẽ giảm đi lượng hao phí nguyên vật liệu, hao phí lao động, hao phí năng lượng, thiết bị trên từng đơn vị sản phẩm, phế phẩm giảm đó là điều kiện để có những sản phẩm với số lượng, chất lượng cao, giá thành hạ. Như vậy, để tăng HQKD chỉ có con đường duy nhất sử dụng hợp lý các nguồn lực. Qua đó giá trị đầu ra ngày càng tăng, đồng thời càng nâng cao sức cạnh tranh của sản phẩm, của DN trên thương trường.

Bản chất của HQKD chính là sự thể hiện mối quan hệ gắn kết chặt chẽ giữa tổng kết quả thu được với hao phí các nguồn lực đầu vào. Việc tách rời mối quan hệ này để xem xét HQKD đều dẫn đến những quan niệm sai lầm mang tính tả khuynh về HQKD; từ đó, đề ra các quyết định để nâng cao HQKD nhưng thực ra lại hạ thấp kết quả kinh doanh.

HQKD của DN lại được xem xét một cách toàn diện cả về thời gian và không gian và được đặt trong mối quan hệ với hiệu quả xã hội. Tại một cuộc hội thảo Khoa học quốc tế tổ chức tại Maxcova, nhà kinh tế học người Đức P.Tiblack cho rằng: *“Vấn đề hiệu quả kinh tế trong sản xuất phải được nhìn nhận một cách toàn diện hơn, nó không chỉ nói lên sự tăng trưởng kinh tế trong mỗi thời kỳ mà còn là mục tiêu của hệ thống có thực hiện được hay không”* [31, tr.10-13]. Cũng trong hội thảo này, Giáo sư XingXao của Trung Quốc phát biểu *“Hiệu quả kinh tế nói chung và hiệu quả kinh tế trong công nghiệp là những phạm trù phức tạp, chúng phản ánh trình độ sử dụng các loại chi phí khác nhau cho sản xuất để tạo ra những kết quả mong muốn đáp ứng được mục tiêu kinh tế xã hội nào đó”* [31, tr 10-13] Như vậy theo các tác giả, hiệu quả không chỉ đơn thuần là thu được kết quả tốt nhất với các chi phí bỏ ra nhỏ nhất trong một kỳ nhất định, mà hiệu quả đó phải gắn với việc đạt được mục đích lâu dài của doanh nghiệp trong tương lai, cũng như mục đích chung của toàn xã hội.

Đồng quan điểm này, tác giả Ngô Đình Giao nhấn mạnh *“Hiệu quả kinh tế của nền sản xuất xã hội chủ nghĩa cuối cùng được thể hiện ở trình độ tăng lợi ích kinh tế của xã hội và sự phát triển toàn diện của các thành viên trong xã hội đó dựa trên cơ sở khai thác và sử dụng đầy đủ, hợp lý và tiết kiệm các nguồn sản xuất của xã hội”* [21, tr.24]. Mỗi DN là một tế bào của nền kinh tế, do vậy DN kinh doanh có hiệu quả cũng sẽ góp phần thúc đẩy nền kinh tế phát triển. Tuy nhiên, DN cần phải có trách nhiệm trước xã hội trong việc khai thác, sử dụng các nguồn lực của xã hội để làm tăng hiệu quả kinh tế cho mình mà không làm tổn hại đến hiệu quả chung của xã hội. Những hành vi đi ngược lại với nguyên tắc này đều gặp phải thất bại, như việc khai thác triệt để các nguồn tài nguyên, vi phạm quy định bảo vệ môi trường, bất chấp những quy luật chung của xã hội để đạt được mục tiêu lợi ích cho bản thân doanh nghiệp.

Quan điểm này cũng được thể hiện rõ trong Nghị quyết Đại hội Đảng toàn quốc lần thứ VIII của Đảng ta là *“Lấy suất sinh lợi của tiền vốn là tiêu chuẩn chủ yếu đánh giá hiệu quả sản xuất kinh doanh trong các DN kinh doanh, lấy kết quả thực hiện các chính sách xã hội làm tiêu chuẩn chủ yếu đánh giá hiệu quả của DN”* [17]. Như vậy, khi DN nỗ lực nâng cao hiệu quả kinh doanh thì không được vì lợi ích trước mắt mà quên đi các lợi ích lâu dài, lợi ích chung của cộng đồng. Việc sử dụng lãng phí các nguồn lực, khai thác tài nguyên bừa bãi, huỷ hoại môi trường sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến HQKD của DN trong tương lai.

Từ những phân tích trên, tác giả cho rằng: *HQKD là một phạm trù kinh tế, phản ánh trình độ sử dụng các nguồn lực của DN vào kinh doanh sao cho hao phí nguồn lực là thấp nhất nhưng lợi ích mang lại là cao nhất. Lợi ích mang lại không chỉ cho bản thân DN mà còn cho cả xã hội.* Với quan điểm này, HQKD được biểu hiện thông qua việc so sánh: so sánh giữa nguồn lực bỏ ra với lợi ích thu được hoặc ngược lại, so sánh giữa lợi ích thu được trên một đơn vị nguồn lực bỏ ra. Mặc khác, xét trong điều kiện thời gian và không gian cụ thể, HQKD của DN phải gắn với hiệu quả xã hội.

HQKD là mối quan tâm hàng đầu của các nhà kinh tế, vì vậy việc phân tích HQKD là hết sức cần thiết. Phân tích HQKD là việc xem xét, đối chiếu, so sánh và đánh giá HQKD của DN qua các chỉ tiêu hiệu quả giữa hiện tại và quá khứ của DN, giữa hiệu quả của DN mình với các hiệu quả của các DN khác trong cùng ngành, cùng lĩnh vực, các thông tin từ việc phân tích HQKD của DN sẽ giúp cho các đối tượng có cơ sở khoa học đưa ra các quyết định của mình.

Đối với các nhà quản lý DN, thông tin về HQKD sẽ giúp họ đánh giá đúng đắn về hiệu quả sử dụng các nguồn lực của DN như hiệu quả sử dụng tài sản, hiệu quả sử dụng vốn, hiệu quả sử dụng chi phí, đánh giá xem việc sử dụng các nguồn lực có hợp lý, tiết kiệm và hiệu quả hay không. Phân tích HQKD còn giúp các nhà quản lý đánh giá trình độ, năng lực quản lý và khả năng khai thác các nguồn lực của đơn vị mình. Qua việc phân tích các chỉ tiêu HQKD, nhà quản lý sẽ thấy được các nguyên nhân và nhân tố tác động đến HQKD từ đó khắc phục những hạn chế, phát huy và khai thác tối đa các tiềm năng của các nguồn lực sản xuất để đem lại lợi ích cao nhất cho DN và qua đó sẽ làm gia tăng giá trị cho DN.

Đối với các nhà đầu tư, cổ đông, thông tin về HQKD là căn cứ quan trọng để họ đưa ra quyết định đầu tư. Là những người góp vốn vào DN, lợi ích và rủi ro của các nhà đầu tư, các cổ đông gắn liền với kết quả kinh doanh của DN. Do vậy, những thông tin về khả năng sinh lợi của DN, về cổ tức, LN được chia, về hiệu quả sử dụng vốn, về khả năng tăng trưởng và bảo toàn phần vốn mà họ đã góp vào DN là những thông tin mà bất cứ nhà đầu tư nào cũng không thể bỏ qua. Phân tích HQKD đối với nhà đầu tư là để đánh giá DN và ước đoán giá trị cổ phiếu nhằm tìm kiếm thông tin cho các quyết định đầu tư.

Đối với các nhà cung cấp tín dụng, nhà cho vay, thông tin về HQKD rất cần thiết. Khi cho vay, họ phải biết chắc được khả năng hoàn trả tiền vay của DN. Trong đó đối với những khoản cho vay ngắn hạn, nhà cung cấp tín dụng ngắn hạn đặc biệt quan tâm đến khả năng thanh toán ngay của DN. Nói khác đi là khả năng ứng phó của DN khi nợ vay đến hạn trả. Nhưng đối với các khoản cho vay dài hạn,

nhà cung cấp tín dụng dài hạn phải tin chắc khả năng hoàn trả của doanh nghiệp mà khả năng hoàn trả vốn và lãi lại tùy thuộc vào khả năng sinh lợi. Do vậy, khi cho vay dài hạn thì việc phân tích và đánh giá HQKD, đặc biệt là khả năng sinh lợi của DN đi vay là hết sức cần thiết.

Đối với những người hưởng lương trong DN, thu nhập chính của họ từ tiền lương được trả. Bên cạnh thu nhập từ tiền lương, một số lao động còn có một phần vốn góp nhất định trong DN. Vì vậy, ngoài phần thu nhập từ tiền lương được trả họ còn có tiền lợi được chia. Cả hai khoản thu nhập này phụ thuộc vào kết quả hoạt động sản xuất - kinh doanh của DN. Do vậy, phân tích HQKD sẽ giúp họ hiểu được thực chất HQKD của DN như thế nào, tiềm năng phát triển của DN từ đó xác định tâm lý ổn định và yên tâm dốc sức vào hoạt động sản xuất - kinh doanh của DN tùy theo công việc được phân công.

Từ những phân tích trên cho thấy: *Phân tích HQKD là công cụ hữu ích được dùng để xác định chất lượng HĐKD của DN, đánh giá khả năng sử dụng các nguồn lực của DN để làm tăng giá trị kinh tế. Từ đó, đánh giá mặt mạnh, mặt yếu trong việc sử dụng, quản lý, khai thác các nguồn lực của DN, tìm ra nguyên nhân khách quan và chủ quan, giúp cho từng đối tượng lựa chọn và đưa ra được những quyết định phù hợp với mục đích mà họ quan tâm.*

1.1.2 Hệ thống chỉ tiêu đo lường hiệu quả kinh doanh

1.1.2.1 Hệ thống chỉ tiêu đo lường tổng quát hiệu quả kinh doanh

HQKD là phạm trù kinh tế tổng hợp thể hiện mối quan hệ tương quan giữa việc sử dụng các nguồn lực của DN với lợi ích thu được. Như vậy, HQKD phải là một đại lượng so sánh giữa nguồn lực bỏ ra và lợi ích thu được. Chính vì vậy, hệ thống chỉ tiêu đo lường HQKD vừa phải thể hiện về mặt số lượng tiêu chuẩn thống nhất, vừa phải phản ánh đúng đắn sự phụ thuộc giữa lợi ích thu được với nguồn lực bỏ ra để thu được lợi ích đó. Bởi vậy, khi xây dựng chỉ tiêu đánh giá HQKD phải thiết lập được mối quan hệ giữa lợi ích thu được với nguồn lực bỏ ra để tạo ra lợi ích đó. Trên thực tế, nguồn lực mà DN bỏ ra được biểu hiện qua sự kết hợp giữa các yếu

tổ cơ bản của quá trình kinh doanh (lao động, tư liệu lao động, đối tượng lao động) mà cụ thể là các loại tài sản (tổng tài sản, tài sản dài hạn, tài sản ngắn hạn...), các loại nguồn vốn (VCSH, vốn vay) và các loại chi phí (tổng chi phí, chi phí sản xuất kinh doanh, chi phí hoạt động, giá vốn hàng bán (GVHB), chi phí bán hàng, chi phí quản lý DN...). Lợi ích mà DN thu được từ việc sử dụng các nguồn lực bao gồm toàn bộ kết quả thu được ở đầu ra (đầu ra phản ánh kết quả sản xuất và đầu ra phản ánh LN). Do vậy, khi xây dựng chỉ tiêu đánh giá HQKD cần phải xây dựng các chỉ tiêu tổng quát đánh hiệu quả của toàn DN cũng như những chỉ tiêu cụ thể đánh giá hiệu quả của từng yếu tố, từng loại tài sản, từng loại vốn, từng loại HĐKD của DN.

Một cách tổng quát HQKD có thể được xác định như sau [3, tr111]; [19, tr219]; [34]; [28, tr 93]:

$$HQKD = \frac{\text{Kết quả đầu ra}}{\text{Nguồn lực đầu vào}} \quad (1.1)$$

HQKD theo cách này, phản ánh một đơn vị nguồn lực đầu vào sử dụng vào quá trình kinh doanh tạo ra được bao nhiêu đơn vị kết quả đầu ra. Trị số tính ra càng cao, HQKD càng cao và ngược lại.

$$\text{Hoặc: } HQKD = \frac{\text{Nguồn lực đầu vào}}{\text{Kết quả đầu ra}} \quad (1.2)$$

Ngược lại với cách xác định HQKD ở trên, HQKD xác định theo cách này cho biết: để có được một đơn vị kết quả đầu ra cần phải hao phí bao nhiêu đơn vị nguồn lực đầu vào. Trong công thức này, kết quả tính được càng nhỏ thì hiệu quả càng cao và ngược lại.

Tuy nhiên, với mỗi cách tiếp cận khác nhau về HQKD thì hệ thống các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả được các nhà nghiên cứu đưa ra rất khác nhau. Các chỉ tiêu thường được sử dụng để đánh giá HQKD bao gồm các chỉ tiêu đánh giá khả năng sinh lợi, khả năng sản xuất và mức hao phí.

1.1.2.2 Hệ thống chỉ tiêu đánh giá khả năng sinh lợi

Một trong những mối quan tâm hàng đầu của các DN là tối đa hoá LN. LN giúp các DN có thể duy trì được hoạt động sản xuất kinh doanh bền vững và có thể tái sản xuất mở rộng. Do vậy, khi phân tích HQKD của DN, chỉ tiêu mà các nhà nghiên cứu chú trọng phân tích là khả năng sinh lợi hay còn gọi là sức sinh lợi. Chỉ tiêu này phản ánh một đơn vị nguồn lực đầu vào hay một đơn vị đầu ra phản ánh kết quả sản xuất đem lại mấy đơn vị LN. Chỉ tiêu này càng lớn thì phản ánh HQKD càng cao và ngược lại [5, tr 500]; [6, tr 226]; [28, tr 94]:

$$\frac{\text{Khả năng sinh lợi}}{\text{(Hay sức sinh lợi)}} = \frac{\text{Đầu ra phản ánh LN}}{\text{Nguồn lực đầu vào hay đầu ra phản ánh kết quả}} \quad (1.3)$$

Từ công thức khái quát phản ánh khả năng sinh lợi ở trên, nhà phân tích có thể xây dựng các chỉ tiêu chi tiết để đánh giá khả năng sinh lợi cho từng nguồn lực, từng đầu ra phản ánh kết quả. Tùy vào mục đích phân tích mà có thể kết hợp các chỉ tiêu ở tử số và mẫu số để xây dựng các chỉ tiêu phân tích khác nhau.

1.1.2.3 Hệ thống chỉ tiêu đánh giá khả năng sản xuất

Để tiến hành hoạt động sản xuất kinh doanh, DN phải sử dụng các nguồn nhân lực, vật lực, nhưng các nguồn lực chỉ có hạn nên việc sử dụng các nguồn lực sao cho hiệu quả nhất là vấn đề mà các nhà quản lý luôn phải quan tâm. Các nguồn lực được sử dụng tối ưu sẽ là tiền đề để tạo ra HQKD cao cho DN. Bởi vậy, khi đánh giá HQKD của DN các nhà phân tích cần phải xem xét, đánh giá việc sử dụng các nguồn lực của DN có hiệu quả không hay nói cách khác là xem xét năng lực hoạt động, khả năng sản xuất hay sức sản xuất của DN. Chỉ tiêu phản ánh khả năng sản xuất hay sức sản xuất được xác định [5, tr 500]; [28, tr 93]; [19, tr 221]:

$$\frac{\text{Khả năng sản xuất}}{\text{(Hay sức sản xuất)}} = \frac{\text{Đầu ra phản ánh kết quả sản xuất}}{\text{Nguồn lực đầu vào}} \quad (1.4)$$

Các chỉ tiêu này cho biết một đơn vị nguồn lực đầu vào đem lại mấy đơn vị yếu tố đầu ra phản ánh kết quả sản xuất. Trị số của chỉ tiêu này càng cao, chứng tỏ hiệu quả sử dụng các nguồn lực đầu vào càng cao dẫn đến HQKD cao và ngược lại.

Khi tính khả năng sản xuất theo DTT bán hàng và cung cấp dịch vụ, DTT HĐKD hay tổng số luân chuyển thuần thường được gọi là số vòng quay của các nguồn lực: *số vòng quay tổng tài sản, số vòng quay tài sản ngắn hạn, số vòng quay tài sản dài hạn, số vòng quay nợ phải thu, số vòng quay nợ phải trả...* Chỉ tiêu này cho biết trong kỳ kinh doanh các nguồn lực quay được mấy vòng. Thông thường, số vòng quay của các nguồn lực cao thể hiện khả năng khai thác, sử dụng các nguồn lực của DN có hiệu quả. Song, nếu chỉ tiêu này quá cao không hẳn thể hiện việc sử dụng đã có hiệu quả mà là ngược lại. Nên khi phân tích chỉ tiêu này, các nhà phân tích thường phải so sánh với các chỉ tiêu trung bình của ngành, của lĩnh vực hoặc với các DN khác có quy mô hoặc HĐKD tương tự. Ngoài ra, các nhà phân tích còn có thể xem xét thời gian quay vòng của các nguồn lực thông qua chỉ tiêu [6, tr219]; [28, tr 222]; [3, tr113]:

$$\text{Thời gian quay vòng} = \frac{\text{Thời gian của kỳ phân tích}}{\text{Số vòng quay của các nguồn lực}} \quad (1.5)$$

Chỉ tiêu này cho biết thời gian để các nguồn lực quay được một vòng là bao nhiêu ngày, chỉ tiêu này càng nhỏ thể hiện các nguồn lực được sử dụng càng có hiệu quả.

1.1.2.4 Hệ thống chỉ tiêu đánh giá mức hao phí

Khi các nguồn lực phục vụ cho HĐKD của DN được sử dụng tiết kiệm với mức độ tiêu hao thấp đồng nghĩa với khả năng sản xuất của DN cao và là tiền đề để tăng HQKD. Chính vì vậy, khi phân tích HQKD của DN ngoài chỉ tiêu phản ánh khả năng sản xuất, khả năng sinh lợi các nhà phân tích còn có thể sử dụng các chỉ tiêu phản ánh mức hao phí hay suất hao phí của các nguồn lực đầu vào. Chỉ tiêu này phản ánh để có được một đơn vị đầu ra phản ánh kết quả sản xuất hay đầu ra phản ánh LN cần bao nhiêu đơn vị nguồn lực đầu vào, chỉ tiêu này càng nhỏ thì phản ánh hiệu quả kinh doanh của DN càng cao và ngược lại [5, tr500]; [6, tr227]; [28, tr93]:

$$\frac{\text{Mức hao phí}}{(\text{Hay suất hao phí})} = \frac{\text{Nguồn lực đầu vào}}{\text{Kết quả đầu ra}} \quad (1.6)$$

1.2 Phân tích hiệu quả kinh doanh trong các doanh nghiệp

Là một nội dung trong phân tích kinh doanh của doanh nghiệp, phân tích HQKD ngày càng được chú trọng do tầm quan trọng của nó. Phân tích HQKD trong các doanh nghiệp bao gồm các công việc như: Xác định nội dung (và chỉ tiêu) phân tích, xác định phương pháp phân tích và tổ chức phân tích.

1.2.1. Xác định nội dung và chỉ tiêu phân tích hiệu quả kinh doanh

Trong phân tích kinh doanh nói chung hay phân tích HQKD nói riêng, việc xác định nội dung phân tích là một vấn đề quan trọng hàng đầu mà nhà phân tích cần phải làm trước khi tiến hành phân tích. Trên cơ sở xác định nội dung phân tích, nhà phân tích mới tiến hành xác định công việc tiếp theo như: Xác định hệ thống chỉ tiêu phân tích, xác định phương pháp và trình tự phân tích, tiến hành phân tích, đánh giá tình hình... Do có nhiều cách tiếp cận khác nhau về HQKD và mối quan tâm về HQKD của các đối tượng khác nhau nên nội dung phân tích HQKD sẽ không giống nhau, có nhiều quan điểm khác nhau. Có thể khái quát nội dung phân tích hiệu quả kinh doanh theo các trường phái như: Trường phái quan điểm của các nhà kinh tế giai đoạn nền kinh tế kế hoạch hoá, bao cấp; trường phái quan điểm của các nhà kinh tế giai đoạn kinh tế thị trường. Trong từng trường phái có những điểm thống nhất nhưng cũng có những khác biệt nhất định.

1.2.1.1 Quan điểm phân tích của các nhà kinh tế trong thời kỳ kế hoạch hoá, bao cấp

Trong giai đoạn này, các DN sản xuất kinh doanh theo kế hoạch của nhà nước, nhà nước kiểm soát toàn bộ các yếu tố sản xuất và giữ quyền quyết định việc sử dụng các yếu tố sản xuất cũng như phân phối về thu nhập. Trong một nền kinh tế như vậy, các nhà làm kế hoạch quyết định loại và khối lượng hàng hóa nào sẽ được sản xuất, các xí nghiệp thực thi kế hoạch sản xuất đã lập sẵn. Theo quan điểm của nhà kinh tế trong giai đoạn này, tiêu chuẩn hiệu quả kinh tế của sản xuất xã hội, của

từng ngành, từng xí nghiệp công nghiệp được đo bằng khả năng thực hiện kế hoạch của nhà nước và năng suất lao động xã hội. Thống nhất quan điểm này có các nhà nghiên cứu như Ngô Đình Giao [21, tr41-56] và Nguyễn Sĩ Thịnh, Lê Sĩ Thiệp và Nguyễn Kế Tuấn [36, tr89-121]. Từ đó, nội dung phân tích hiệu quả kinh tế của các xí nghiệp sản xuất công nghiệp bao gồm:

- *Phân tích các chỉ tiêu phản ánh tổng hợp trình độ hiệu quả sản xuất kinh doanh của xí nghiệp*: Các chỉ tiêu này phản ánh mức độ sử dụng hiệu quả các yếu tố cho hoạt động sản xuất nhằm đảm bảo hoạt động sản xuất của đơn vị có hiệu quả. Tùy theo mức độ phân tích, có thể áp dụng các chỉ tiêu sau: Nhịp điệu phát triển sản xuất, giá trị sản lượng được tạo ra trên một đồng chi phí, doanh lợi của sản xuất kinh doanh.

- *Phân tích chỉ tiêu phản ánh hiệu quả sử dụng từng nguồn lực như*: hiệu quả sử dụng lao động sống, hiệu quả sử dụng vốn cố định, hiệu quả sử dụng vốn lưu động.

- *Phân tích chỉ tiêu phản ánh hiệu quả kinh tế của từng mặt hoạt động sản xuất kinh doanh và các biện pháp tổ chức, kỹ thuật và kinh tế*: các chỉ tiêu này phản ánh mức độ tiết kiệm các nguồn chi phí sản xuất do thực hiện tốt các hoạt động sản xuất kinh doanh và các biện pháp tổ chức, kỹ thuật và kinh tế.

Nội dung đánh giá hiệu quả trên phù hợp trong giai đoạn nền kinh tế bao cấp, kế hoạch hoá, khi mà các xí nghiệp chỉ chịu trách nhiệm sản xuất theo kế hoạch nhà nước giao mà không phải lo cân đối, tính toán lãi, lỗ nên việc phân tích hiệu quả chủ yếu tập trung đánh giá quá trình sản xuất, năng suất sử dụng các nguồn lực và việc thực hiện kế hoạch. Khi chuyển sang nền kinh tế thị trường, các DN hoàn toàn phải chịu trách nhiệm về toàn bộ HĐKD của mình thì việc áp dụng các nội dung phân tích trên để đánh giá HQKD không còn phù hợp.

1.2.1.2 Quan điểm phân tích của các nhà kinh tế trong nền kinh tế thị trường

Trong nền kinh tế theo cơ chế thị trường, các DN phải tự chủ, tự chịu trách nhiệm trong mọi HĐKD và mục đích tối thượng của mọi HĐKD là hướng đến tối đa hoá LN và nâng cao giá trị doanh nghiệp. Vì vậy, khi phân tích HQKD của DN

trong nền kinh tế thị trường các nhà nghiên cứu cần phải đánh giá được khả năng hoạt động, khả năng sử dụng các nguồn lực và đặc biệt là khả năng tạo ra LN hay khả năng sinh lợi. Song, do các quan điểm khác nhau khi đánh giá HQKD nên nội dung phân tích HQKD của các nhà kinh tế trong giai đoạn này cũng hết sức nhau. Tuy nhiên, các quan điểm đều có một điểm chung thống nhất là nội dung phân tích HQKD cuối cùng phải hướng đến phân tích và đánh giá khả năng sinh lợi của DN. Bên cạnh đó, để đánh giá được toàn diện HQKD của DN có quan điểm phân tích thêm khả năng sản xuất hay sức sản xuất, mức hao phí hay suất hao phí hoặc phân tích hiệu suất, hiệu năng của DN. Có thể đưa ra một số quan điểm về nội dung phân tích HQKD của các nhà kinh tế trong giai đoạn này như sau:

- *Phân tích HQKD chỉ tập trung phân tích khả năng sinh lợi*: Theo quan điểm này có nhà khoa học kinh tế người Pháp giảng dạy tại Trường Đại học Tổng hợp Paris I Pantheon Sorbone là Josette Peyrard [24, tr215-222], theo quan điểm của bà việc đánh giá HQKD của DN được xác định thông qua khả năng sinh lợi của DN. Cùng quan điểm này là tác giả Ngô Thế Chi, thuộc Học viện Tài chính [4, tr 407-414] hay Nguyễn Tấn Bình [1, tr218-225] khi trình bày nội dung phân tích HQKD của DN chỉ phân tích khả năng sinh lợi. Khả năng sinh lợi của DN theo quan điểm này, được phân tích theo khả năng sinh lợi hoạt động, khả năng sinh lợi kinh tế và khả năng sinh lợi tài chính. Trong đó, khả năng sinh lợi hoạt động thực chất phản ánh khả năng sinh lợi của DTT, được xác định bằng cách so sánh LN sau thuế với DTT. Khả năng sinh lợi kinh tế phản ánh khả năng sinh lợi của tổng tài sản mà DN đang quản lý và sử dụng. Chỉ tiêu này có thể tính toán bằng cách so sánh LN gộp hoặc LN sau thuế cộng lãi vay hay LN sau thuế với tổng tài sản BQ với tổng tài sản. Khả năng sinh lợi tài chính được xem xét trên 2 chỉ tiêu: khả năng sinh lợi VCSH và khả năng sinh lợi của vốn thường xuyên.

Quan điểm phân tích trên đã phản ánh khá rõ khả năng sinh lợi của DN thông qua việc đánh giá khả năng tạo ra LN của các yếu tố như DT, tổng tài sản, nguồn VCSH, nguồn vốn thường xuyên của DN. Phân tích khả năng sinh lợi là nội dung quan trọng khi phân tích HQKD của DN, nhưng nếu chỉ tập trung đánh giá khả năng sinh lợi thôi thì chưa đầy đủ, chưa đánh giá chính xác HQKD của DN. Vì thực chất,

để có được HQKD cao phải hội tụ rất nhiều các yếu tố như năng lực sản xuất, năng lực hoạt động, năng lực quản lý của DN phải cao. Do đó, để phân tích HQKD của DN cần phải phân tích đánh giá đầy đủ và toàn diện hơn.

- Phân tích HQKD qua sức sản xuất, sức sinh lợi và suất hao phí: Theo quan điểm này có các nhà khoa học thuộc Trường Đại học Kinh tế Quốc dân, Đại học Thương mại, Học viện Bưu chính viễn thông... Trong cuốn “*Chuyên khảo về Báo cáo tài chính và lập, đọc, kiểm tra, phân tích báo cáo tài chính*” [5, tr499-500], của tác giả Nguyễn Văn Công đã trình bày rõ nội dung phân tích HQKD bao gồm: phân tích sức sản xuất, sức sinh lợi và suất hao phí. Vấn đề này cũng được đề cập trong nội dung phân tích HQKD trong giáo trình “*Phân tích HĐKD*” [19, tr220-229] của tác giả Phạm Thị Gái chủ biên. Trong đó, nội dung phân tích hiệu quả HĐKD bao gồm việc phân tích các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả sử dụng TSCĐ, hiệu quả sử dụng tài sản lưu động (TSLĐ), khả năng sinh lợi của vốn thông qua chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi VCSH. Hay trong giáo trình “*Phân tích HĐKD*” [28, tr93-95] do Bùi Xuân Phong chủ biên cũng thống nhất theo quan điểm này.

Theo đó, nội dung phân tích sức sản xuất cho biết khả năng tạo ra kết quả sản xuất (có thể tính theo tổng giá trị sản xuất, DTT về bán hàng và cung cấp dịch vụ, tổng luân chuyển thuần...) từ các yếu tố đầu vào như lao động, tư liệu lao động, VCSH, vốn vay... Sức sản xuất của DN cao phản ánh hiệu quả sử dụng các yếu tố đầu vào cao từ đó dẫn đến kết quả kinh doanh cao. Ngược lại với nội dung phân tích sức sản xuất, phân tích suất hao phí sẽ cho biết mức độ hao phí của các yếu tố đầu vào để tạo ra kết quả sản xuất kinh doanh đầu ra. Suất hao phí của DN càng thấp thể hiện DN sử dụng có hiệu quả các yếu tố đầu vào và đem lại HQKD cao. Phân tích sức sinh lợi theo quan điểm này cũng thống nhất với quan điểm trên là đánh giá khả năng tạo ra LN từ các yếu tố đầu vào như tổng tài sản, VCSH, vốn vay...

Theo quan điểm này, các nội dung phân tích HQKD được xem xét toàn diện hơn quan điểm thứ nhất, đánh giá HQKD trên cả góc độ khả năng sử dụng các nguồn lực và khả năng sinh lợi của nguồn lực. Tuy nhiên, việc phân tích suất hao phí chính là

xem xét nghịch đảo các chỉ tiêu phản ánh sức sản xuất nên ít có ý nghĩa. Mặt khác, nội dung phân tích trên chưa đánh giá được cường độ hoạt động của các nguồn lực. Trong thực tế các nguồn lực luôn có hạn, nên các nguồn lực nếu được sử dụng với cường độ càng lớn, quay vòng càng nhanh thì khả năng đem lại lợi ích cho DN càng cao.

- Phân tích HQKD theo hiệu suất sử dụng, hiệu năng sử dụng và hiệu quả sử dụng. Quan điểm này được PGS.TS Nguyễn Văn Công trình bày trong giáo trình “Phân tích báo cáo tài chính” [6, tr206-207]. Theo ông, nội dung phân tích HQKD bao gồm việc phân tích hiệu suất sử dụng, hiệu năng sử dụng và hiệu quả sử dụng qua 3 cấp độ từ thấp đến cao. Biểu hiện đầu tiên của HQKD là hiệu suất, tiếp đến là hiệu năng và sau cùng là hiệu quả sử dụng chi phí, sử dụng các yếu tố đầu vào của HĐKD. Trong đó, hiệu suất (hay năng suất) sử dụng chi phí đầu vào hay sử dụng các yếu tố đầu vào phản ánh cường độ hoạt động của DN, cho biết tương quan giữa kết quả đầu ra với lượng chi phí hay yếu tố đầu vào được sử dụng để tiến hành hoạt động sản xuất kinh doanh. Hiệu suất sử dụng có thể phản ánh thông qua chỉ tiêu phản ánh sức sản xuất hoặc thông qua chỉ tiêu phản ánh mức hao phí của yếu tố đầu vào hay của chi phí đầu vào. Hiệu năng sử dụng chi phí, sử dụng các yếu tố đầu vào hay hiệu năng hoạt động phản ánh khả năng sử dụng chi phí, sử dụng các yếu tố đầu vào. Hiệu năng sử dụng hay hiệu năng hoạt động được thể hiện thông qua các chỉ tiêu phản ánh tốc độ quay vòng của các từng đối tượng hay thời gian một vòng quay của từng đối tượng. Hiệu suất và hiệu năng phản ánh điều kiện cần để có HQKD cao, còn hiệu quả sử dụng mới thực chất phản ánh HQKD. Hiệu quả sử dụng chi phí, sử dụng các yếu tố đầu vào thể hiện khả năng sinh lợi của DN. Khả năng sinh lợi thể hiện mối quan hệ giữa lượng LN thu được trên một đơn vị chi phí đầu vào hay một đơn vị yếu tố đầu vào hoặc trên một đơn vị đầu ra phản ánh kết quả sản xuất. Khả năng sinh lợi của DN càng cao thể hiện khả năng đem lại LN của các yếu tố càng cao và điều đó thể hiện HQKD của DN càng cao.

Quan điểm này cho thấy cách đánh giá HQKD khá toàn diện. Khi xem xét HQKD của DN cần phải đánh giá từ mức độ thấp đến cao, trước hết là đánh giá hiệu quả hoạt động của các nguồn lực như các yếu tố đầu vào hay chi phí đầu vào.

Hiệu quả hoạt động được đánh giá thông qua mức độ tiêu hao và cường độ hoạt động của các nguồn lực khi tham gia vào quá trình kinh doanh. Hiệu quả cuối cùng mà các DN cần phải đạt được là khả năng tạo ra LN hay khả năng sinh lợi, nhưng khả năng sinh lợi chỉ có thể đạt được cao nhất khi các nguồn lực được sử dụng có hiệu quả. Tuy nhiên, giữa nội dung phân tích hiệu suất sử dụng và hiệu năng sử dụng có những nội dung phân tích trùng lặp. Cụ thể, khi phân tích hiệu suất sử dụng thông qua các chỉ tiêu phản ánh sức sản xuất bằng cách lấy giá trị các yếu tố đầu ra là DTT hay DTT HĐKD hay tổng luân chuyển thuần chia cho giá trị BQ của các yếu tố đầu vào như tổng tài sản, tài sản ngắn hạn, tài sản dài hạn, HTK, các khoản phải thu... Đây cũng chính là chỉ tiêu phản ánh vòng quay của các đối tượng khi phân tích hiệu năng sử dụng. Như vậy, hiệu suất sử dụng hay hiệu năng sử dụng cũng chỉ là nội dung thể hiện năng lực hoạt động của các nguồn lực, phản ánh mức độ hoạt động cũng như cường độ hoạt động của các nguồn lực.

- Phân tích HQKD theo hiệu quả sử dụng chi phí, kết quả tài chính và khả năng sinh lợi. Quan điểm này có tác giả Nguyễn Trọng Cơ, đã trình bày trong luận án tiến sĩ “*Hoàn thiện chỉ tiêu phân tích tài chính trong DN cổ phần phi tài chính*” [3, tr112-124] hay tác giả Nguyễn Ngọc Quang trong luận án tiến sĩ “*Hoàn thiện hệ thống chỉ tiêu phân tích tài chính trong các DN xây dựng của Việt Nam*” [34, tr141-147], theo các tác giả này nội dung phân tích HQKD bao gồm phân tích:

- Phân tích hiệu quả sử dụng chi phí thông qua việc phân tích các chỉ tiêu: hiệu suất sử dụng TSCĐ, hiệu suất sử dụng tài sản ngắn hạn, tốc độ luân chuyển vốn ngắn hạn, hiệu quả sử dụng lao động, hiệu quả sử dụng tiền công, hiệu quả sử dụng tiền vay.

- Phân tích kết quả tài chính thông qua việc phân tích các chỉ tiêu như tổng LN, hiệu suất sử dụng tài sản, hiệu suất vốn cổ phần phổ thông, thu nhập mỗi cổ phần phổ thông.

- Phân tích khả năng sinh lợi thông qua việc phân tích khả năng sinh lợi hoạt động, khả năng sinh lợi kinh tế, khả năng sinh lợi của VCSH.

Quan điểm này, cũng có điểm tương đồng quan điểm thứ 3 khi phân tích HQKD mặc dù cách gọi tên các nội dung có thể khác nhau. Trong nội dung phân

tích hiệu quả chi phí thực chất là phân tích các chỉ tiêu phản ánh hiệu suất và hiệu năng sử dụng các yếu tố đầu vào. Trong nội dung phân tích kết quả tài chính các tác giả phân tích chỉ tiêu tổng LN, nhưng theo quan niệm của chúng tôi tổng LN không thể phản ánh được HQKD, mà chỉ thể hiện kết quả kinh doanh. Còn các chỉ tiêu khác về hiệu suất sử dụng tài sản, hiệu suất vốn cổ phần thường, thu nhập mỗi cổ phần đây chính là các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi. Trong nội dung phản ánh khả năng sinh lợi, các tác giả cũng đưa ra các chỉ tiêu tương đồng với quan điểm trước và đều tập trung vào phân tích các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi của tài sản, DT, VCSH. Như vậy, theo chúng tôi việc đưa ra các nội dung phân tích như vậy chưa thật sự khoa học, nội dung thứ 2 và thứ 3 thực chất là chỉ là nội dung phản ánh khả năng sinh lợi.

Qua phân tích các quan điểm khác nhau về nội dung phân tích HQKD của các nhà nghiên cứu, *chúng tôi thấy rằng mục đích quan trọng nhất của DN là tạo ra LN, do vậy biểu hiện cao nhất và tập trung nhất của HQKD chính là khả năng sinh lợi (hay sức sinh lợi), nên việc phân tích HQKD phải tập trung phân tích khả năng sinh lợi của các nguồn lực sử dụng cho HĐKD. Tuy nhiên, khả năng sinh lợi chỉ có thể đạt được khi DN có năng lực hoạt động tốt, thể hiện thông qua việc quản lý và sử dụng có hiệu quả các nguồn lực của DN. Chính vì vậy, để đánh giá được đầy đủ HQKD, theo chúng tôi trước tiên cần phải đánh giá hiệu quả hoạt động của DN thông qua hiệu quả sử dụng các nguồn lực phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh, sau đó đánh giá khả năng sinh lợi của các nguồn lực. Theo đó, nội dung phân tích HQKD của DN sẽ bao gồm phân tích 2 nội dung chính là: phân tích hiệu quả hoạt động và phân tích khả năng sinh lợi*

-Phân tích hiệu quả hoạt động: Hiệu quả hoạt động thể hiện khả năng sử dụng và cường độ hoạt động của các nguồn lực đầu vào để tạo ra kết quả kinh doanh. Vì vậy, để phân tích hiệu quả hoạt động, các nhà phân tích cần tính các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả hoạt động của từng nguồn lực đầu vào thông qua các số vòng quay và thời gian quay vòng của các nguồn lực. Từ đó, sử dụng phương pháp so sánh và căn cứ vào ý nghĩa của chỉ tiêu đánh giá khả năng hoạt động của DN

Công thức chung để xác định hiệu quả hoạt động thông qua số vòng quay hay hệ số quay vòng của các nguồn lực được tính như sau:

$$\frac{\text{Hiệu quả hoạt động các nguồn lực (Số vòng quay các nguồn lực)}}{\text{Đầu ra phản ánh kết quả}} = \frac{\text{Đầu ra phản ánh kết quả}}{\text{Nguồn lực đầu vào}} \quad (1.7)$$

Chỉ tiêu này cho biết để thu được một đơn vị đầu ra phải tốn bao nhiêu đơn vị nguồn lực đầu vào hay nói cách khác trong kỳ nguồn lực đầu vào luân chuyển được bao nhiêu lần. Chỉ tiêu này càng lớn phản ánh hiệu quả sử dụng hay năng suất hoạt động của các nguồn lực đầu vào càng cao từ đó sẽ làm tăng HQKD.

Hiệu quả hoạt động của các nguồn lực còn thể hiện qua thời gian quay vòng của từng nguồn lực, chỉ tiêu tính như sau:

$$\frac{\text{Thời gian 1 vòng quay của từng nguồn lực}}{\text{Thời gian của kỳ nghiên cứu}} = \frac{\text{Thời gian của kỳ nghiên cứu}}{\text{Số vòng quay của từng đối tượng}} \quad (1.8)$$

Chỉ tiêu này cho biết thời gian để nguồn lực đầu vào luân chuyển được 1 lần, chỉ tiêu này càng nhỏ thể hiện các nguồn lực đầu vào sử dụng càng có hiệu quả.

- Phân tích khả năng sinh lợi: Khả năng sinh lợi thể hiện khả năng tạo ra LN từ các nguồn lực đầu vào, chi phí đầu vào hay đầu ra phản ánh kết quả sản xuất của DN. Do vậy, khi phân tích khả năng sinh lợi, các nhà phân tích cần tính các chỉ tiêu hệ số khả năng sinh lợi của từng nguồn lực đầu vào hay đầu ra phản ánh kết quả sản xuất, sau đó sử dụng các phương pháp phân tích thích hợp để tiến hành phân tích. Công thức chung để xác định khả năng sinh lợi của từng nguồn lực đầu vào hay đầu ra phản ánh kết quả như sau:

$$\text{Hệ số khả năng sinh lợi} = \frac{\text{Đầu ra phản ánh LN}}{\text{Nguồn lực đầu vào, chi phí đầu vào hay đầu ra phản ánh kết quả sản xuất}} \quad (1.9)$$

Chỉ tiêu này cho biết để tạo ra một đơn vị đầu ra phản ánh LN phải tốn bao nhiêu đơn vị nguồn lực đầu vào, chi phí đầu vào hay đầu ra phản ánh kết quả. Chỉ tiêu này càng cao phản ánh khả năng sinh lợi của DN càng cao, từ đó dẫn tới HQKD cao.

Khi phân tích HQKD trước tiên cần đánh giá khái quát HQKD thông qua các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lợi. Phương pháp đánh giá chủ yếu là so sánh chỉ tiêu phân tích của kỳ phân tích với số liệu kỳ gốc hoặc với các năm trước hay số kế hoạch hoặc số BQ của ngành, BQ khu vực... Bên cạnh đó, phương pháp so sánh bằng số tương đối động thái định gốc các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi cho thấy tình hình tăng trưởng, xu hướng, tốc độ tăng trưởng hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lợi của DN. Sau đó, phân tích nhân tố ảnh hưởng đến sự biến động của các chỉ tiêu. Bằng cách sử dụng các phương pháp như: phương pháp số chênh lệch, phương pháp thay thế liên hoàn, phương pháp Dupont. Các nhà phân tích xác định nhân tố ảnh hưởng rồi tiến hành phân tích nhân tố ảnh hưởng đến sự biến động của các chỉ tiêu. Cuối cùng, dựa trên kết quả phân tích, nhà phân tích tổng hợp ảnh hưởng của các nhân tố đến sự biến động của các chỉ tiêu phân tích giữa kỳ phân tích và kỳ gốc, từ đó đưa ra nhận xét, kiến nghị

1.2.2. Xác định phương pháp phân tích hiệu quả kinh doanh

Để tiến hành phân tích hiệu quả HĐKD của DN, các nhà phân tích thường kết hợp sử dụng các phương pháp mang tính nghiệp vụ - kỹ thuật khác nhau như phương pháp so sánh, phương pháp loại trừ, phương pháp dự báo, phương pháp Dupont...[1, tr16-59]; [5, tr447-455]; [6, tr14-23]; [28, tr13-32]. Mỗi một phương pháp có những tác dụng khác nhau và được sử dụng trong từng nội dung phân tích khác nhau. Cụ thể:

1.2.2.1. Phương pháp so sánh

Đây là phương pháp được sử dụng rộng rãi, phổ biến trong phân tích kinh tế nói chung và phân tích HQKD nói riêng. Phương pháp này nhằm để đánh giá xu hướng biến động và mức độ biến động của chỉ tiêu cần phân tích. Khi sử dụng phương pháp so sánh, các nhà phân tích cần chú ý một số vấn đề sau đây:

+ *Điều kiện so sánh được của chỉ tiêu:* Để có thể so sánh được đòi hỏi chỉ tiêu nghiên cứu được phải đảm bảo thống nhất về nội dung kinh tế, thống nhất về phương pháp tính toán, thống nhất về thời gian và đơn vị đo lường.

+ *Gốc so sánh*: Gốc so sánh được lựa chọn có thể là gốc về không gian hay thời gian, tùy thuộc vào mục đích phân tích. Về không gian, có thể so sánh đơn vị này với đơn vị khác, bộ phận này với bộ phận khác, khu vực này với khu vực khác... Việc so sánh về không gian thường được sử dụng khi cần xác định vị trí hiện tại của DN so với đối thủ cạnh tranh, so với số BQ ngành, BQ khu vực... Cần lưu ý rằng, trong một số trường hợp khi so sánh về mặt không gian, điểm gốc và điểm phân tích có thể đổi chỗ cho nhau mà không ảnh hưởng đến kết luận phân tích. Về thời gian, gốc so sánh được lựa chọn là các kỳ đã qua (kỳ trước, năm trước) hay kế hoạch, dự toán.

+ *Các dạng so sánh*: Các dạng so sánh thường được sử dụng trong phân tích là so sánh bằng số tuyệt đối, so sánh bằng số tương đối và so sánh với số BQ. Khi so sánh bằng số tuyệt đối, các nhà phân tích sẽ thấy rõ được sự biến động về quy mô của chỉ tiêu nghiên cứu giữa kỳ (điểm) phân tích với kỳ (điểm) gốc; còn khi so sánh bằng số tương đối, các nhà quản lý sẽ nắm được kết cấu, mối quan hệ, tốc độ phát triển, mức độ phổ biến và xu hướng biến động của các chỉ tiêu kinh tế. Trong phân tích, các nhà phân tích thường sử dụng các loại số tương đối sau:

- *Số tương đối động thái*: Dùng để phản ánh tốc độ tăng trưởng hay nhịp độ biến động của chỉ tiêu và thường dùng dưới dạng số tương đối định gốc [cố định kỳ gốc: y_i/y_0 ($i = 1, n$)] và số tương đối liên hoàn [thay đổi kỳ gốc: $y_{(i+1)}/y_i$ ($i = 1, n$)].

- *Số tương đối kế hoạch*: Số tương đối kế hoạch phản ánh mức độ, nhiệm vụ mà DN cần phải thực hiện trong kỳ trên một số chỉ tiêu nhất định.

- *Số tương đối phản ánh mức độ thực hiện*: Dùng để đánh giá mức độ thực hiện trong kỳ của DN đạt bao nhiêu phần so với gốc. Số tương đối phản ánh mức độ thực hiện có thể sử dụng dưới chỉ số hay tỷ lệ và được tính như sau:

$$\text{Chỉ số (tỷ lệ \%)} \text{ thực hiện so với gốc của chỉ tiêu nghiên cứu} = \frac{\text{Trị số chỉ tiêu thực hiện}}{\text{Trị số chỉ tiêu gốc}} \times \% \quad (1.10)$$

- *Số tương đối kết cấu*: Dùng để phản ánh tỷ trọng của từng bộ phận trong tổng thể. Thông qua số tương đối kết cấu, nhà phân tích chỉ rõ: trong tổng thể từng bộ phận cấu thành chiếm tỷ trọng bao nhiêu %

Bên cạnh so sánh bằng số tuyệt đối và số tương đối, so sánh bằng số BQ sẽ cho thấy mức độ mà đơn vị đạt được so với BQ chung của tổng thể, của ngành, của khu vực. Qua đó, các nhà quản lý xác định được vị trí hiện tại của DN (tiên tiến, trung bình, yếu kém).

1.2.2.2. Phương pháp chi tiết chỉ tiêu phân tích

Phương pháp này được sử dụng để đánh giá, xem xét điều kiện với từng giải pháp trong quản lý cũng như tác động của từng giải pháp quản lý trong từng thời gian, địa điểm, bộ phận.... Trong phân tích, người ta thường chi tiết quá trình phát sinh và kết quả đạt được của HĐKD của DN theo những bước sau:

- Chi tiết theo bộ phận cấu thành của chỉ tiêu nghiên cứu: chia nhỏ chỉ tiêu nghiên cứu thành các bộ phận cấu thành nên bản thân chỉ tiêu đó. Việc chi tiết chỉ tiêu nghiên cứu theo từng yếu tố giúp nhà quản lý đánh giá được chính xác vai trò và vị trí của từng yếu tố trong việc hình thành kết quả và HQKD chung của toàn DN.

- Chi tiết theo thời gian phát sinh : chia nhỏ quá trình và kết quả theo trình tự thời gian phát sinh và phát triển. Việc chi tiết theo thời gian sẽ giúp nhà quản lý nắm bắt được nhịp điệu, tốc độ tăng trưởng và xu hướng tăng trưởng của các chỉ tiêu.

- Chi tiết theo không gian phát sinh: chia nhỏ quá trình và kết quả theo địa điểm phát sinh và phát triển của chỉ tiêu nghiên cứu. Việc chi tiết chỉ tiêu nghiên cứu theo không gian sẽ giúp nhà quản lý đánh giá được chính xác kết quả mà từng đơn vị, từng bộ phận, từng địa bàn đem lại cho kết quả chung của toàn DN

Sau khi chi tiết chỉ tiêu phân tích, các nhà phân tích mới tiến hành xem xét, so sánh mức độ đạt được của từng bộ phận giữa kỳ phân tích so với kỳ gốc và mức độ ảnh hưởng của từng bộ phận so với tổng thể.

1.2.2.3 Phương pháp liên hệ cân đối

Liên hệ cân đối là phương pháp phân tích sử dụng để nghiên cứu, xem xét mối liên hệ kinh tế giữa các sự kiện và hiện tượng kinh tế, đồng thời xem xét tính cân đối của các chỉ tiêu kinh tế trong quá trình hoạt động. Trong phân tích HQKD có

thể phân tích mối quan hệ cân đối giữa DT, chi phí với kết quả, cân đối giữa kết quả kinh doanh của toàn DN với kết quả của từng hoạt động, từng bộ phận...Dựa vào việc phân tích các mối quan hệ cân đối này mà nhà phân tích sẽ xác định được ảnh hưởng của các nhân tố đến sự biến động của đối tượng phân tích. Khi phân tích theo phương pháp này mối quan hệ của các nhân tố ảnh hưởng đến chỉ tiêu phân tích phải ở dạng tổng số hoặc hiệu số, các nhân tố đứng độc lập và tách biệt nhau, cùng tác động đến sự biến động của chỉ tiêu phân tích.

1.2.2.4 Phương pháp loại trừ

Phương pháp loại trừ để xác định xu hướng và mức độ ảnh hưởng của từng nhân tố đến chỉ tiêu phân tích, người ta sử dụng phương pháp loại trừ tức là để nghiên cứu ảnh hưởng của một nhân tố phải loại trừ ảnh hưởng của nhân tố khác. Đặc điểm của phương pháp này là luôn đặt đối tượng phân tích vào các trường hợp giả định khác nhau. Có thể khái quát quy trình vận dụng phương pháp này như sau:

- *Xác định chỉ tiêu phản ánh đối tượng nghiên cứu:* Tùy theo nội dung và mục đích phân tích mà chỉ tiêu phản ánh đối tượng nghiên cứu có thể khác nhau.

- *Xác định các nhân tố ảnh hưởng đến chỉ tiêu phản ánh đối tượng nghiên cứu:* Căn cứ vào cách tính chỉ tiêu phản ánh đối tượng nghiên cứu để xác định các nhân tố ảnh hưởng. Số lượng các nhân tố ảnh hưởng có thể mở rộng hay thu hẹp tùy thuộc và mục đích và nguồn số liệu để phân tích. Chẳng hạn, khi phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hệ số khả năng sinh lợi của VCSH (ROE) theo công thức gốc thì có 2 nhân tố là “VCSH BQ” và “LN sau thuế”, nhưng nếu phân tích theo phương trình Dupont thì có 3 nhân tố là: “Đòn bẩy tài chính”, “Số vòng quay của tài sản” và “Sức sinh lợi của DTT”...Việc phân tích càng chi tiết, càng nhiều nhân tố ảnh hưởng càng tốt, vì kết quả phân tích sẽ chỉ ra các nguyên nhân, nhân tố tác động đến HQKD.

- *Xây dựng phương trình kinh tế phản ánh mối quan hệ giữa chỉ tiêu phản ánh đối tượng nghiên cứu với các nhân tố ảnh hưởng thể hiện dưới dạng tích số hoặc thương số.* Trong mỗi phương trình phản ánh mối quan hệ giữa chỉ tiêu phản ánh đối tượng nghiên cứu với các nhân tố ảnh hưởng, các nhân tố ảnh hưởng được sắp

xếp theo một trật tự nhất định: nhân tố số lượng được xác định trước rồi mới đến nhân tố chất lượng; trường hợp có nhiều nhân tố số lượng hoặc nhiều nhân tố chất lượng thì xác định nhân tố chủ yếu trước rồi mới đến nhân tố thứ yếu sau.

- *Xác định mức độ ảnh hưởng của từng nhân tố đến sự biến động giữa kỳ phân tích so với kỳ gốc của chỉ tiêu phản ánh đối tượng nghiên cứu.* Bằng cách thay thế giá trị của từng nhân tố ảnh hưởng đến chỉ tiêu phản ánh đối tượng nghiên cứu một cách lần lượt từ kỳ gốc qua kỳ phân tích. Cần lưu ý là có bao nhiêu nhân tố thì thay thế bấy nhiêu lần và nhân tố nào đã thay thế thì được giữ nguyên giá trị đã thay thế (kỳ phân tích) cho đến lần thay thế cuối cùng.

- *Tổng hợp ảnh hưởng của các nhân tố và so với số biến động tuyệt đối của chỉ tiêu phản ánh đối tượng nghiên cứu giữa kỳ phân tích so với kỳ gốc.* Sau khi xác định được mức độ ảnh hưởng của từng nhân tố đến sự biến động của chỉ tiêu phản ánh đối tượng nghiên cứu giữa kỳ phân tích so với kỳ gốc sẽ tính tổng cộng tác động của tất cả các nhân tố. Trên cơ sở đó sẽ nêu nhận xét, đánh giá về mức độ ảnh hưởng của từng nhân tố đến HQKD, đồng thời chỉ rõ tiềm năng và đề xuất các giải pháp để nâng cao HQKD.

Phương pháp loại trừ thường được sử dụng dưới 2 là phương pháp thay thế liên hoàn và phương pháp số chênh lệch.

Phương pháp thay thế liên hoàn là phương pháp xác định ảnh hưởng của từng nhân tố bằng cách thay thế lần lượt và liên tiếp các nhân tố từ giá trị kỳ gốc sang kỳ phân tích để xác định trị số của chỉ tiêu khi nhân tố đó thay đổi. Sau đó, so sánh trị số của chỉ tiêu vừa tính được với trị số của chỉ tiêu chưa có biến đổi của nhân tố cần xác định sẽ tính được mức độ ảnh hưởng của nhân tố đó. Có thể khái quát phương pháp này như sau:

Giả sử chỉ tiêu phản ánh đối tượng nghiên cứu là Q và Q chịu ảnh hưởng của các nhân tố a, b, c, d. Các nhân tố này có quan hệ với Q và được sắp xếp theo thứ tự từ nhân tố số lượng sang nhân tố chất lượng, chẳng hạn $Q = abcd$. Nếu dùng chỉ số 0 để chỉ giá trị của các nhân tố ở kỳ gốc và chỉ số 1 để chỉ giá trị của các nhân tố ở

kỳ phân tích thì $Q_1 = a_1 b_1 c_1 d_1$ và $Q_0 = a_0 b_0 c_0 d_0$. Gọi ảnh hưởng của các nhân tố a, b, c, d đến sự biến động giữa kỳ phân tích so với kỳ gốc của chỉ tiêu Q (ký hiệu là ΔQ) lần lượt là Δa , Δb , Δc , Δd , ta có:

$$\Delta Q = Q_1 - Q_0 = \Delta a + \Delta b + \Delta c + \Delta d \quad (1.11)$$

Trong đó:

$$\Delta a = a_1 b_0 c_0 d_0 - a_0 b_0 c_0 d_0. \quad (1.12)$$

$$\Delta b = a_1 b_1 c_0 d_0 - a_1 b_0 c_0 d_0. \quad (1.13)$$

$$\Delta c = a_1 b_1 c_1 d_0 - a_1 b_1 c_0 d_0. \quad (1.14)$$

$$\Delta d = a_1 b_1 c_1 d_1 - a_1 b_1 c_1 d_0. \quad (1.15)$$

Phương pháp số chênh lệch là phương pháp cũng được dùng để xác định ảnh hưởng của các nhân tố đến sự biến động của chỉ tiêu phản ánh đối tượng nghiên cứu. Điều kiện, nội dung và trình tự vận dụng của phương pháp số chênh lệch cũng giống như phương pháp thay thế liên hoàn, chỉ khác nhau ở chỗ để xác định mức độ ảnh hưởng của nhân tố nào thì trực tiếp dùng số chênh lệch về giá trị kỳ phân tích so với kỳ gốc của nhân tố. Dạng tổng quát của số chênh lệch như sau:

$$\Delta Q = Q_1 - Q_0 = \Delta a + \Delta b + \Delta c + \Delta d. \quad (1.16)$$

Trong đó:

$$\Delta a = (a_1 - a_0) b_0 c_0 d_0. \quad (1.17)$$

$$\Delta b = a_1 (b_1 - b_0) c_0 d_0. \quad (1.18)$$

$$\Delta c = a_1 b_1 (c_1 - c_0) d_0. \quad (1.19)$$

$$\Delta d = a_1 b_1 c_1 (d_1 - d_0). \quad (1.20)$$

1.2.2.5 Phương pháp dự đoán

Phương pháp dự đoán được sử dụng để dự báo HQKD và khả năng tăng trưởng của DN. Có nhiều phương pháp khác nhau để dự đoán các chỉ tiêu kinh tế tài chính trong tương lai; trong đó, phương pháp hồi quy được sử dụng khá phổ biến.

Theo phương pháp này, các nhà phân tích sử dụng số liệu quá khứ, dữ liệu đã diễn ra theo thời gian hoặc diễn ra tại cùng một thời điểm để thiết lập mối quan hệ giữa các hiện tượng và sự kiện có liên quan. Thuật ngữ toán gọi là sự nghiên cứu mức độ tác động của một hay nhiều biến độc lập (biến giải thích) đến một biến số gọi là biến phụ thuộc (biến kết quả). Mối quan hệ này được biểu diễn dưới dạng phương trình gọi là phương trình hồi quy. Dựa vào phương trình hồi quy người ta có thể giải thích kết quả đã diễn ra, ước tính và dự báo những sự kiện sẽ xảy ra trong tương lai. Phương pháp hồi quy thường được sử dụng dưới dạng hồi quy đơn, hồi quy bội để đánh giá và dự báo kết quả tài chính của DN.

Phương pháp hồi quy đơn (hay hồi quy đơn biến) là phương pháp được dùng để xem xét mối quan hệ giữa một chỉ tiêu phản ánh kết quả vận động của một hiện tượng kinh tế (gọi là biến phụ thuộc) với chỉ tiêu phản ánh nguyên nhân (gọi là biến độc lập). Phương trình hồi quy đơn có dạng: $Y = a + bx$ (1.21)

Trong đó:

- Y là biến phụ thuộc; x là biến độc lập;
- a là tung độ gốc (nút chặn trên đồ thị); b là hệ số góc (độ dốc hay độ nghiêng của đường biểu diễn Y trên đồ thị).

Trong phương pháp hồi quy đơn, với mục đích là giải thích hoặc dự báo một chỉ tiêu cần nghiên cứu, nên việc quan trọng nhất là tìm ra giá trị của a, b. Trên cơ sở đó, xây dựng phương trình hồi quy tuyến tính để ước lượng các giá trị của Y ứng với mỗi giá trị của x.

Để xác định giá trị thông số a và b người ta sử dụng các phương pháp như phương pháp cực đại, cực tiểu, phương pháp bình phương tối thiểu hoặc sử dụng phần mềm Excel trên máy vi tính. Chẳng hạn, theo phương pháp cực đại, cực tiểu, giá trị các thông số a, b được xác định như sau:

$$b = \frac{Y_{max} - Y_{min}}{X_{max} - X_{min}} \quad (1.22)$$

$$a = Y - bx \text{ hoặc } a = \bar{Y} - b\bar{X} \quad (1.23)$$

Với phương pháp bình phương tối thiểu, các thông số a, b được xác định theo công thức:

$$b = \frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})(Y_i - \bar{Y})}{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}$$

hay

$$b = \frac{\sum_{i=1}^n X_i Y_i - n \bar{X} \bar{Y}}{\sum_{i=1}^n X_i^2 - n \bar{X}^2} \quad (1.24)$$

$$a = \bar{Y} - b\bar{X}$$

Phương pháp hồi quy bội (hồi quy đa biến là phương pháp được sử dụng để phân tích mối quan hệ giữa nhiều biến độc lập với một biến phụ thuộc (một chỉ tiêu kết quả với nhiều chỉ tiêu nguyên nhân). Trong thực tế, có nhiều mô hình phân tích sử dụng hồi quy đa biến, như phân tích và dự báo DT của DN kinh doanh nhiều mặt hàng, phân tích tổng chi phí với nhiều nguyên nhân tác động...

Một chỉ tiêu kinh tế chịu sự tác động cùng lúc của nhiều nhân tố cả thuận chiều lẫn ngược chiều, như DT phụ thuộc vào số lượng hàng bán, kết cấu hàng bán, giá cả hàng hoá, thu nhập BQ xã hội, mùa vụ, thời tiết, quảng cáo giới thiệu... Mặt khác, giữa các nhân tố cũng có mối quan hệ nội tại. Vì vậy, phân tích hồi quy vừa kiểm định giả thiết về nhân tố tác động và mức độ ảnh hưởng, vừa định lượng các quan hệ kinh tế giữa chúng. Từ đó, có cơ sở cho phân tích dự báo và có quyết định phù hợp, có hiệu quả trong việc thực hiện mục tiêu mong muốn của các đối tượng.

Phương trình hồi quy đa biến tổng quát dưới dạng tuyến tính là:

$$Y = b_0 + b_1 x_1 + b_2 x_2 + \dots + b_i x_i + \dots + b_n x_n + e \quad (1.25)$$

Trong đó:

Y: biến phụ thuộc (chỉ tiêu phản ánh đối tượng nghiên cứu) và được hiểu là ước lượng (Y);

b_0 là tung độ gốc; b_i các độ dốc của phương trình theo các biến x_i ;

x_i các biến độc lập (nhân tố ảnh hưởng); e các sai số

Mục tiêu của phương pháp hồi quy đa biến là dựa vào các dữ liệu lịch sử về các biến Y_i và X_i , dùng thuật toán để tìm các thông số b_0 và b_i xây dựng phương trình hồi quy để dự báo cho ước lượng trung bình của biến Y.

1.2.2.6 Phương pháp Dupont

Là phương pháp phân tích dựa trên mối quan hệ tương hỗ giữa các chỉ tiêu tài chính, từ đó biến đổi một chỉ tiêu tổng hợp thành một hàm số của một loạt các biến số. Chẳng hạn: tách hệ số khả năng sinh lợi của tổng tài sản (ROA) hay hệ số khả năng sinh lợi của VCSH (ROE), ... thành tích số của chuỗi các hệ số có mối quan hệ mật thiết với nhau. Chẳng hạn, khi phân tích hệ số khả năng sinh lợi của tổng tài sản (ROA):

$$\text{Hệ số khả năng sinh lợi của tổng tài sản (ROA)} = \frac{\text{LN sau thuế}}{\text{Tổng tài sản BQ}} \quad (1.26)$$

Nhà phân tích có thể phát triển chỉ tiêu này thành:

$$\text{Hệ khả năng sinh lợi của tổng tài sản (ROA)} = \frac{\text{LN sau thuế}}{\text{DTT}} \times \frac{\text{DTT}}{\text{Tổng tài sản BQ}} \quad (1.27)$$

Hay:

$$\text{Hệ số khả năng sinh lợi của tổng tài sản (ROA)} = \frac{\text{Tỷ suất LN trên DTT}}{\text{DTT}} \times \frac{\text{Hệ số vòng quay tổng tài sản}}{\text{DTT}} \quad (1.28)$$

1.2.2.7 Các phương pháp phân tích khác

Ngoài các phương pháp được sử dụng nêu trên, để thực hiện chức năng của mình, phân tích HQKD còn có thể sử dụng kết hợp với các phương pháp khác, như: phương pháp thang điểm, phương pháp kinh nghiệm, phương pháp quy hoạch tuyến

tính, phương pháp sử dụng mô hình kinh tế lượng, phương pháp dựa vào ý kiến của các chuyên gia, phương pháp đồ thị, biểu đồ... Mỗi một phương pháp được sử dụng tùy thuộc vào mục đích phân tích và dữ liệu phân tích.

1.2.3. Tổ chức phân tích hiệu quả kinh doanh

Tổ chức phân tích HQKD là việc thiết lập các mối quan hệ qua lại giữa các đối tượng phân tích, phương pháp phân tích và nội dung phân tích để đánh giá được toàn diện HQKD của DN cũng như hiệu quả cụ thể của từng nguồn lực dùng cho sản xuất kinh doanh, từ đó chỉ ra những tiềm năng và biện pháp khai thác lợi thế sử dụng các nguồn lực nhằm tạo ra giá trị kinh tế cao nhất cho DN. Nội dung tổ chức phân tích HQKD bao gồm [6, tr 42-31]; [34, tr 112-114]:

- Giai đoạn chuẩn bị phân tích:

Đây là khâu quan trọng làm tiền đề cho quá trình phân tích, có ảnh hưởng quyết định đến chất lượng của thông tin phân tích. Công tác chuẩn bị bao gồm việc xây dựng chương trình (kế hoạch) phân tích và thu thập, xử lý tài liệu phân tích.

Xây dựng kế hoạch phân tích phải xác định rõ mục tiêu, nội dung phạm vi và mức độ phân tích cũng như thời gian tiến hành phân tích, phân công trách nhiệm phân tích và xác định hình thức tổ chức phân tích. Bên cạnh việc lập kế hoạch phân tích, cần phải tiến hành sưu tầm các tài liệu và thông tin liên quan đến kết quả HĐKD của DN cũng như của ngành, của lĩnh vực kinh doanh liên quan đến DN. Tài liệu phục vụ cho việc phân tích HQKD bao gồm toàn bộ hệ thống báo cáo tài chính của DN, cũng như các báo cáo quản trị, báo cáo chi tiết về tình hình thực hiện kế hoạch, dự toán các loại tài sản, nguồn vốn, các khoản chi phí, DT, thu nhập, các văn bản, nghị quyết của đại hội cổ đông, hội đồng quản trị DN... Các số liệu thu thập để phân tích phải được lấy trong nhiều kỳ kế toán. Mặt khác, để đảm bảo chất lượng phân tích thì các tài liệu thu thập để phân tích phải đảm bảo trung thực, chính xác, do vậy các thông tin sau khi thu thập cần được kiểm tra tính chính xác, tính hợp pháp, kiểm tra các điều kiện có thể so sánh được rồi mới sử dụng để tiến hành phân tích.

- Giai đoạn thực hiện phân tích:

Sau khi đã thu thập đầy đủ thông tin, số liệu cần thiết cho việc phân tích sẽ tiến hành vận dụng các phương pháp thích hợp để phân tích. Việc phân tích sẽ được tiến hành theo các bước sau:

+ Đánh giá khái quát tình hình:

Dựa vào chỉ tiêu phản ánh đối tượng nghiên cứu đã xác định theo từng nội dung phân tích, các nhà phân tích sử dụng phương pháp so sánh để đánh giá chung tình hình. Các chỉ tiêu được so sánh giữa kỳ phân tích với kỳ kế hoạch, giữa kỳ này với kỳ trước, giữa bản thân DN với các DN khác cùng ngành, cùng lĩnh vực hoặc thậm chí với tiêu chuẩn định mức của các nước tiên tiến trên thế giới. Từ đó, xác định chính xác kết quả, xu hướng phát triển và mối quan hệ biện chứng giữa yếu tố phản ánh HQKD.

+ Phân tích nhân tố ảnh hưởng và mức độ ảnh hưởng của từng nhân tố:

HQKD của DN chịu ảnh hưởng của rất nhiều nguyên nhân, có những nguyên nhân mà nhà phân tích có thể xác định được mức độ ảnh hưởng và có những nguyên nhân không thể xác định được mức độ ảnh hưởng của chúng đến sự biến động của đối tượng nghiên cứu. Những nguyên nhân mà các nhà phân tích có thể tính toán được, lượng hóa được mức độ ảnh hưởng đến đối tượng nghiên cứu gọi là nhân tố. Vì thế, sau khi đã xác định lượng nhân tố cần thiết ảnh hưởng đến đối tượng nghiên cứu, các nhà phân tích sẽ vận dụng phương pháp thích hợp (loại trừ, liên hệ cân đối, so sánh, toán kinh tế...) để xác định mức độ ảnh hưởng và phân tích thực chất ảnh hưởng của từng nhân tố đến sự thay đổi của đối tượng nghiên cứu. Trên cơ sở các định mức độ ảnh hưởng của từng nhân tố đến chỉ tiêu phân tích cần chỉ ra các nguyên nhân tác động đến HQKD của DN trong đó có những nguyên nhân chủ quan, nguyên nhân khách quan, nguyên nhân chủ yếu nguyên nhân thứ yếu, nguyên nhân tích cực, nguyên nhân tiêu cực. Đây chính là căn cứ quan trọng để đề xuất các kiến nghị, giải pháp.

+ Tổng hợp kết quả phân tích, rút ra nhận xét, kết luận :

Trên cơ sở kết quả tính toán, xác định ảnh hưởng của các nhân tố đến sự biến động của đối tượng nghiên cứu, các nhà phân tích cần tiến hành liên hệ, tổng hợp mức độ biến động của các nhân tố đến đối tượng nghiên cứu nhằm khắc phục tính rời rạc, tản mạn. Từ đó, rút ra các nhận xét, chỉ rõ những tồn tại, nguyên nhân dẫn đến thiếu sót, sai lầm; đồng thời, vạch ra các tiềm năng chưa được khai thác, sử dụng để có các quyết định phù hợp với mục tiêu đặt ra.

- Giai đoạn kết thúc phân tích:

Kết thúc phân tích là giai đoạn cuối cùng của hoạt động phân tích. Trong giai đoạn này, các nhà phân tích rút ra các kết luận phân tích và viết báo cáo phân tích, sau đó hoàn thiện hồ sơ phân tích. Báo cáo phân tích là bản tổng hợp những thông tin cơ bản và chọn lọc nhất rút ra từ quá trình phân tích. Kết thúc quá trình phân tích HQKD, cũng như các hoạt động phân tích khác, nhà phân tích cần hoàn thiện hồ sơ phân tích bao gồm tài liệu và sản phẩm từ quá trình phân tích, báo cáo phân tích tiến hành cất giữ và lưu trữ.

1.3 Đặc điểm phân tích hiệu quả kinh doanh trong các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán

1.3.1 Đặc điểm của công ty cổ phần niêm yết có ảnh hưởng đến phân tích hiệu quả kinh doanh

CTCP niêm yết là CTCP có chứng khoán được phép niêm yết trên sở GDCK. Mục đích của việc niêm yết chứng khoán là để huy động vốn dài hạn cho HĐKD. Ngoài ra, việc niêm yết chứng khoán sẽ giúp các công ty có thể dễ dàng huy động được một khối lượng vốn lớn với chi phí thấp vì công chúng đầu tư tin tưởng vào công ty niêm yết do tính thanh khoản của chứng khoán niêm yết cao hơn CTCP thường. Bên cạnh đó, việc niêm yết trên TTCK sẽ giúp nâng cao uy tín, hình ảnh của DN trên thị trường từ đó sẽ đem lại cho công ty các cơ hội thuận lợi trong kinh doanh. Tuy nhiên, công ty tham gia niêm yết phải tuân thủ chế độ báo cáo, chế độ công bố thông tin chặt chẽ hơn, dễ bị thâm tóm, sát nhập, quyền sở hữu dễ bị “pha loãng”. Về phía nhà nước, bên cạnh việc tạo điều kiện cho DN được phép niêm yết

trên TTCK nhưng vẫn phải bảo vệ nhà đầu tư và tạo dựng thị trường phát triển ổn định có độ tin cậy cao, nên các công ty muốn tham gia niêm yết trên TTCK phải đáp ứng được các điều kiện nhất định. Tùy thuộc vào trình độ phát triển kinh tế, chính sách phát triển thị trường và tương quan cung- cầu chứng khoán mà các tiêu chuẩn đó có thể khác nhau. Thông thường, các tiêu chuẩn niêm yết bao gồm tiêu chuẩn định lượng và định tính [2];[20]:

- *Về tiêu chuẩn định lượng*: Tiêu chuẩn này thường được xác định thông qua một số các tiêu chí sau:

+, *Quy mô công ty*: Quy mô công ty phải đủ lớn để tạo nên tính thanh khoản tối thiểu cho các chứng khoán của công ty. Quy mô công ty được xác định thông qua ba tiêu chí chính là vốn cổ phần, vốn cổ đông và tổng số chứng khoán bán ra. Tiêu chuẩn vốn cổ phần tùy theo từng thời kỳ mà có quy định khác nhau. Tiêu chuẩn về vốn cổ đông cũng có thể thay đổi theo từng thời kỳ và thường được yêu cầu cao hơn vốn cổ phần. Về tổng số chứng khoán bán ra thường xét theo kết quả báo cáo của ba năm gần nhất. Tổng số chứng khoán bán ra của năm cuối cùng phải lớn hơn tổng số chứng khoán bán ra BQ của hai năm trước.

+, *LN thu được từ vốn cổ phần*: Là số tiền lãi thu về trên vốn cổ phần, đây là tiêu thức quan trọng để làm tăng tính thanh khoản chứng khoán của công ty. Ở một số sở giao dịch quy định tiêu chuẩn về LN được đo bằng một con số cụ thể, một số sở giao dịch khác lại quy định tiêu chuẩn LN theo tỷ lệ phần trăm (%). Tại Việt Nam, theo Nghị định số 14/2007.NĐ-CP do Thủ tướng Chính phủ ký ngày 19/01/2007[9], sở giao dịch có thể sử dụng cả hai cách để xác định tiêu chuẩn này như tổng mức LN thu được trên vốn cổ phần trong 3 năm gần nhất phải nhiều hơn thu được từ tiền gửi có kỳ hạn 1 năm, LN thu được từ vốn cổ phần năm cuối cùng phải lớn hơn một số lần tỷ lệ lãi tiền gửi có kỳ hạn một năm.

+, *Tỷ lệ nợ trên vốn cổ phần*: Tỷ lệ này phải thấp hơn mức quy định, thể hiện công ty có tình hình tài chính lành mạnh. Tuy nhiên, không thể quy định tỷ lệ này

cho cả các công ty tài chính, ngân hàng, bảo hiểm, thuê mua vì hoạt động của họ khác với các công ty hoạt động sản xuất, kinh doanh.

+, Sự phân bố cổ đông: Điều kiện quy định số lượng và tỷ lệ cổ phiếu do các cổ đông thiểu số nắm giữ. Điều kiện này nhằm phân bổ cổ đông giúp tăng tính thanh khoản chứng khoán của công ty.

- Về tiêu chuẩn định tính: Điều kiện thứ nhất của tiêu chuẩn này thể hiện ở khả năng chuyển nhượng cổ phiếu nêu trong điều lệ công ty. Nếu công ty không nói lòng điều kiện chuyển nhượng cổ phiếu chặt chẽ đã quy định trong điều lệ công ty thì công ty không thể niêm yết. Điều kiện thứ hai là ý kiến của kiểm toán viên về bản báo cáo tài chính của công ty trong 3 năm gần nhất có đạt tiêu chuẩn hay không. Để đảm bảo sự trung thực của báo cáo tài chính công ty phải mời các kiểm toán viên độc lập bên ngoài.

1.3.2 Đặc điểm phân tích hiệu quả kinh doanh trong các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán

Như đã phân tích ở trên, CTCP niêm yết là những công ty có quy mô lớn, cổ phiếu được nắm giữ bởi số lượng lớn các cổ đông. HQKD của công ty không chỉ là mối quan tâm của các nhà quản lý công ty mà là mối quan tâm của đông đảo các cổ đông. Việc phân tích HQKD của công ty niêm yết rất có giá trị cho các nhà đầu tư khi đưa ra quyết định lựa chọn đầu tư. Chính vì vậy, phân tích hiệu quả của công ty niêm yết phải đặt trọng tâm vào việc cung cấp thông tin chính xác, minh bạch về hiệu quả sử dụng vốn cổ phần.

- Về nội dung phân tích: Khi phân tích HQKD của công ty niêm yết ngoài việc phân tích hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lợi của các nguồn lực giống như các DN khác còn đặc biệt phải chú trọng phân tích hiệu quả sinh lợi từ cổ phiếu công ty. Nội dung phân tích HQKD của các CTCP niêm yết cần tập trung vào các nội dung sau:

- *Phân tích hiệu quả hoạt động*: Để đánh giá hiệu quả hoạt động của công ty niêm yết cần phân tích các chỉ tiêu cơ bản phản ánh số vòng quay và thời gian quay vòng của các yếu tố đầu vào như: *vòng quay tổng tài sản, vòng quay TSCĐ, vòng quay tài sản dài hạn, vòng quay tài sản ngắn hạn, vòng quay HTK, vòng quay các khoản phải thu, vòng quay các khoản phải trả và thời gian quay vòng của từng chỉ tiêu này.*

- *Phân tích khả năng sinh lợi*: Để đánh giá khả năng sinh lợi cần phân tích các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi của các yếu tố cơ bản như: *hệ số khả năng sinh lời DT, hệ số khả năng sinh lời tổng tài sản, hệ số khả năng sinh lời VCSH, hệ số khả năng sinh lời vốn thường xuyên, hệ số khả năng sinh lời vốn cổ phần thường, hệ số khả năng sinh lời vốn đầu tư...*Cũng giống như các DN khác, nhóm chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi được đánh giá là nhóm chỉ tiêu quan trọng nhất để đánh giá HQKD của công ty niêm yết. Song, đặc điểm của công ty niêm yết là VCSH của công ty thuộc về các cổ đông, nên trong nhóm chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi cần phải tập trung đánh giá hiệu quả sử dụng vốn đặc biệt là các chỉ tiêu hệ số khả năng sinh lợi của VCSH, hệ số khả năng sinh lợi vốn cổ phần thường, hệ số khả năng sinh lợi của vốn đầu tư của các chủ sở hữu.

- *Phân tích hiệu quả sinh lợi của cổ phiếu công ty*: Trong nhóm chỉ tiêu này tập trung phân tích khả năng sinh lời từ việc đầu tư vào cổ phiếu của công ty như: *Lãi cơ bản trên cổ phiếu (EPS), mức chi trả cổ tức so với LN cổ phiếu (DPT), mức cổ tức trên mỗi cổ phiếu (DPS), mức cổ tức so với giá thị trường của cổ phiếu (DYR), hệ số giá so với LN cổ phiếu (P/E), hệ số giá thị trường so với giá trị sổ sách (P/B).* Đây là nhóm chỉ tiêu được các nhà đầu tư đặc biệt quan tâm. Khi phân tích các chỉ tiêu này cần so sánh với hiệu quả đầu tư theo các hình thức khác như gửi tiết kiệm, đầu tư trái phiếu, kỳ phiếu, so sánh với tỷ lệ lạm phát... để đánh giá được hiệu quả đầu tư thực và khả năng cạnh tranh trong việc thu hút vốn đầu tư vào cổ phiếu công ty so với các hình thức đầu tư khác.

- Về phương pháp phân tích: Khi phân tích HQKD của công ty niêm yết, các nhà phân tích có thể sử dụng các phương pháp như phương pháp so sánh, phương pháp loại trừ, phương pháp Dupont... Tuy nhiên, đối với các công ty niêm yết trên TTCK tính cạnh tranh rất cao, HQKD của công ty phải được so sánh với các DN khác. Nên khi sử dụng phương pháp so sánh trong phân tích HQKD của công ty niêm yết, các nhà phân tích ngoài việc so sánh chỉ tiêu phân tích theo thời gian cần phải ý so sánh HQKD của công ty với các công ty khác trên thị trường có cùng lĩnh vực, ngành nghề kinh doanh hay quy mô để làm nổi bật vị thế, tính cạnh tranh của công ty so với các công ty khác.

- Về tổ chức phân tích: Công ty niêm yết là những công ty có quy mô lớn, HĐKD đa dạng, phức tạp, rất nhiều đối tượng quan tâm đến HQKD của công ty. Bởi vậy, việc phân tích kinh doanh nói chung, phân tích HQKD nói riêng phải được tổ chức khoa học. Mỗi công ty cần phải tổ chức bộ phận phân tích riêng, có đội ngũ cán bộ phân tích chuyên trách có chuyên môn cao về phân tích kinh doanh nói chung và phân tích HQKD nói riêng. Hoạt động phân tích HQKD cần phải tiến hành thường xuyên và định kỳ để kịp thời cung cấp thông tin. Đặc biệt thông tin về HQKD ngoài việc cung cấp cho nhu cầu quản lý công ty, cho nhu cầu quản lý theo quy định của nhà nước cần phải được cung cấp công khai công khai, minh bạch và thuận tiện cho nhà đầu tư có thể tra cứu.

1.4 Kinh nghiệm phân tích hiệu quả kinh doanh trong các CTCP tại các nước trên thế giới và bài học kinh nghiệm cho Việt Nam.

1.4.1 Kinh nghiệm phân tích hiệu quả kinh doanh trong các công ty cổ phần niêm yết tại một số nước trên thế giới

Phân tích HQKD là một trong những nội dung trọng tâm trong phân tích HĐKD của DN. Thông tin phân tích HQKD có ý nghĩa hết sức quan trọng với các đối tượng liên quan như nhà quản lý, nhà đầu tư, ngân hàng, người cho vay... Chính vì vậy, nội dung này được các nhà phân tích trên thế giới hết sức coi trọng. Trong

phần này, luận án xin đưa ra một số kinh nghiệm phân tích HQKD của một số các nước như Anh, Mỹ, Nhật Bản và Trung Quốc.

**** Tại Anh***

Anh là một nước có nền kinh tế phát triển, ở đó chuyên ngành kế toán tài chính, phân tích kinh doanh đã phát triển ở mức đỉnh cao. Anh nổi tiếng với nhiều hội nghề nghiệp với các chương trình đào tạo về kế toán, kiểm toán có uy tín lớn trên toàn thế giới. Trong đó phải kể đến, Hiệp hội Kế toán Công chứng ACCA (The Association of Chartered Certified Accountants) ra đời năm 1904 tại London, Anh Quốc là hội nghề nghiệp quốc tế lớn nhất và phát triển nhanh nhất thế giới trong ngành kế toán-kiểm toán. Trong chương trình đào tạo cấp chứng chỉ của ACCA nội dung phân tích HĐKD nói chung hay phân tích HQKD được đưa vào giảng dạy trong học phần P3 “*Phân tích kinh doanh*” [40], ngoài ra trong học phần F5 “*Quản lý hiệu quả hoạt động nâng cao*” [41], cũng đề cập đến các nội dung về phân tích HQKD. Ngoài ra, còn có Hiệp hội Kế toán Quản trị Công chứng Anh Quốc CIMA (Chartered Institute of Management Accountants) được thành lập năm 1919, chương trình đào tạo của CIMA về quản trị tài chính và quản trị chiến lược được chấp nhận rộng rãi trên toàn cầu. Trong chương trình đào tạo này, trong học phần F2 “*Quản lý tài chính*” [43] cũng đưa ra nội dung phân tích tài chính và phân tích HQKD của các DN. Về cơ bản, nội dung phân tích tài chính và phân tích HQKD đề cập trong 2 chương trình đào tạo này đều có những điểm giống nhau. Theo đó, nội dung phân tích HQKD được tiến hành như sau:

- *Về phương pháp phân tích*: Phân tích tài chính nói chung hay phân tích HQKD tại Anh chủ yếu sử dụng phương pháp phân tích tỷ số (ratio analysis). Đây là kỹ thuật phân tích quan trọng nhất được sử dụng trong phân tích tài chính nói chung hay phân tích HQKD nói riêng. Phân tích tỷ số bao gồm:

+ Phân tích xu hướng hay phân tích theo thời gian (inter-temporal or trend analysis): Là việc so sánh các chỉ tiêu phân tích theo thời gian của cùng một DN để biết HQKD của DN tăng hay giảm so với thời gian trước. Việc phân tích này có thể

gặp một số hạn chế như bản chất HĐKD của các năm thay đổi, thay đổi chính sách kế toán, thay đổi giá trị tiền tệ, lạm phát, các gói ưu đãi của chính phủ...

+ Phân tích ngang (cross- sectional analysis): Là việc so sánh các chỉ tiêu phân tích của DN với các DN khác trong cùng ngành, cùng lĩnh vực để thấy được HQKD của mình so với trung bình của ngành hay của lĩnh vực là tốt hay xấu. Tuy nhiên, việc phân tích này cũng gặp một số hạn chế như sự thiếu thông tin cho việc so sánh. Việc xác định DN nào có đặc điểm tương tự giống mình để so sánh là khó khăn, và hơn nữa cũng khó có thể thu thập được đầy đủ thông tin về họ để so sánh. Mặt khác, giữa các DN có thể trong cùng ngành nhưng cũng khác nhau về mức độ hoạt động, về chính sách tài chính, chính sách kế toán, chính sách sản xuất và tiêu thụ, chính sách ưu đãi của chính phủ.

- *Về chỉ tiêu phân tích*: Các chỉ tiêu phân tích HQKD bao gồm 3 nhóm chỉ tiêu chính là: khả năng sinh lợi và thu nhập; hiệu suất hoạt động và hiệu quả đầu tư của cổ đông.

@. Nhóm chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi và thu nhập

Khả năng sinh lợi là nhóm chỉ tiêu đầu tiên được các nhà phân tích xem xét khi đánh giá HQKD của DN, khi phân tích nhóm chỉ tiêu này cho biết HĐKD chính của công ty đem lại LN hay thua lỗ và khoản LN hay lỗ của năm nay lớn hơn hay nhỏ hơn năm trước. Tại Anh, các chỉ tiêu thường được sử dụng để đánh giá khả năng sinh lợi là: chỉ tiêu phản ánh *khả năng sinh lợi của vốn sử dụng (ROCE)* và *khả năng sinh lợi VCSH (ROE)*. Tuy nhiên, chỉ tiêu ROCE được các nhà phân tích tại Anh sử dụng nhiều hơn và đánh giá cao hơn chỉ tiêu ROE khi phân tích quả kinh doanh.

- *Khả năng sinh lợi của vốn sử dụng (ROCE)*: Khi đánh giá khả năng sinh lợi của công ty không thể không xem xét khả năng tạo ra LN từ số vốn đã sử dụng, chỉ tiêu này được tính như sau:

$$+ \text{Khả năng sinh lợi vốn sử dụng (ROCE)} = \frac{\text{LN trước thuế và lãi vay (EBIT)}}{\text{Vốn sử dụng (capital employed)}} \quad (1.29)$$

Trong đó: Vốn sử dụng được tính bằng vốn đầu tư của cổ đông cộng với các khoản nợ và vay dài hạn hoặc được tính bằng tổng tài sản trừ đi nợ ngắn hạn, đây chính là nguồn vốn có tính chất ổn định mà DN sử dụng vào hoạt động sản xuất kinh doanh.

Khi phân tích ROCE nhà phân tích so sánh:

+ So sánh sự thay đổi của ROCE năm nay so với năm trước

+ So sánh với ROCE của DN khác.

+ So sánh ROCE với tỷ lệ vay vốn trên thị trường. Việc so sánh này để xem xét khả năng sinh lợi từ vốn sử dụng của công ty có cao hơn vốn vay không, và xem liệu việc vay vốn có thực sự cần thiết không vì chẳng công ty nào đi vay vốn nếu LN từ vốn vay chỉ đủ để trả tiền lãi vay. Song, nếu tỷ lệ sinh lời của công ty đã cao hơn lãi vay vốn thì liệu công ty đã khai thác hết lợi thế cạnh tranh để có thể tăng tỷ lệ này hay không.

Sau đó nhà phân tích có thể phân tích ROCE chi tiết hơn, bằng cách sử dụng công thức Dupont:

$$+ \text{Khả năng sinh lợi vốn sử dụng (ROCE)} = \frac{\text{LN trước thuế và lãi vay (EBIT)}}{\text{DT (Sales)}} \times \frac{\text{DT (Sales)}}{\text{Vốn sử dụng (capital employed)}} \quad (1.30)$$

$$\text{ROCE} = \frac{\text{Hệ số LN trên DT (Profit margin)}}{\text{Vòng quay của vốn sử dụng}} \quad (1.31)$$

Theo công thức trên, ROCE phụ thuộc vào 2 nhân tố

+ Hệ số LN trên DT cho biết bao nhiêu đồng LN được tạo ra từ một đồng DT hàng bán, hệ số LN trên DT càng cao thì khả năng sinh lời của vốn sử dụng càng cao.

+ Hệ số vòng quay của vốn sử dụng cho biết vốn sử dụng của DN tạo ra DT như thế nào. Hệ số vòng quay vốn sử dụng càng lớn thì khả năng sinh lợi càng cao. Hệ số vòng quay vốn sử dụng còn có thể đo bằng số lần quay vòng của vốn trong kỳ. Số vòng quay vốn sử dụng càng lớn thì khả năng sinh lợi càng cao.

- *Khả năng sinh lợi của vốn cổ đông (ROE)*: chỉ tiêu này sử dụng hạn chế hơn chỉ tiêu khả năng sinh lợi của vốn sử dụng, nó được tính bằng:

$$ROE = \frac{LN \text{ sau thuế và cổ tức ưu đãi}}{VCSH} \quad (1.32)$$

Chỉ tiêu này không được sử dụng rộng rãi ở Anh, vì có nhiều chỉ tiêu đánh giá hiệu quả của VCSH hơn chỉ tiêu này như EPS, mức cổ tức trên mỗi cổ phần...

@ *Nhóm chỉ tiêu phản ánh hiệu suất*: Nhóm chỉ tiêu này bao gồm các chỉ tiêu là *số ngày thu tiền BQ*, *vòng quay HTK* và *số ngày trả tiền BQ*. Trong đó chỉ tiêu số ngày thu tiền BQ được tính theo công thức sau:

$$\text{Số ngày thu tiền BQ} = \frac{\text{Các khoản phải thu thương mại} \times 365 \text{ ngày}}{DTT} \quad (1.33)$$

Trong đó, các khoản phải thu chỉ bao gồm các khoản phải thu thương mại, không phải là tổng số khoản phải thu trên bảng cân đối kế toán, nó không bao gồm các khoản ứng trước và các phải thu không mang tính chất thương mại, do vậy tử số của chỉ tiêu này thường do nhà phân tích ước tính mà không phải dựa trên số liệu kế toán.

Các chỉ tiêu này không chỉ phản ánh hiệu suất sử dụng mà còn phản ánh khả năng thanh khoản nên khi phân tích chỉ tiêu này thường được xếp trong nhóm phản ánh khả năng thanh khoản chứ không trình bày thành một nhóm chỉ tiêu riêng.

@ *Nhóm chỉ tiêu phản ánh hiệu quả đầu tư của cổ đông (Shareholders investment ratios)*

Theo các nhà phân tích tại Anh, hiệu quả đầu tư vào các CTCP đã được niêm yết trên TTCK không chỉ dừng lại ở những số liệu kế toán công bố mà nó phải được xem xét theo giá trên thị trường. Tại Anh, để đánh giá hiệu quả đầu tư của cổ đông sử dụng các chỉ tiêu như: *Thu nhập trên của cổ phần thường (EPS- Earning per share)*, *mức cổ tức trên mỗi cổ phiếu (DPS- Dividend per share)*, *mức LN cổ phiếu so với cổ tức (Dividend cover)*, *hệ số giá so với LN cổ phiếu (P/E)*, *mức cổ tức so với giá trị trường của cổ phiếu (DYR- dividend yield ratio)*.

*** Tại Mỹ**

Mỹ là một nước có nền kinh tế thị trường phát triển khá năng động, phân tích hoạt động kinh doanh nói chung, phân tích HQKD nói riêng được coi là một công cụ quan trọng cung cấp thông tin cho người sử dụng để đánh giá hoạt động DN, và rất được coi trọng tại Mỹ. Hiệp hội đầu tư và phân tích tài chính Mỹ là nơi đào tạo và cấp chứng chỉ phân tích tài chính chuyên nghiệp (CFA) được có uy tín cao trên toàn thế giới. Trong học phần 3 nghiên cứu về phân tích báo cáo tài chính (*Financial reporting and analysis*) [44] có giới thiệu rất đầy đủ về phân tích báo cáo tài chính nói chung và HQKD nói riêng. Hay trong tác phẩm của các nhà khoa học Mỹ như “*Understanding the Financial Score*” của Henry E. Riggo (2007) [49] hay “*Business analysis valuation using financial statements*” của Palepu, K.G, Healy, P.M, Bernard V.L (1999) [53] cũng giới thiệu rất đầy đủ các nội dung về phân tích tài chính và phân tích HQKD tại Mỹ. Qua đó, có thể khái quát một số đặc điểm phân tích HQKD tại Mỹ như sau:

- *Về phương pháp phân tích*: việc phân tích tài chính nói chung và phân tích HQKD tại Mỹ chủ yếu sử dụng các phương pháp phân tích sau.

+ Phân tích tỷ số (ratio analysis): đây là kỹ thuật phân tích căn bản và quan trọng nhất được sử dụng. Căn cứ vào các số liệu trên các báo cáo tài chính để xác định các tỷ số đánh giá HQKD của DN.

+ Phân tích so sánh (Comparison analysis): sau khi đã thiết lập được các tỷ số phân tích, các tỷ số này sẽ được so sánh xu hướng theo thời gian giữa các năm (analysis trend), thời gian sử dụng so sánh từ 5 đến 10 năm. Đồng thời, số liệu phân tích sẽ được so sánh với các DN khác tương tự và so sánh với số liệu BQ của ngành. Tại Mỹ, các chỉ tiêu BQ của ngành có thể do tổ chức dịch vụ thương mại như Dun & Bradstreet hoặc Robert Morris hoặc thông qua các hiệp hội thương mại cung cấp. Có những trường hợp các DN khó có thể gộp chung để xác định tiêu chuẩn ngành, các nhà phân tích có thể đưa ra tiêu chuẩn riêng cho họ bằng cách tính toán các tỷ lệ trung bình của các công ty chủ đạo trong cùng ngành. Việc so sánh xu hướng và so sánh với ngành có thể được biểu thị trên các đồ thị để minh họa cụ thể hơn.

+ Phân tích Dupont: các tỷ số ROA, ROE được biến đổi thành tích các tỷ số có quan hệ mật thiết với nhau để phân tích.

- *Về chỉ tiêu phân tích:* Các chỉ tiêu được sử dụng để phân tích HQKD bao gồm 2 nhóm chỉ tiêu:

+ *Nhóm chỉ tiêu phản ánh hiệu suất hoạt động:* nhóm chỉ tiêu này đánh giá khả năng sử dụng các nguồn lực kinh tế của đơn vị, nhóm chỉ tiêu này được thể hiện qua các chỉ số phản ánh vòng quay và thời gian quay vòng của các đối tượng. Trong nhóm này có các chỉ tiêu: *Vòng quay các khoản phải thu (receivables turnover)*, *kỳ trả tiền BQ (days of sale outstanding)*, *vòng quay HTK (inventory turnover)*, *số ngày HTK quay 1 vòng (days of inventory on hand)*, *vòng quay khoản phải thu (payable turnover)*, *kỳ thu tiền BQ (number of days of payable)*, *vòng quay tổng tài sản (total asset turnover)*, *vòng quay TSCĐ (fixed asset turnover)*, *vòng quay vốn hoạt động (working capital turnover)*. Trong các nhóm chỉ tiêu phân tích trên chỉ tiêu phản ánh vòng quay HTK và vòng quay các khoản phải thu được coi là chỉ tiêu quan trọng để đánh giá hiệu suất hoạt động.

+ *Nhóm chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi:* Để phản ánh giá khả năng sinh lợi của DN, các nhà phân tích Mỹ thường sử dụng chỉ tiêu *hệ số khả năng sinh lợi của DT*: chỉ số này cho biết một đơn vị DT tạo ra bao nhiêu đơn vị LN. Để tính toán chỉ tiêu này lấy LN so với DT. LN để tính chỉ tiêu này có thể là LN gộp nên được gọi là *tỷ suất lãi gộp (gross profit margin)*, hoặc là LN ròng nên được gọi là *tỷ suất LN ròng (net income margin)*. *Hệ số khả năng sinh lợi tài sản (ROA)*, tỷ số này có thể tính theo LN ròng sau thuế hoặc LN trước thuế tùy theo mục đích phân tích. *Hệ số khả năng sinh lợi vốn cổ phần (ROE)*, *hệ số khả năng sinh lợi vốn đầu tư*.

*** Tại Nhật Bản:**

Nhật Bản là một trong những quốc gia phát triển nhất thế giới với nền kinh tế đa dạng dựa trên công nghệ tiên tiến. Cũng giống như các nước phát triển, phân tích HĐKD là một công cụ không thể thiếu, trong đó việc phân tích HQKD luôn được các nhà quản lý, nhà đầu tư, nhà cung cấp tín dụng tại Nhật Bản quan tâm. Các chỉ

số được sử dụng để đánh giá HQKD của CTCP niêm yết tại Nhật Bản bao gồm nhóm chỉ số phản ánh khả năng hoạt động và khả năng sinh lợi. Trong đó, nhóm chỉ số phản ánh hiệu quả hoạt động bao gồm 3 chỉ số: *Chỉ số phản ánh vòng quay HTK*, *chỉ số phản ánh vòng quay khoản phải thu* và *chỉ số phản ánh vòng quay tổng tài sản*. Nhóm chỉ số phản ánh khả năng sinh lợi bao gồm 3 chỉ số: *Chỉ số phản ánh biên LN (tính theo LN gộp hoặc LN ròng)*, *chỉ số phản ánh khả năng sinh lợi tổng tài sản (ROA)* và *chỉ số phản ánh khả năng sinh lợi VCSH (ROE)* [51]. Khi phân tích các chỉ số này sẽ được so sánh theo thời gian và so sánh với chỉ số của DN khác cùng ngành hay cùng quy mô. Tuy nhiên, các chỉ số này có nhiều khác biệt so với Mỹ do cấu trúc thể chế, khuôn khổ pháp lý và các nguyên tắc kế toán [51]

Cơ cấu tổ chức của các DN tại Nhật khác biệt so với Mỹ và các nước khác trên thế giới. Từ sau Chiến tranh thế giới lần thứ 2, các *keiretsu* phát triển rộng trong các tổ chức tài chính ở Nhật. Một *keiretsu* gồm nhiều công ty thành viên xoay quanh một định chế tài chính (thường là một ngân hàng). Định chế tài chính vừa là cổ đông lớn của các công ty thành viên thuộc tập đoàn, vừa đóng vai trò cấp tín dụng hoặc đảm bảo tính thanh khoản cho các công ty thành viên. Cũng như các Chaebol Hàn Quốc, các *keiretsu* tại Nhật Bản nhận được nhiều sự ưu ái từ chính phủ. Hiện tại, Nhật Bản có 6 tập đoàn *keiretsu* công nghiệp lớn và 11 tập đoàn quy mô nhỏ hơn. Doanh số của các *keiretsu* này chiếm khoảng 25% doanh số của tất cả các công ty Nhật Bản, giá trị vốn hóa thị trường của chúng chiếm khoảng 78% tổng giá trị vốn hóa của TTCK Tokyo [50]. Điều đó tạo nên sự khác biệt trong quản lý vốn kinh doanh của các DN tại Nhật Bản so với các nước khác trên thế giới. Các *keiretsu* giúp các công ty có thể duy trì bầy tài chính cao hơn so với các công ty độc lập khác và so với các công ty tại Mỹ. Bởi vậy, chỉ số ROE của các công ty tại Nhật Bản thường cao hơn tại Mỹ [50],[51]

Bên cạnh đó, sự khác biệt về phương pháp kế toán áp dụng cũng ảnh hưởng đến các chỉ số phản ánh HQKD. Theo Trung tâm Phân tích và Nghiên cứu Tài chính Quốc tế (CIFAR), sự khác biệt quan trọng nhất trong các chính sách kế toán của các quốc gia có ảnh hưởng đến các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi đó là: Sự

khác biệt trong phương pháp tính khấu hao TSCĐ; sự khác biệt trong phương pháp hợp nhất HĐKD của công ty ở nước ngoài và trong nước; sự khác biệt trong phương pháp ghi nhận lãi, lỗ ngoại tệ và sự khác biệt trong việc sử dụng các quỹ dự trữ [42]. Tại Nhật Bản, các công ty thường sử dụng phương pháp khấu hao lũy tiến, trong khi đó tại Mỹ các công ty thường sử dụng phương pháp khấu hao đường thẳng. Phương pháp khấu hao lũy tiến sẽ cho phép các công ty thu hồi vốn đầu tư trong thời gian ngắn, do vậy thu nhập thấp và tài sản quay vòng nhanh hơn phương pháp đường thẳng, làm cho chỉ số ROA của các công ty Nhật Bản thường thấp hơn của Mỹ. Về phương pháp hợp nhất kinh doanh, tại Mỹ sử dụng phương pháp vốn chủ để hợp nhất các HĐKD ở trong nước và nước ngoài, trong khi đó tại Nhật Bản sử dụng kết hợp phương pháp giá gốc và phương pháp vốn chủ, với các công ty có ít nhất một công ty con thuộc sở hữu đa số sẽ phải áp dụng phương pháp vốn chủ, còn không sẽ áp dụng phương pháp giá gốc. Sự khác biệt này dẫn đến sự khác biệt trong việc ghi nhận khoản lãi đầu tư và giá trị tài sản nên các chỉ số ROA, ROE sẽ khác nhau. Về phương pháp ghi nhận lãi, lỗ ngoại tệ, hầu hết các công ty tại Nhật Bản ghi nhận trên tài khoản đặc biệt và phản ánh trên bảng cân đối kế toán, trong khi đó các công ty của Mỹ điều chỉnh khoản lãi, lỗ này vào báo cáo kết quả kinh doanh điều đó làm ảnh hưởng đến các chỉ số ROA, ROE. Về việc sử dụng các quỹ, tại Nhật Bản các công ty phải trích lập tối thiểu 25% giá trị vốn chủ cho các quỹ với các mục đích mở rộng hoạt động; nghiên cứu và phát triển; quỹ phúc lợi hưu trí, nghiên cứu mở rộng thị trường... Việc trích lập và sử dụng các quỹ sẽ làm giảm LN và dẫn đến giảm các chỉ số ROA và ROE so với các công ty của Mỹ.

****Tại Trung Quốc***

Từ năm 1990, với tư tưởng đổi mới và mở cửa nền kinh tế theo cơ chế thị trường dưới định hướng xã hội chủ nghĩa, trong Đại Lục mở cửa sàn GDCK là Thượng Hải và Thâm Quyển. Cổ phiếu niêm yết trên sàn GDCK của Trung Quốc được chia thành 2 loại là không thể giao dịch và có thể giao dịch. Trong đó cổ phiếu không thể giao dịch bao gồm: Cổ phiếu thuộc sở hữu của chính phủ, cổ phiếu thuộc sở hữu của pháp nhân và cổ phiếu thuộc sở hữu của người lao động và các cá nhân

khác. Còn cổ phiếu có thể giao dịch bao gồm 3 loại: Cổ phiếu A, cổ phiếu B, cổ phiếu H. Các cổ phiếu A được niêm yết trên Sàn GDCK Thượng Hải hoặc Thẩm Quyền trong Đại lục, mệnh giá niêm yết theo đồng nhân dân tệ và chỉ cho phép nhà đầu tư nội địa. Công ty phát hành cổ phiếu A lập báo cáo tài chính theo nguyên tắc kế toán chung trong nước. Cổ phiếu B cũng được niêm yết trong Đại lục nhưng niêm yết bằng đô la Mỹ trên Sàn GDCK Thượng Hải hoặc đô la Hồng Kông trên Sàn GDCK Thẩm Quyền và cho phép nhà đầu tư nước ngoài. Công ty niêm yết cổ phiếu B phải lập báo cáo tài chính theo chuẩn mực báo cáo quốc tế và chuẩn mực kế toán quốc tế. Cổ phiếu H được niêm yết trên sàn GDCK Hồng Kông, New York, London hoặc Singapore. Công ty niêm yết cổ phiếu H có thể tuân thủ theo chuẩn mực kế toán quốc tế hoặc chuẩn mực kế toán của Hồng Kông. Mặt khác, mặc dù Hồng Kông đã được trả lại Trung Quốc và là khu vực hành chính đặc biệt từ năm 1997, nhưng hệ thống luật pháp của Hồng Kông giống Anh hơn Trung Quốc. Hệ thống luật pháp này bảo vệ cho các cổ đông thiểu số và ảnh hưởng rất lớn đến quản trị công ty và từ đó ảnh hưởng đến HQKD của các công ty niêm yết. Sự khác biệt về chuẩn mực kế toán và hệ thống luật pháp áp dụng dẫn đến chỉ tiêu tài chính cũng như chỉ tiêu đánh giá HQKD của các cổ phiếu công ty A, B và H có nhiều đặc điểm khác nhau.

Phân tích hiệu quả kinh tế tại các công ty niêm yết ở Trung Quốc tập trung vào 2 nội dung chính là hiệu quả hoạt động của các nguồn lực và khả năng sinh lợi [47, tr.53-80]. Để đánh giá hiệu quả hoạt động của các nguồn lực tập trung phân tích các chỉ tiêu như *vòng quay tổng tài sản, vòng quay HTK, thời gian HTK quay 1 vòng, vòng quay khoản phải thu, vòng quay các khoản phải trả*. Bên cạnh đó các nhà phân tích còn sử dụng chỉ số phản ánh hiệu quả sử dụng lao động thông qua hai chỉ tiêu là *hiệu quả sử dụng lao động tính theo DT thực (sales efficiency)*, được xác định bằng tổng DT thực chia cho tổng số lao động. Trong đó, DT thực được tính bằng DT trên sổ kế toán chia cho chỉ số giá cả tiêu dùng Hay chỉ tiêu phản ánh *hiệu sử dụng lao động tính theo LN ròng thực (net income efficiency)*, được xác định bằng LN ròng thực chia cho tổng số lao động. Trong đó, LN ròng thực được xác định bằng LN ròng trước thuế chia cho chỉ số giá tiêu dùng. Bằng cách sử dụng DT thực và LN

ròng thực để tính toán chỉ tiêu đánh giá hiệu quả sử dụng lao động đã loại trừ được yếu tố lạm phát ảnh hưởng đến hiệu quả của công ty.

Các chỉ tiêu phân tích khả năng sinh lợi [54] tập trung vào các chỉ tiêu chủ yếu như *hệ số khả năng sinh lời của tài sản (ROA)*, *hệ số khả năng sinh lợi của VCSH (ROE)*, *hệ số khả năng sinh lợi vốn vay*, *hệ số LN biên trên tài sản ròng*, *hệ số lợi nhuận biên trên lãi vay*, *hệ số LN biên trên DT*. Trong đó hệ số ROA và ROE là 2 chỉ tiêu được sử dụng phổ biến nhất để đánh giá mức độ thành công của công ty trên thị trường.

1.4.2 Bài học kinh nghiệm về phân tích hiệu quả kinh doanh cho các công ty cổ phần niêm yết tại Việt Nam

TTCK Việt Nam đang trong giai đoạn đầu phát triển, để thị trường phát triển bền vững cần hội tụ nhiều yếu tố, trong đó việc minh bạch các thông tin của công ty niêm yết đặc biệt thông tin về HQKD là một trong những nhân tố góp phần tạo lập sân chơi công bằng cho nhà đầu tư, bảo đảm sự phát triển thị trường. Phân tích HQKD cần phải đánh giá đúng hiệu quả hoạt động của DN thông qua việc phân tích hiệu quả sử dụng các nguồn lực tài chính và khả năng tạo ra LN từ các nguồn lực này. Qua việc nghiên cứu kinh nghiệm phân tích HQKD trong các CTCP niêm yết trên TTCK của một số nước phát triển, trong đó có các nước mà đặc điểm phát triển kinh tế, xã hội rất gần gũi với Việt Nam như Trung Quốc, từ đó có thể rút ra một số kinh nghiệm cho Việt Nam như sau:

- *Thứ nhất*, việc phân tích tài chính nói chung, phân tích HQKD nói riêng phụ thuộc rất nhiều vào chuẩn mực kế toán áp dụng, khuôn khổ pháp lý, cũng như điều kiện kinh tế- xã hội của mỗi quốc gia. Do vậy, để thông tin phân tích HQKD của các công ty niêm yết tại Việt Nam được đánh giá chính xác, thông tin phân tích có thể so sánh với các nước khác trên thế giới thì trước hết cần phải hoàn thiện chuẩn mực kế toán cũng như luật pháp theo thông lệ quốc tế.

- *Thứ hai*, khi phân tích HQKD của các công ty bên cạnh việc so sánh chỉ tiêu giữa các năm, việc so sánh chỉ tiêu phân tích với các DN khác trong cùng ngành, cùng

lĩnh vực hoặc với số BQ của ngành, của lĩnh vực kinh doanh là hết sức quan trọng. Tuy nhiên, bản thân công ty không thể tự mình xây dựng được số liệu BQ của ngành, của lĩnh vực. Bởi vậy, việc hỗ trợ của nhà nước trong việc xây dựng mô hình phân tích chuẩn và cung cấp số liệu BQ của ngành, của lĩnh vực kinh doanh là hết sức cần thiết.

- *Thứ ba*, hoạt động phân tích tài chính hay phân tích HĐKD phải được tổ chức chuyên nghiệp, đội ngũ phân tích phải được đào tạo cập nhật những kiến thức và kỹ thuật phân tích tiên tiến của thế giới.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 1

Phân tích HQKD là một nội dung quan trọng trong phân tích HĐKD, cung cấp thông tin về hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lời của DN. Phân tích HQKD giúp người sử dụng thông tin có được một cái nhìn đầy đủ nhất về năng lực hoạt động, khả năng tạo ra LN cũng như tiềm năng mà DN có thể đạt được. Trong nội dung của chương này đã làm rõ các vấn đề lý luận sau:

- Hệ thống hoá và làm rõ quan điểm về HQKD và các chỉ tiêu phân tích HQKD;
- Trình bày các vấn đề liên quan đến nội dung phân tích, phương pháp và tổ chức phân tích HQKD trong các DN;
- Khái quát hoá và chỉ rõ đặc điểm của các công ty niêm yết trên TTCK và ảnh hưởng của các đặc điểm đó đến phân tích HQKD trong các công ty này;
- Đưa ra kinh nghiệm phân tích HQKD trong các CTCP niêm yết tại các nước trên thế giới và bài học cho Việt Nam.

Trong mỗi nội dung trình bày tác giả đều đã tổng hợp, hệ thống hoá các quan điểm nghiên cứu khác nhau, bình luận, nhận xét và đưa ra các quan điểm của cá nhân mình.

CHƯƠNG 2

THỰC TRẠNG PHÂN TÍCH HIỆU QUẢ KINH DOANH TRONG CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

2.1 Tổng quan về hệ thống công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

2.1.1 Lịch sử hình thành và phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam

Sự ra đời và phát triển của TTCK là một đòi hỏi tất yếu của nền kinh tế thị trường. Ở các nước phát triển, TTCK đã ra đời và phát triển từ rất lâu, nó được xem là một thể chế tài chính bậc cao, là một kênh dẫn vốn không thể thiếu cho nền kinh tế.

Giai đoạn trước những năm 1975, tại Việt Nam vấn đề thành lập TTCK đã được nhiều học giả trong và ngoài nước quan tâm. Bằng nhiều nỗ lực của Chính quyền Việt Nam Cộng Hoà đến ngày 16/02/1973 Thủ tướng Chính phủ Việt Nam Cộng Hoà đã ký Sắc lệnh số 027SL/Th/PC2 về TTCK và các quy định có liên quan đến ngành môi giới chứng khoán. Công việc triển khai xây dựng TTCK Việt Nam đang được tiến hành thì ngày 30/4/1975 Chính quyền Sài Gòn sụp đổ, đề án thành lập TTCK của Việt Nam không thành công dưới chế độ cũ.

Giai đoạn sau năm 1975 đến năm 2000, kể từ khi mô hình kế hoạch hoá tập trung bao cấp của Liên Xô và các nước Đông Âu bị sụp đổ, nhận thức được vai trò quan trọng của TTCK với nền kinh tế thị trường, Chính phủ đã bắt đầu hoạch định để xây dựng TTCK ở Việt Nam. Trong Văn kiện Đại hội Đại biểu toàn quốc lần thứ IX, Đảng và Nhà nước ta đã chủ trương: “Thúc đẩy sự hình thành, phát triển và từng bước hoàn thiện các loại thị trường theo định hướng xã hội chủ nghĩa, đặc biệt quan tâm tới các thị trường quan trọng nhưng chưa có hoặc sơ khai như thị trường lao động, TTCK, thị trường bất động sản, thị trường khoa học và công nghệ” [16, tr.100]. Với nhiều nỗ lực để hình thành TTCK ở Việt Nam, ngày 20 tháng 7 năm 2000, Trung tâm GDCK Thành phố Hồ Chí Minh, TTCK tập trung đầu tiên của Việt Nam đã được khai trương và chính thức giao dịch vào ngày 28/7/2000 với hai loại cổ phiếu REE và SAM với tổng số vốn là 270 tỷ đồng và một vài trái phiếu chính phủ. Sự ra đời của TTCK Việt Nam là một sự kiện đánh dấu bước phát triển mới trong quá trình đổi mới kinh tế và hội nhập quốc tế.

Giai đoạn 2000-2005, được coi là giai đoạn khởi động của TTCK. Trong 5 năm đầu tiên, sự xuất hiện của TTCK không thực sự thu hút được sự quan tâm của đông đảo

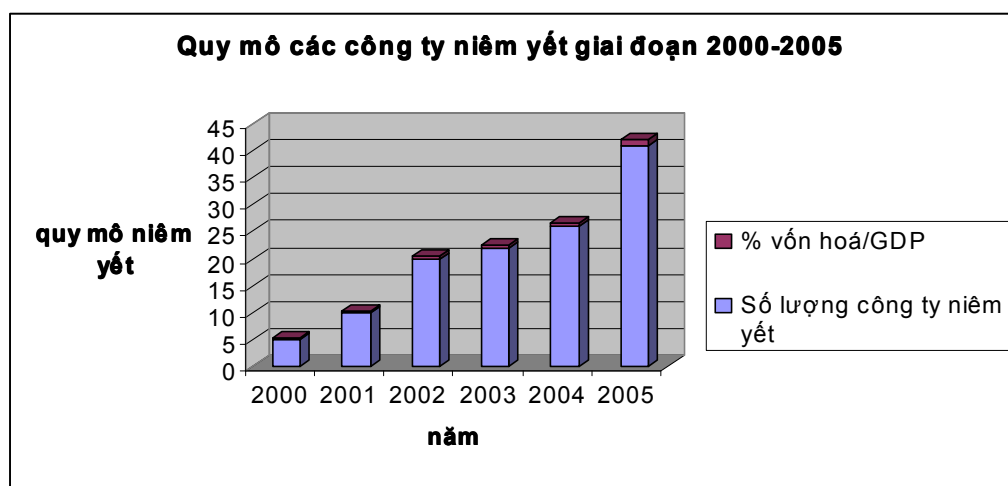
công chúng. Ngày 8/3/2005, Trung tâm GDCK Hà Nội được thành lập. Thị trường trong giai đoạn này luôn trong trạng thái buồn tẻ, oè uột, loại trừ cơn sốt vào năm 2001 thì trong 5 năm này, chỉ số VN-Index lúc cao nhất chỉ là 300 điểm và thấp nhất xuống đến 130 điểm. Trong giai đoạn này, quy mô của thị trường còn nhỏ, theo thống kê của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước tính đến hết năm 2005, tổng giá trị TTCK Việt Nam đạt gần 40.000 tỷ đồng, chiếm 1,21% tổng thu nhập quốc nội (GDP). Lý do sự kém phát triển của TTCK trong giai đoạn này là do có quá ít hàng hoá, các DN niêm yết nhỏ, không nổi tiếng, không hấp dẫn được nhà đầu tư trong nước.

BẢNG 2.1: Quy mô công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2000-2005

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Số lượng công ty niêm yết	5	10	20	22	26	41
% vốn hoá/GDP	0,24	0,21	0,49	0,48	0,55	1,21

(Nguồn: UBCK Nhà nước)

Có thể thấy tốc độ phát triển của TTCK trong giai đoạn này qua sự gia tăng số lượng của các công ty niêm yết cũng như sự tăng trưởng tỷ lệ vốn hoá thông qua hình ảnh trực quan sau:



(Nguồn: UBCK Nhà nước)

BIỂU ĐỒ 2.1: Quy mô của các công ty niêm yết trên TTCK giai đoạn 2000-2005

Giai đoạn 2006-2010, TTCK Việt Nam tăng trưởng nhanh so với các năm trước đây. Sự kiện nổi bật tác động đến TTCK Việt Nam là việc Việt Nam đã chính thức

gia nhập Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO). Ngay sau khi vòng đàm phán cuối cùng của Việt Nam gia nhập WTO về nguyên tắc kết thúc, TTCK Việt Nam bắt đầu có tín hiệu theo chiều hướng đi lên bằng việc hàng loạt các cổ phiếu tăng giá nhưng mức độ tăng chưa cao. TTCK Việt Nam chỉ thực sự bùng nổ vào năm 2007. Luật Chứng khoán có hiệu lực thi hành từ 1/1/2007 là bước đột phá mới của TTCK Việt Nam trong việc thu hút các tổ chức đầu tư nước ngoài. Luật Chứng khoán ra đời góp phần thúc đẩy thị trường phát triển và tăng cường khả năng hội nhập vào thị trường tài chính quốc tế, tính công khai, minh bạch của tổ chức niêm yết được tăng cường. Cũng trong năm 2007, Trung tâm GDCK Thành phố Hồ Chí Minh thực hiện chuyển đổi thành Sở GDCK Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) nhằm tạo sự chủ động hơn trong công tác quản lý đã góp phần thúc đẩy thị trường phát triển. Những tác động tích cực của chính sách vĩ mô về phát triển TTCK đã tạo đà tăng trưởng cho TTCK trong năm này. Trong năm 2007, tổng số công ty niêm yết tăng lên gần 200 công ty trên cả 2 sàn, tỷ lệ vốn hoá của thị trường đạt khoảng 20 tỷ USD gần tương đương 30% GDP. Cũng trong năm này, chỉ số VN-Index đã có lúc đã đạt đỉnh kỷ lục 1.170,67 điểm. Tuy nhiên, sang đến năm 2008, ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính trên toàn thế giới cùng với sự sụt giảm của TTCK thế giới nói chung TTCK Việt Nam cũng giảm mạnh. Đồng thời những tin tức không mấy khả quan về nền kinh tế trong nước như lạm phát, chính sách thắt chặt tiền tệ. Bên cạnh, đó lượng cung ngày càng tăng do vậy mà TTCK năm 2008 đã giảm mạnh, đến tháng 6/2008 VN- Index đã giảm mất 550,52 điểm tương đương 59,77%. Sang đầu năm 2009, TTCK vẫn tiếp tục đi xuống, TTCK Việt Nam bị coi là thị trường có mức hạ tụt nhất châu Á. Trong suốt năm 2009 và 2010 TTCK luôn trong tình trạng phập phồng, những tin xấu của nền kinh tế đã tác động không nhỏ đến sự phát triển của TTCK. Lạm phát leo thang, khủng hoảng kinh tế ở các EU, những bất ổn kinh tế chính trị ở Hàn Quốc, Trung Đông làm những ảnh hưởng xấu đến TTCK lớn trên thế giới, TTCK Việt Nam cũng không nằm ngoài lệ. Tuy nhiên, số lượng các công ty niêm yết trong 2 năm vẫn không ngừng gia tăng, cho đến hết tháng 10/2010 đã có

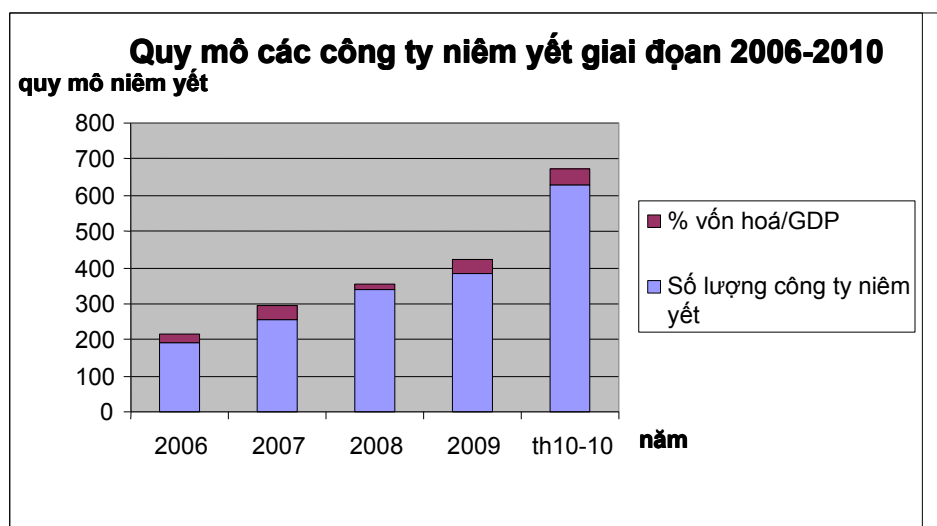
hơn 600 công ty niêm yết trên cả 2 sàn Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh với mức vốn hóa toàn thị trường đạt 620 nghìn tỷ đồng, tương đương 38% GDP.

Nhìn lại giai đoạn từ năm 2006-2010, mặc dù thị trường có nhiều biến động nhưng giai đoạn này được xem là giai đoạn tăng tốc của thị trường với sự tăng trưởng đột phá. Tỷ lệ vốn hóa/GDP vượt xa so với chiến lược phát triển của thị trường đến năm 2010 ở mức 10-15% GDP mà chính phủ đã phê duyệt trong chiến lược phát triển TTCK trong Quyết định số 163/2003/QĐ-TTg ban hành ngày 5/8/2003 [37]

**BẢNG 2.2: Quy mô công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam trong
giai đoạn 2006-2010**

	2006	2007	2008	2009	11/2010
Số lượng công ty niêm yết	193	253	338	385	635
% vốn hoá/GDP	22,7	43	17,5	38	40

(Nguồn: UBCK Nhà nước)



(Nguồn: UBCK Nhà nước)

**BIỂU ĐỒ 2.2: Quy mô của các công ty niêm yết trên TTCK
giai đoạn 2006-2010**

Với quy mô thị trường trong giai đoạn này, số lượng công ty chứng khoán và người đầu tư cũng tăng trưởng mạnh. Nếu như năm 2000 với 6 công ty chứng khoán với vốn điều lệ trung bình không quá 50 tỷ đồng thì đến cuối năm 2009 cả nước đã có 105 công ty chứng khoán vốn điều lệ trung bình 175 tỷ đồng, trong đó có những công ty vốn lớn trên 1.000 tỷ đồng như Công ty CP chứng khoán Sài Gòn (SSI) 1.533 tỷ đồng, Công ty Chứng khoán Ngân hàng Á Châu (ACBS) 1.500 tỷ đồng... Ngoài những con số cụ thể rất ấn tượng đó, về phương diện vĩ mô, sự hình thành và phát triển TTCK thể hiện nền kinh tế của nước ta đã và đang chuyển đổi nhanh chóng sang cơ chế thị trường.

Có thể thấy những kết quả đạt được sau 10 năm TTCK hình thành và phát triển khá rõ nét, song ngay trong những giai đoạn thị trường tăng trưởng mạnh nhất vẫn bộc lộ những hạn chế như tính thanh khoản của thị trường thấp dẫn đến mất cân đối cung cầu làm giá cả biến động thất thường. Sự tăng trưởng của thị trường chưa bắt nguồn từ động cơ tích cực khi nhà đầu tư còn mang tính “bầy đàn”, đầu tư theo đám đông, chạy theo phong trào, thị trường thiếu vắng các nhà đầu tư chuyên nghiệp có kiến thức đầy đủ. Hệ thống các tổ chức trung gian hỗ trợ cho hoạt động của thị trường còn nhiều hạn chế, khung pháp lý của thị trường còn nhiều bất cập khi mà Luật Chứng khoán đã ban hành song chưa đầy đủ ở một số hành vi như giao dịch khống, giao dịch tín dụng, giao dịch các sản phẩm phái sinh...

Trong giai đoạn phát triển từ nay đến năm 2020, TTCK tiếp tục là kênh dẫn vốn đầu tư cho nền kinh tế. Mục tiêu chiến lược phát triển TTCK giai đoạn 2011-2020 là phát triển về quy mô, chất lượng hoạt động, duy trì trật tự an toàn cho thị trường. Bên cạnh đó, chú trọng việc mở rộng phạm vi, tăng cường hiệu quả quản lý, giám sát thị trường; bảo vệ quyền lợi và lợi ích hợp pháp của người đầu tư; nâng cao khả năng cạnh tranh và hội nhập thị trường tài chính quốc tế. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) đặt nhiệm vụ trọng tâm năm 2010-2011 là tái cấu trúc thị trường và hoàn thiện cơ chế hoạt động.

Về định hướng chiến lược phát triển TTCK Việt Nam [37], dự kiến năm 2015, quy mô vốn hóa thị trường đạt 65-70% GDP và đến năm 2020 quy mô vốn hóa thị trường đạt

90-100% GDP. Với định hướng chung đó TTCK củng cố và hoàn thiện hoạt động đảm bảo sự phát triển bền vững và lành mạnh. Hay nói cách khác thị trường cần đạt chuẩn mực chung của một TTCK hiệu quả với độ tin cậy của số liệu thông tin trên thị trường; thị trường có tính thanh khoản cao góp phần hình thành giá cả hợp lý, năng lực các công ty chứng khoán đảm bảo sự tín nhiệm.

Để phát triển TTCK, điều thiết yếu là cần phát triển “cung” và “cầu” hàng hoá cho thị trường. Trong đó, “cung” hàng hoá thực chất liên quan tới hoạt động phát hành và niêm yết chứng khoán của các tổ chức kinh tế trên thị trường. Các quy định về niêm yết chứng khoán luôn được thay đổi cho phù hợp với điều kiện trong từng thời kỳ. Theo bà Vũ Thị Kim Liên- Phó Chủ tịch Uỷ Ban chứng khoán cho biết định hướng trước mắt phát triển hàng hóa cho TTCK Việt Nam: “Hàng hoá cung cấp cho thị trường một mặt phải dồi dào, phong phú, với số lượng đáp ứng nhu cầu của thị trường, mặt khác còn phải đáp ứng yêu cầu về chất lượng để giảm thiểu những rủi ro có thể có đối với các nhà đầu tư và đối với thị trường. Do đó, đối với việc chào bán chứng khoán ra công chúng, trong thời gian tới sẽ tiếp tục duy trì một số điều kiện tối thiểu về quy mô vốn và hiệu quả sản xuất kinh doanh nhằm một tạo ra phân khúc thị trường, đối với các DN quá nhỏ, chưa có hiệu quả có thể tìm đến các quỹ đầu tư, các định chế tài chính trung gian để giải quyết nhu cầu về vốn, mặt khác sẽ khuyến khích các DN có triển vọng chào bán chứng khoán ra công chúng” [26, tr 12]

2.1.2 Tình hình phát triển của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

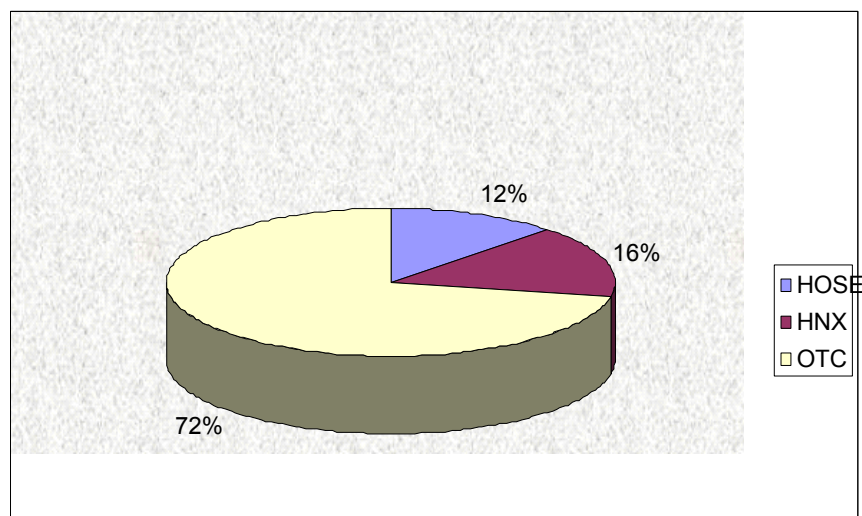
Sau 10 năm hoạt động, từ lúc chỉ có vài DN niêm yết, tính đến hết tháng 10/2010 trên cả hai sàn TP HCM và Hà Nội đã có hơn 600 công ty niêm yết. Từ lúc vốn hóa chỉ đạt 0,28% GDP năm 2000, đến hết tháng 10/2010 hiện TTCK Việt Nam có mức vốn hóa khoảng 38 tỷ USD, chiếm khoảng 40% GDP, trong đó, tổng giá trị danh mục của khối nhà đầu tư nước ngoài đạt 7,6 tỷ USD. Có thể thấy được quy mô của các công ty niêm yết tính đến tháng 10/2010 trên cả 2 sàn như sau:

**BẢNG 2.3: Số lượng các công ty niêm yết theo ngành tại 2 sàn HOSE và HNX
tính đến hết tháng 10/2010**

DANH SÁCH NGÀNH	HOSE				HNX			
	Số DN	Tỷ trọng theo số Dn	MỨC VỐN HÓA (Tr.VNĐ)	Tỷ trọng theo mức vốn hoá	Số DN	Tỷ trọng theo số Dn	MỨC VỐN HÓA (Tr.VNĐ)	Tỷ trọng theo mức vốn hoá
Sản xuất Nông - Lâm - Ngư nghiệp	5	0,79%	45.424.775	8,87%	0	0,00%	0	0,00%
Khai khoáng	10	1,57%	14.211.522	2,78%	18	2,83%	15.108.876	2,95%
Tiện ích cộng đồng	12	1,89%	10.905.867	2,13%	8	1,26%	1.683.174	0,33%
Xây dựng và BĐS	64	10,08 %	1.152.110	0,23%	105	16,54%	1.197.868	0,23%
Sản xuất công nghiệp	106	16,69 %	152.153.223	29,72%	120	18,90%	14.868.573	2,90%
Vận tải và kho bãi	23	3,62%	13.895.383	2,71%	22	3,46%	4.610.118	0,90%
Công nghệ - Truyền thông	6	0,94%	16.774.255	3,28%	23	3,62%	878.504	0,17%
Tài chính và bảo hiểm	16	2,52%	171.985.792	33,59%	28	4,41%	25.677.812	5,01%
Dịch vụ chuyên môn - Khoa học - Kỹ thuật	1	0,16%	102.000	0,02%	6	0,94%	518.114	0,10%
Dịch vụ hỗ trợ - Dịch vụ xử lý và tái chế rác thải	0	0,00%	0	0,00%	3	0,47%	58.615	0,01%
Dịch vụ hỗ trợ (hành chính, du lịch, kiểm định..)	0	0,00%	0	0,00%	3	0,47%	58.615	0,01%
Nghệ thuật và dịch vụ giải trí	2	0,31%	1.107.254	0,22%	0	0,00%	0	0,00%
Dịch vụ lưu trú và ăn uống	3	0,47%	7.258.297	1,42%	1	0,16%	176.453	0,03%
Dịch vụ khác	0	0,00%	0	0,00%	1	0,16%	107.000	0,02%
Thương mại (Bán sỉ và bán lẻ)	27	4,25%	10.530.805	2,06%	22	3,46%	1.579.800	0,31%
Tổng	275	43,31 %	445.501.283	87,01%	360	56,69%	66.523.522	12,99%

(Nguồn: Theo số liệu thống kê của Vietstock)

Có thể thấy số lượng các công ty niêm yết trên TTCK trong tổng số các công ty phát hành chứng khoán ra công chúng qua biểu đồ 2.3:

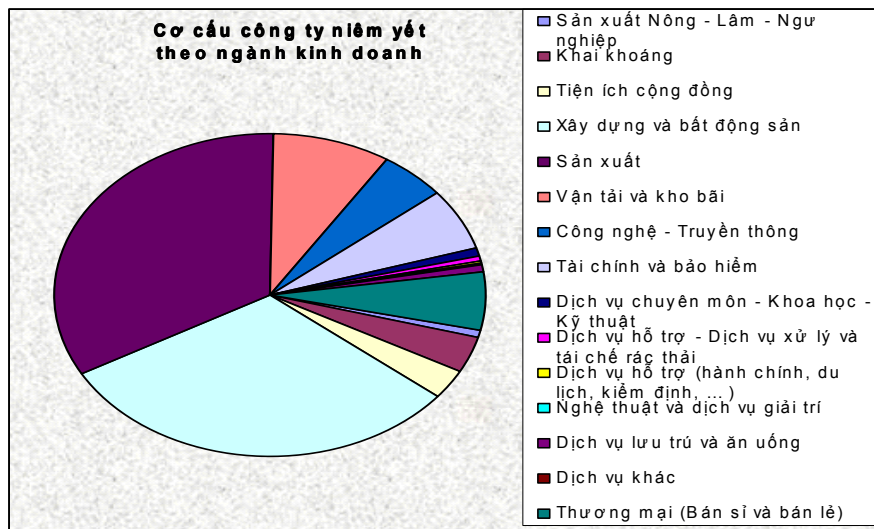


(Nguồn: Theo số liệu thống kê của Vietstock)

BIỂU ĐỒ 2.3: Tỷ trọng công ty niêm yết trong tổng số công ty phát hành chứng khoán

Như vậy, mặc dù số lượng các công ty niêm yết liên tục tăng nhưng quy mô các công ty niêm yết trên thị trường còn khá khiêm tốn, so với tổng số các công ty OTC còn quá nhỏ, trên cả 2 sàn mới chỉ chiếm 28% trong tổng số các công ty đã phát hành chứng khoán ra công chúng. Để đạt được mức độ vốn hoá thị trường từ 90%-100% GDP vào năm 2015 như chiến lược phát triển thị trường đã dự định thì số lượng và quy mô của công ty cần phải tăng lên rất nhiều.

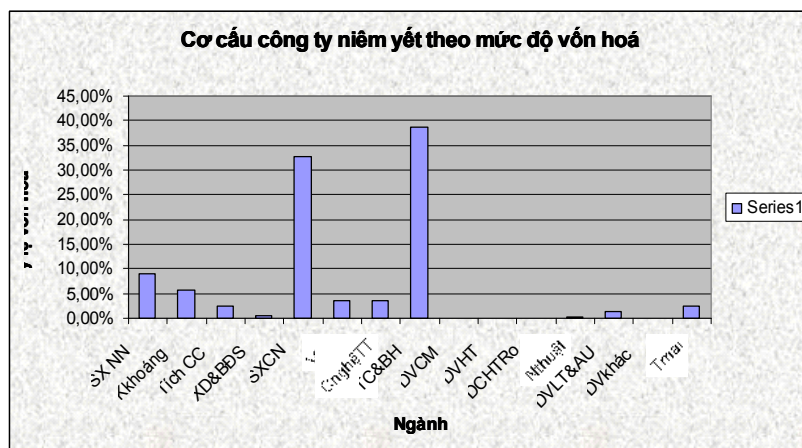
Theo như biểu đồ 2.4 minh họa cơ cấu của công ty niêm yết theo ngành kinh doanh, thì các công ty trong lĩnh vực sản xuất chiếm tỷ trọng lớn nhất tổng số 226 công ty trong số 635 công ty niêm yết chiếm tỷ lệ 36%, sau đó là các công ty xây dựng và kinh doanh bất động sản tổng số 169 công ty chiếm tỷ lệ 27%. Các công ty tài chính bảo hiểm, vận tải kho bãi, thương mại có số lượng các công ty niêm yết cũng không nhiều mỗi ngành này chiếm khoảng 7%-8%. Các ngành cung cấp dịch vụ như dịch vụ chuyên môn, khoa học, hỗ trợ hành chính du lịch, xử lý tái chế rác thải, nghệ thuật vui chơi, giải trí chiếm tỷ lệ rất nhỏ, tổng số các công ty cung cấp dịch vụ 20 công ty trong tổng số 635 công ty niêm yết chỉ chiếm tỷ lệ 3%



(Nguồn: Theo số liệu thống kê của Vietstock)

BIỂU ĐỒ 2.4: Cơ cấu các công ty niêm yết theo ngành kinh doanh

Tuy nhiên, nếu xem xét các công ty niêm yết theo mức độ vốn hóa theo biểu đồ 2.5, thì nhóm các công ty tài chính và bảo hiểm chiếm có mức độ vốn hoá cao nhất chiếm 36,6%, điều này cũng dễ hiểu vì các công ty này đòi hỏi phải có vốn kinh doanh cao. Sau ngành tài chính và bảo hiểm, các DN trong lĩnh vực sản xuất công nghiệp có tỷ lệ vốn hoá cũng khá cao, chiếm tỷ lệ là 32,62%. Cung cấp dịch vụ và nghệ thuật giải trí là những ngành có tỷ lệ vốn hoá thấp nhất.



(Nguồn: Theo số liệu thống kê của Vietstock)

BIỂU ĐỒ 2.5: Cơ cấu công ty niêm yết theo mức độ vốn hoá

2.1.3 Đặc điểm tổ chức quản lý của các công ty cổ phần niêm yết trên TTCK Việt Nam

Tổ chức quản trị của các công ty niêm yết trên sở GDCK (hay trước đây là trung tâm GDCK) đều phải tuân thủ theo quy chế quản trị công ty do Bộ Tài chính ban hành kèm theo Quyết định số 12 ngày 13 tháng 3 năm 2007 của Bộ trưởng Bộ Tài chính [12]. Quy chế này được xây dựng theo quy định của Luật DN, Luật Chứng khoán và vận dụng những thông lệ quốc tế tốt nhất về quản trị công ty phù hợp với điều kiện của Việt Nam. Quy chế này quy định những nguyên tắc cơ bản về quản trị công ty để bảo vệ quyền và lợi ích hợp pháp của cổ đông, thiết lập những chuẩn mực về hành vi, đạo đức nghề nghiệp của các thành viên Hội đồng quản trị, Ban giám đốc, Ban kiểm soát và cán bộ quản lý của các công ty niêm yết. Về cơ cấu tổ chức các công ty thực hiện theo điều lệ công ty được xây dựng dựa trên điều lệ mẫu theo Quyết định số 15/2007/QĐ-BTC ban hành ngày 19 tháng 3 năm 2007 [13]. Theo điều lệ mẫu ban hành cho các CTCP niêm yết thì cơ cấu tổ chức quản lý công ty bao gồm: Đại hội đồng cổ đông, Hội đồng quản trị, Giám đốc hoặc Tổng giám đốc điều hành, Ban kiểm soát. Trong đó:

- Đại hội đồng cổ đông là cơ quan có thẩm quyền cao nhất của công ty. Đại hội cổ đông thường niên được tổ chức mỗi năm một lần. Đại hội đồng cổ đông thường niên quyết định những vấn đề theo quy định của pháp luật và điều lệ công ty, đặc biệt thông qua các báo cáo tài chính hàng năm và ngân sách tài chính cho năm tài chính tiếp theo. Các kiểm toán viên độc lập được mời tham dự đại hội để tư vấn cho việc thông qua các báo cáo tài chính hàng năm.

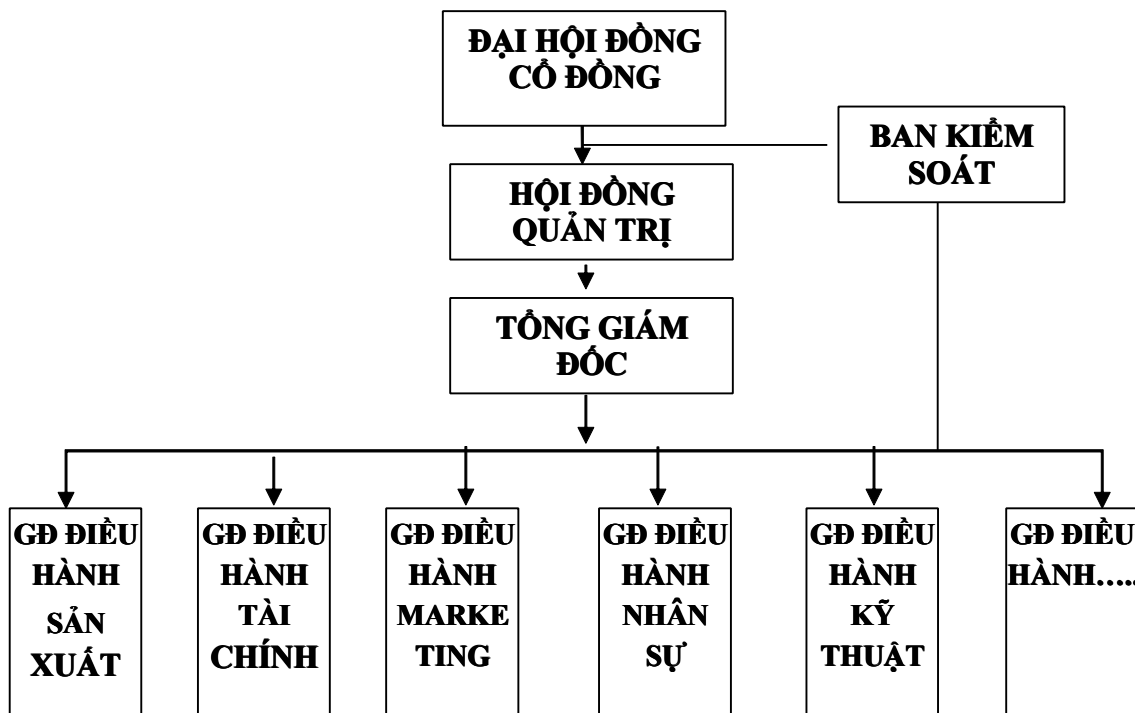
- Hội đồng quản trị: HĐQT và các công việc của Công ty phải chịu sự quản lý hoặc chỉ đạo thực hiện của Hội đồng quản trị. Hội đồng quản trị là cơ quan có đầy đủ quyền hạn để thực hiện tất cả các quyền nhân danh Công ty trừ những thẩm quyền thuộc về Đại hội đồng cổ đông. Đại hội đồng cổ đông hoặc Hội đồng quản trị phải lựa chọn trong số các thành viên Hội đồng quản trị để bầu ra một Chủ tịch và một Phó Chủ tịch. Trừ khi Đại hội đồng cổ đông quyết định khác, Chủ tịch Hội đồng quản trị sẽ không kiêm chức Tổng giám đốc điều hành của Công ty. Chủ tịch

Hội đồng quản trị kiêm nhiệm chức Tổng giám đốc điều hành phải được phê chuẩn hàng năm tại Đại hội đồng cổ đông thường niên.

- Công ty sẽ ban hành một hệ thống quản lý mà theo đó bộ máy quản lý sẽ chịu trách nhiệm và nằm dưới sự lãnh đạo của Hội đồng quản trị. Công ty có một Tổng giám đốc điều hành, một hoặc một số Phó tổng giám đốc điều hành và một Kế toán trưởng do Hội đồng quản trị bổ nhiệm. Tổng giám đốc điều hành và các Phó tổng giám đốc điều hành có thể đồng thời là thành viên Hội đồng quản trị, và được Hội đồng quản trị bổ nhiệm hoặc bãi miễn bằng một nghị quyết được thông qua một cách hợp thức. Theo đề nghị của Tổng giám đốc điều hành và được sự chấp thuận của Hội đồng quản trị, công ty được sử dụng số lượng và loại cán bộ quản lý cần thiết hoặc phù hợp với cơ cấu và thông lệ quản lý công ty do Hội đồng quản trị đề xuất tùy từng thời điểm.

- Công ty phải có Ban kiểm soát và Ban kiểm soát sẽ có quyền hạn và trách nhiệm theo quy định tại Điều 123 của Luật DN và Điều 44 của điều lệ này mẫu.

Có thể khái quát mô hình tổ chức quản lý các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam theo sơ đồ 2.1.



SƠ ĐỒ 2.1: Tổ chức bộ máy quản lý của CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam

2.2 Tình hình thực tế phân tích hiệu quả kinh doanh trong các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Để đánh giá thực trạng phân tích HQKD trong các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam, tác giả đã tiến hành khảo sát việc phân tích HQKD tại một số các công ty niêm yết trong các lĩnh vực sản xuất, thương mại, dịch vụ có tỷ lệ vốn hoá lớn. Việc khảo sát thực trạng phân tích được tiến hành chủ yếu trên các bản cáo bạch và báo cáo thường niên của các công ty niêm yết. Hai báo cáo này là nơi công bố công khai các thông tin quan trọng nhất của DN cho đông đảo các đối tượng quan tâm. Bởi vậy, tác giả đã chọn 2 báo cáo này là nguồn cung cấp thông tin chủ yếu cho việc khảo sát thực trạng phân tích HQKD tại các công ty niêm yết. Ngoài ra, trong quá trình khảo sát tác giả còn sử dụng các thông tin thu thập được từ các phòng (ban) kế hoạch tài chính, phòng (ban) kế hoạch thống kê, các báo cáo tài chính (đã được kiểm toán), báo cáo ban kiểm soát, báo cáo của hội đồng quản trị, báo cáo của ban giám đốc của các công ty niêm yết. Số lượng các công ty niêm yết được khảo sát là 50 công ty trong các lĩnh vực sản xuất, thương mại, dịch vụ có tỷ lệ vốn hoá lớn nhất trên cả 2 sàn HNX và HOSE đến hết tháng 10/2010. Danh sách các công ty lựa chọn để khảo sát theo phụ lục số 01. Các bản cáo bạch và báo cáo thường niên được thu thập từ website của các công ty niêm yết, công ty chứng khoán, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, Sở GDCK Hà Nội và TPHCM. Luận án tiến hành khảo sát cả về nội dung, phương pháp và tổ chức phân tích HQKD tại các CTCP niêm yết.

2.2.1. Thực trạng nội dung và chỉ tiêu phân tích hiệu quả kinh doanh

Qua kết quả khảo sát thực tế tại các công ty niêm yết cho thấy nội dung phân tích HQKD mà các công ty tiến hành chủ yếu là *phân tích năng lực hoạt động, phân tích khả năng sinh lợi và phân tích hiệu quả sinh lợi của cổ phiếu công ty..*

Khi chuẩn bị niêm yết trên sở GDCK, các công ty phải hoàn tất hồ sơ niêm yết và phải công khai các thông tin tài chính quan trọng trong bản cáo bạch, trong đó có thông tin về HQKD của công ty trong 2 năm gần nhất trước khi niêm yết. Trong bản cáo bạch mẫu ban hành theo Quyết định số 13/2007/QĐ-BTC “Ban hành mẫu bản

cáo bạch trong hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng và hồ sơ đăng ký niêm yết chứng khoán tại sở GDCK, trung tâm GDCK”, ngày 13 tháng 3 năm 2007[14], nội dung chính về HQKD mà các công ty phải trình bày là *năng lực hoạt động và khả năng sinh lợi* (phụ lục số 02). Theo hướng dẫn của bản cáo bạch mẫu, các công ty khi tiến hành phân tích HQKD đều tập trung vào 2 nội dung chính là phân tích năng lực hoạt động và phân tích khả năng sinh lợi. Tuy nhiên, mức độ phân tích cụ thể hay chi tiết tại mỗi công ty rất khác nhau.

BẢNG 2.4: Các chỉ tiêu phản ánh HQKD chủ yếu trình bày trong bản cáo bạch

Các chỉ tiêu	Năm (X-1)	Năm X	Ghi chú
Chỉ tiêu về năng lực hoạt động + Vòng quay HTK <u>GVHB</u> HTK BQ + DTT/Tổng tài sản			
Chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi + Hệ số LN sau thuế/DTT + Hệ số LN sau thuế/ VCSH + Hệ số LN sau thuế/ Tổng tài sản + Hệ số LN từ HĐKD/DTT			

(Trích mẫu bản cáo bạch trong hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng và hồ sơ đăng ký niêm yết chứng khoán tại sở GDCK, trung tâm GDCK- Quyết định số 13/2007/QĐ- BTC).

Sau khi đã được niêm yết, hàng năm công ty phải công bố công khai các thông tin về tình hình tài chính, hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trên báo cáo thường niên. Bộ Tài chính đã ban hành Thông tư 38/2007/TT-BTC, sau đó được thay thế bằng Thông tư 09/2010/TT-BTC "Hướng dẫn về việc công bố thông tin trên thị trường chứng khoán", ban hành ngày 15 tháng 1 năm 2010 [15], trong đó có đưa ra

những thông tin cần trình bày trong báo cáo thường niên (phụ lục số 03). Tuy nhiên, trong thông tư không hướng dẫn cụ thể nội dung cần trình bày về hiệu quả kinh doanh. Bởi vậy, thông tin phân tích về hiệu quả kinh doanh trình bày trên báo cáo thường niên của các công ty chủ yếu là khả năng sinh lợi. Một số công ty có trình bày nội dung phân tích năng lực hoạt động và hiệu quả sinh lợi của cổ phiếu công ty nhưng hết sức sơ sài.

2.2.1.1. Phân tích năng lực hoạt động

Theo các quy định về công bố thông tin của công ty niêm yết trên các bản cáo bạch và báo cáo thường niên, công ty phải cung cấp các thông tin phản ánh tình hình tài chính nói chung và HQKD của công ty nói riêng. Để phản ánh HQKD, trước tiên công ty phải trình bày các chỉ tiêu phản ánh năng lực hoạt động. Chỉ tiêu này cho biết khả năng sử dụng các nguồn lực của DN vào HĐKD, chỉ tiêu này cao thể hiện công ty sử dụng hiệu quả các nguồn lực, từ đó tạo tiền đề nâng cao HQKD. Tuy nhiên, qua khảo sát thực tế cho thấy việc phân tích năng lực hoạt động tại các công ty cũng hết sức đa dạng.

Qua kết quả khảo sát trên các bản cáo bạch, có khoảng 5% trong số các công ty được khảo sát không tiến hành phân tích năng lực hoạt động. Thậm chí có những công ty gần như chỉ photo điều lệ công ty và các báo cáo tài chính để đưa vào mà không có thêm bất cứ thông tin phân tích nào về tình hình tài chính cũng như HQKD của công ty như trường hợp của CTCP Phân đạm và Hoá chất dầu khí (với mã chứng khoán DPM). Hoặc có công ty phân tích khả năng sinh lợi mà không phân tích năng lực hoạt động như CTCP Khu Công nghiệp Tân Tạo (mã chứng khoán ITA). Khoảng 95% các công ty còn lại trình bày đúng theo mẫu quy định, nhưng cũng chỉ có khoảng 70% các công ty tiến hành phân tích 2 chỉ tiêu phản ánh năng lực hoạt động theo như hướng dẫn, các công ty còn lại phân tích các chỉ tiêu rất khác nhau (xem bảng 2.5).

BẢNG 2.5: Kết quả khảo sát thực tế về tỷ trọng các chỉ tiêu được các công ty sử dụng phân tích năng lực hoạt động

Chỉ tiêu	Bản cáo bạch	Báo cáo thường niên
1. Vòng quay hàng tồn kho	70(%)	05(%)
2. Vòng quay hàng tồn kho/Doanh thu thuần	02(%)	02(%)
3. Doanh thu thuần/Tổng tài sản	62(%)	02%
4. Vòng quay tổng tài sản	02(%)	05%
5. Vòng quay tài sản cố định	08(%)	02%
6. Vòng quay vốn lưu động	08(%)	02%
7. Vòng quay các khoản phải thu	12(%)	04%
8. Vòng quay các khoản phải trả	12(%)	10%
Tổng	95%	5%

(Nguồn do tác giả tổng hợp từ kết quả khảo sát).

Trong số công ty được khảo sát, CTCP Xuyên Thái Bình Dương (mã chứng khoán PAN) chỉ phân tích 2 chỉ tiêu “Số vòng quay các khoản phải thu” và “Số vòng quay TSCĐ”, Tổng CTCP Khoan & Dịch vụ Khoan dầu khí (mã chứng khoán PVD) công bố 5 chỉ tiêu (“Vòng quay tổng tài sản”, “Vòng quay tài sản cố định”, “Kỳ thu tiền bình quân”, “Kỳ trả tiền bình quân”, “Vòng quay hàng tồn kho”) hay như CTCP Traphaco (mã chứng khoán TRA) không hề phân tích và công bố năng lực hoạt động.

BẢNG 2.6: Chỉ tiêu phản ánh năng lực hoạt động của CTCP xuyên Thái Bình Dương (mã chứng khoán PAN).

Chỉ tiêu về năng lực hoạt động	30/9/2005	1/10/2005 đến 31/12/2005	9 tháng đầu năm 2006
- Vòng quay khoản phải thu (vòng)	18,16	2,61	6.04
- Vòng quay TSCĐ (Vòng)	6,46	2,32	5,59

(Nguồn: Trích Bản cáo bạch của CTCP Xuyên Thái Bình Dương, Phòng Kế hoạch - Tài chính)

Hay tại CTCP Hoàng Anh Gia Lai chỉ phân tích chỉ tiêu *DTT/Tổng tài sản* mà không trình bày chỉ tiêu phản ánh vòng quay HTK.

**BẢNG 2.7: Chỉ tiêu phản ánh năng lực hoạt động của
CTCP Hoàng Anh Gia lai (mã chứng khoán HAL)**

Chỉ tiêu về năng lực hoạt động	Năm 2006	Năm 2007	9 tháng đầu năm 2008
- DTT/tổng tài sản	0,38	0,23	0,26

(Nguồn: Trích bản cáo bạch của CTCP Hoàng Anh Gia Lai, Phòng Kế hoạch - Tài chính)

Một số công ty ngoài 2 chỉ tiêu trình bày theo yêu cầu còn trình bày thêm các chỉ tiêu khác như: *Vòng quay HTK/DTT*, *vòng quay tổng tài sản*, *vòng quay TSCĐ*, *vòng quay TSLĐ*, *vòng quay nợ phải thu*, *vòng quay nợ phải trả*. Như trên bản cáo bạch của CTCP Công nghệ CMC (mã chứng khoán CMG), các chỉ tiêu phản ánh năng lực hoạt động trình bày các chỉ tiêu phản ánh *vòng quay tổng tài sản*, *vòng quay TSCĐ*, *vòng quay TSLĐ*, *vòng quay các khoản phải thu*, *vòng quay các khoản phải trả* nhưng lại không phản ánh chỉ tiêu *vòng quay HTK*.

BẢNG 2.8: Chỉ tiêu phân tích năng lực hoạt động của CTCP Công nghệ CMC

Chỉ tiêu về năng lực hoạt động	Năm 2007	Năm 2008	30/9/2 009
- Vòng quay tổng tài sản (DTT/Tổng tài sản BQ)	1,14	1,20	1,58
- Vòng quay TSCĐ (DTT/TSCĐBQ)	55,09	15,14	11,46
- Vòng quay vốn l ưu động (DTT/TSLĐBQ)	1,18	1,5	2,12
- Vòng quay các khoản phải thu (DTT/Phải thu BQ)	2,54	3,24	4,14
- Vòng quay các khoản phải trả (DTT/Phải trả BQ)	5,6	6,44	13,51

(Nguồn: Trích bản cáo bạch của CTCP Công nghệ CMC, Phòng Kế hoạch - Tài chính).

Trên bản cáo bạch của CTCP Dược Hậu Giang (mã chứng khoán DHG) chỉ tiêu về năng lực hoạt động trình bày rất nhiều các chỉ tiêu như vòng quay

tổng tài sản, vòng quay tài sản dài hạn, vòng quay tài sản ngắn hạn, vòng quay các khoản phải thu, vòng quay các khoản phải trả...

BẢNG 2.9: Chỉ tiêu phân tích năng lực hoạt động của CTCP Dược Hậu Giang

Chỉ tiêu về năng lực hoạt động	Năm 2004	Năm 2005	Năm 2006
- Vòng quay tổng tài sản (DTT/Tổng TS) (lần)	2,05	8,59	1,8
- Vòng quay TSCĐ (DTT/TS dài hạn) (lần)	7,17	8,59	5,66
- Vòng quay vốn l ưu động (DTT/TS ngắn hạn) (lần)	2,88	2,43	2,63
- Vòng quay các khoản phải thu (DTT/Phải thu BQ)	12,74	9,08	7,07
- Vòng quay các khoản phải trả (DTT/Phải trả BQ)(lần)	3,69	3,89	3,67
- Vòng quay HTK (GVHB/HTK BQ) (lần)	4,00	2,94	3,43

(Nguồn: Trích bản cáo bạch của CTCP Dược Hậu Giang, Phòng Kế hoạch - Tài chính).

Bên cạnh đó, theo kết quả khảo sát trên các báo cáo thường niên của công ty niêm yết, có 6% các công ty không trình bày bất cứ chỉ tiêu nào phản ánh HQKD như CTCP GEMADEP (mã chứng khoán GMD). Đây là một CTCP lớn nhất trong lĩnh vực vận chuyển, nhưng trong báo cáo thường niên của công ty chỉ trình bày các báo cáo tài chính đã được kiểm toán, các chỉ tiêu phân tích tình hình tài chính và HQKD của công ty không được trình bày. Một số các công ty khác, trong phần báo cáo của Ban Giám đốc cũng chỉ đưa ra các chỉ tiêu phản ánh kết quả kinh doanh của DN trong kỳ. Hay trong trong báo cáo thường niên của CTCP Kinh Đô (mã chứng khoán KDC) trình bày rất cầu kỳ với rất nhiều thông tin quảng bá về DN nhưng chỉ có 2 chỉ tiêu phản ánh kết quả kinh doanh là *DTT và tổng LN trước thuế*. Hai chỉ tiêu này đơn thuần chỉ thể hiện kết quả kinh doanh của DN mà chưa thể hiện được HQKD, qua đó chưa thể đánh giá được hiệu quả hoạt động của công ty. Qua đó cho thấy, những công ty này chưa thực sự quan tâm đến việc cung cấp thông tin hữu ích cho người sử dụng, cũng như chưa nhận thức đúng đắn về tác dụng của việc quảng bá hình ảnh DN thông qua các chỉ tiêu tài chính và chỉ tiêu phản ánh HQKD. Trong số các công ty còn lại, nội dung phân tích về năng lực hoạt động không được các công ty quan tâm, chỉ có khoảng 5% các công

ty có phân tích các chỉ tiêu phản ánh năng lực hoạt động. Các chỉ tiêu chủ yếu được trình bày là: *vòng quay HTK, vòng quay khoản phải thu, vòng quay TSLĐ, vòng quay TSCĐ, vòng quay tổng tài sản, kỳ thu tiền, kỳ trả tiền.*

Mặt khác, không có sự thống nhất giữa các công ty khi tính các chỉ tiêu phản ánh năng lực hoạt động. Khi tính các chỉ tiêu phản ánh *vòng quay tài sản và HTK* hầu hết các công ty lấy giá trị mẫu số của chỉ tiêu là số cuối kỳ, chỉ có một vài công ty lấy mẫu số là số BQ của cả kỳ. Khi trình bày chỉ tiêu *vòng quay HTK* đặc biệt có công ty lấy giá trị tử số là DTT như tại Công ty Cao su Đồng Phú (mã chứng khoán DPR). Theo số liệu trình bày ở mục 1 phần III- Báo cáo của Ban giám đốc trong báo cáo thường niên của Công ty Cao su Đồng phú năm 2009:

$$\text{Vòng quay HTK} = \frac{DTT}{HTK} = 12,15 \quad (2.1)$$

Và công ty có giải thích là: Năm 2009 thành phẩm tồn kho của công ty là 39.476.886.041 đồng, quay khoảng 18 ngày 1 vòng.

(Nguồn: Trích báo cáo thường niên Công ty Cao su Đồng Phú năm 2009, Phòng Kế hoạch - Tài chính).

Qua cách tính của công ty cho thấy, thứ nhất công ty không hiểu bản chất của chỉ tiêu tính toán do đó tính toán chỉ tiêu không chính xác. Giá trị HTK sử dụng để tính chỉ tiêu này chỉ lấy giá trị của thành phẩm mà bỏ qua giá trị của các loại HTK khác như nguyên vật liệu, công cụ, dụng cụ, sản phẩm dở dang ... và tính theo giá gốc mà bỏ qua dự phòng giảm giá HTK. Thứ hai, để tính vòng quay HTK, tử số của chỉ tiêu phải là GVHB, đây là chỉ tiêu có quan hệ mật thiết với HTK chứ không thể dùng chỉ tiêu DTT như công ty đã tính. Thứ ba, là sau khi tính được trị số của chỉ tiêu công ty giải thích ý nghĩa của chỉ tiêu cũng không chính xác. Chỉ tiêu vòng quay HTK thể hiện số lần quay vòng của HTK trong kỳ chứ không phải là thời gian HTK quay được 1 vòng, còn nếu muốn xác định thời gian HTK quay được một vòng thì phải thể hiện qua chỉ tiêu:

$$\text{Thời gian quay 1 vòng của HTK} = \frac{\text{Số ngày trong kỳ}(30,90,360)}{\text{Số vòng quay của HTK}} \quad (2.2)$$

Có thể so sánh số liệu công ty đã tính về *vòng quay HTK* với số liệu được tính toán lại như sau:

BẢNG 2.10: So sánh chỉ tiêu phản ánh vòng quay HTK của Công ty Cao su Đồng Phú theo 2 cách tính

Số liệu công ty đã tính		Số liệu tính toán lại	
Vòng quay HTK (vòng)	12,15	Vòng quay HTK (vòng)	8,34
Thời gian quay 1 vòng HTK (ngày)	18	Thời gian 1 vòng quay HTK (ngày)	43,16

Trong đó số liệu tính lại được tính như sau:

$$\text{Vòng quay HTK} = \frac{GVHB}{HTK BQ} = \frac{414.850.230.557}{(38.431.800.755 + 60.958.415.786)/2} = 8,34$$

$$\text{Thời gian quay 1 vòng của HTK} = 360/8,34 = 43,16 \text{ (ngày)}$$

(Nguồn số liệu được tính từ báo cáo tài chính năm 2009 đã được kiểm toán của Công ty Cao su Đồng Phú)

Như vậy, kết quả tính toán vòng quay HTK của công ty đã công bố có sự sai lệch với số liệu thực tế rất nhiều và dẫn đến phản ánh sai lệch hiệu quả hoạt động của công ty.

Tóm lại, việc phân tích năng lực hoạt động tại các công ty niêm yết chưa có sự thống nhất về chỉ tiêu phân tích, về cách tính các chỉ tiêu, nhiều công ty chưa quan tâm đến việc phân tích năng lực hoạt động để qua đó phản ánh HQKD của mình. Phương pháp phân tích sử dụng trong phân tích năng lực hoạt động cũng chỉ dừng lại ở phương pháp so sánh các chỉ tiêu phân tích giữa các năm, chưa có những đánh giá, nhận xét, nêu

nguyên nhân ảnh hưởng đến các chỉ tiêu phân tích nên thông tin phân tích còn chung chung, chưa thể hiện đúng thực trạng năng lực hoạt động của DN.

2.2.1.2. Phân tích khả năng sinh lợi

Phân tích khả năng sinh lợi là nội dung quan trọng nhất trong phân tích HQKD. Bởi vậy, các công ty đều hết sức quan tâm đến nội dung phân tích này khi trình bày trên các bản cáo bạch và báo cáo thường niên. Theo kết quả khảo sát trên bản cáo bạch, 100% các công ty đều trình bày 3 chỉ tiêu: *hệ số LN sau thuế/DTT*, *LN sau thuế/tổng tài sản (ROA)* và *LN sau thuế/VCSH (ROE)*, riêng chỉ tiêu *LN từ HĐKD/DTT* chỉ có 94% các công ty trình bày. Bên cạnh đó, theo kết quả khảo sát trên các báo cáo thường niên, các công ty cũng chủ yếu tập trung trình bày 3 chỉ tiêu chính là *hệ số LN/DT*, *hệ số khả năng sinh lợi của tài sản (ROA)* và *hệ số khả năng sinh lợi của VCSH (ROE)*. Ngoài ra, một số các công ty còn trình bày thêm các chỉ tiêu: *hệ số LN sau thuế/vốn cố phân*, *hệ số LN sau thuế/vốn điều lệ*, *hệ số LN HĐKD/DTT*...

Kết quả khảo sát cũng cho thấy: Các chỉ tiêu phân tích khả năng sinh lợi mà các công ty sử dụng không giống nhau, thiếu thống nhất cả về cách gọi, cách tính, số lượng chỉ tiêu, ... Chẳng hạn, về tên gọi, với chỉ tiêu “*Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản*” nhưng có công ty gọi là “*Lợi nhuận sau thuế/tổng tài sản*” (VIC, KBC). Mặt khác, số lượng chỉ tiêu và nội dung phản ánh của các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi cũng khác nhau; chẳng hạn, CTCP Vincom (VIC) công bố 3 chỉ tiêu “*Lợi nhuận sau thuế/tổng tài sản*” và “*Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần*” và “*Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu*”; CTCP Dược Hậu Giang (DHG) công bố 3 chỉ tiêu (“*Tỷ suất lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần*”, “*Tỷ suất lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản*” và “*Tỷ suất lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu*”;... Cá biệt có công ty công bố 5 chỉ tiêu như CTCP Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC): “*Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản*”, “*Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu*”, “*Lợi nhuận gộp/Doanh thu thuần*”, “*Lợi nhuận trước thuế/Tổng doanh thu*” và chỉ tiêu “*Lợi nhuận sau thuế/Tổng doanh thu*” ...

BẢNG 2.11: Kết quả khảo sát thực tế về tỷ trọng các chỉ tiêu được các công ty sử dụng phân tích khả năng sinh lợi

Chỉ tiêu	Bản cáo bạch	Báo cáo thường niên
1. Hệ số lợi nhuận sau thuế/DTT	100%	78%
2. Hệ số lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản	100%	76%
3. Hệ số lợi nhuận từ hoạt động KD/DTT	95%	08%
4. Hệ số lợi nhuận sau thuế/VCSH	100%	100%
5. Hệ số lợi nhuận trước thuế/DTT	02%	16%
6. Hệ số lợi nhuận trước thuế/Tài sản	02%	08%
7. Hệ số lợi nhuận sau thuế/Vốn cổ phần	17%	08%
8. Hệ số lợi nhuận ròng/Vốn đầu tư của CSH	02%	00%
9. Hệ số lợi nhuận từ hoạt động KD/Tổng tài sản	02%	02%
Tổng	100%	94%

(Nguồn do tác giả tổng hợp từ kết quả khảo sát).

Cũng giống như nhóm chỉ tiêu phản ánh năng lực hoạt động, cách tính các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi tại các công ty cũng không có sự thống nhất. Khi tính các chỉ tiêu ROA và ROE, có công ty lấy giá trị của tử số là LN trước thuế, có công ty lấy LN trước thuế và lãi vay, có công ty lấy LN sau thuế, có công ty tính cả theo 2 cách như tại bản cáo bạch của CTCP Khu Công nghiệp Tân Tạo:

BẢNG 2.12: Các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi của CTCP**Khu Công nghiệp Tân Tạo**

Tỷ suất sinh lợi	ĐV tính	Năm 2006	Năm 2005
<i>Tỷ suất LN trên DT</i>			
Tỷ suất LN trước thuế trên DTT	%	60,04	40,78
Tỷ suất LN sau thuế trên DTT	%	49,59	32,68
<i>Tỷ suất LN trên tổng tài sản</i>			
Tỷ suất LN trước thuế trên tổng tài sản	%	13,17	11,01
Tỷ suất LN sau thuế trên tổng tài sản	%	10,88	8,82
<i>Tỷ suất LN sau thuế trên VCSH</i>	%	27,35	25,15

(Nguồn: Trích bản cáo bạch của CTCP Khu Công nghiệp Tân Tạo, Phòng Kế hoạch - Tài chính).

Về mẫu số của các chỉ tiêu có công ty lấy là giá trị hiện có cuối kỳ, có công ty lấy là giá trị BQ cả kỳ, có công ty tính cả theo 2 cách như trên bản cáo bạch của CTCP Phát triển Đô thị Kinh Bắc (mã chứng khoán KBC) đã trình bày:

BẢNG 2.13: Chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi của CTCP**Phát triển Đô thị Kinh Bắc**

Chỉ tiêu về khả năng sinh lợi	Năm 2005	Năm 2006
- Hệ số LN sau thuế/DTT	16,46%	28,58%
- Hệ số LN từ HĐKD/DTT	16,46%	25,58%
- Hệ số LN sau thuế/BQ VCSH	42%	20,80%
- Hệ số LN sau thuế/VCSH	32,18%	12,46%
- Hệ số LN sau thuế/ BQ tổng tài sản	6,73%	6,77%
- Hệ số LN sau thuế/Tổng tài sản	5,00%	5,18%

(Nguồn: Trích bản cáo bạch của CTCP Phát triển Đô thị Kinh Bắc, Phòng Kế hoạch - Tài chính).

Hay như đối với chỉ tiêu *hệ số LN/DT* cũng có hàng chục chỉ tiêu khác nhau được đưa ra, có công ty lấy từ số là LN từ hoạt động sản xuất kinh doanh, có công ty lấy là

LN kinh doanh, có công ty lấy là LN sau thuế...và cũng như vậy mẫu số của chỉ tiêu là DTT từ HĐKD, DTT bán hàng....các chỉ tiêu đưa ra hết sức khác nhau.

Khi tính toán các chỉ tiêu phản ánh năng lực hoạt động cũng như khả năng sinh lợi, đây là chỉ tiêu phản ánh hiệu quả của một kỳ kinh doanh, tử số của các chỉ tiêu là DTT hay LN của một kỳ thì mẫu số các chỉ tiêu phải là số liệu BQ cả kỳ. Song, rất nhiều các công ty khi tính các chỉ tiêu này lấy mẫu số là giá trị tại thời điểm cuối năm để tính, ngay cả tại các công ty mà báo cáo thường niên được đánh giá cao, có nhiều năm được bình chọn là xuất sắc như Công ty Dược Hậu Giang (DHG). Điều này dẫn đến sự thiếu chính xác của các chỉ tiêu và phản ánh sai lệch khả năng sinh lợi cũng như HQKD của các công ty. Có thể so sánh kết quả tính toán các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi của tổng tài sản và VCSH theo 2 cách tính từ số liệu trên cáo cáo tài chính của CTCP Dược Hậu Giang năm 2009 như sau:

BẢNG 2.14: So sánh các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi của Công ty Dược phẩm Hậu Giang theo 2 cách tính

Số liệu công ty đã báo cáo		Số liệu tính toán lại	
LN sau thuế/Tổng tài sản	23,50%	LN sau thuế/Tổng tài sản BQ	27,80%
LN sau thuế/VCSH	35,34%	LN sau thuế/VCSHBQ	42,28%

(Nguồn: Số liệu được tính toán từ BCTC tại công ty Dược Hậu Giang năm 2009)

Kết quả trên cho thấy, 2 cách tính cho 2 kết quả hết sức khác nhau, từ đó dẫn đến phản ánh không giống nhau về khả năng sinh lợi của công ty.

Khi tiến hành phân tích, rất ít các công ty trình bày được phân nhận định, đánh giá cũng như đưa ra các nhận xét về các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi của DN, chỉ có 5% các công ty có trình bày phân phân tích, bình luận cũng như giải thích về sự biến động của các chỉ tiêu. Thậm chí ngay tại những công ty đạt giải thưởng báo cáo thường niên tốt, nhưng trong phần phân tích khả năng sinh lợi cũng rất sơ sài, hầu như cũng không đưa ra nhận định, đánh giá gì cụ thể như trong báo cáo thường niên của CTCP FPT năm 2008. Một số các công ty sau khi đưa ra các chỉ tiêu phân

tích, cũng đã nêu được ý nghĩa của các chỉ tiêu, đánh giá sự biến động của các chỉ tiêu và giải trình nguyên nhân. Nhưng, những bình luận, phân tích rất chung chung, chưa thực sự khách quan và thường có xu hướng biện minh cho DN, không có sự giải thích thấu đáo nguyên nhân tăng, giảm của chỉ tiêu. Như phần trình bày phân tích khả năng sinh lợi của CTCP Ô tô TMT trên bản cáo bạch.

BẢNG 2.15: Phân tích khả năng sinh lợi của CTCP Ô tô TMT

Chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời	2007	2008	2009
- Hệ số LN sau thuế/DTT	7,57%	4,54%	4,15%
- Hệ số LN sau thuế/VCSH	75,13%	48,2%	22,57%
- Hệ số LN sau thuế/ tổng tài sản	9,66%	7,39%	6,65%
- Hệ số LN HĐKD/DTT	7,31%	4,45%	4,58%

(Nguồn: Trích bản cáo bạch của CTCP Ô tô TMT, Phòng Kế hoạch - Tài chính).

Nhìn vào số liệu các chỉ tiêu phân tích khả năng sinh lời ở bảng trên thấy rằng tất cả các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời đều bị giảm đáng kể, nhưng công ty chỉ đưa ra một lời nhận xét rất chung chung và thiếu khách quan là “*Khả năng sinh lời của công ty biến động không đáng kể riêng chỉ tiêu LN sau thuế/VCSH giảm qua các năm là do tăng vốn điều lệ*”. Hay, như trên báo cáo thường niên năm 2009 của CTCP Dược phẩm Traphaco (mã chứng khoán TRA) khi phân tích khả năng sinh lợi của công ty chỉ trình bày hết sức đơn giản như sau:

BẢNG 2.16: Phân tích khả năng sinh lợi của CTCP Dược phẩm Traphaco trên báo cáo thường niên năm 2009

CHỈ TIÊU	GIÁ TRỊ	
Khả năng sinh lợi	Năm 2008	Năm 2009
- Tỷ suất LN trên tổng tài sản (ROA)	12,07%	13,34%
- Tỷ suất LN trên VCSH (ROE)	0,18 lần	0,20 lần

(Nguồn: Trích Báo cáo thường niên năm 2009 của CTCP Dược phẩm Traphaco, Phòng Kế hoạch - Tài chính).

Với những nhận xét hết sức chung chung về HQKD của công ty như sau:
“Những biện pháp nâng cao công tác quản trị được TRAPHACO áp dụng đã phát huy hiệu quả, thể hiện ở việc các chỉ số tài chính của công ty cải thiện rõ rệt, đi dần vào xu hướng tăng trưởng ổn định hơn so với những năm trước.”

Qua khảo sát thực tế phân tích khả năng sinh lợi tại các công ty niêm yết cho thấy việc phân tích khả năng sinh lợi tại các công ty mặc dù đã được quan tâm, song việc phân tích còn hết sức đơn giản. Hầu hết các công ty đều tập trung phân tích các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi quan trọng như *hệ số LN sau thuế/DTT, hệ số LN sau thuế/ tổng tài sản, hệ số LN sau thuế/ VCSH*. Nhưng việc tính toán các chỉ tiêu chưa thống nhất giữa các công ty, do vậy rất khó so sánh các chỉ tiêu phân tích giữa các công ty. Nhìn chung, các thông tin về khả năng sinh lợi mà các công ty cung cấp cho người sử dụng chưa thực sự hữu ích và minh bạch.

2.2.1.3. Phân tích hiệu quả sinh lợi của cổ phiếu công ty

Đây là nội dung được nhà đầu tư hết sức quan tâm, nhưng trong hướng dẫn trình bày báo cáo thường niên của Bộ Tài chính không hướng dẫn cụ thể chỉ tiêu nào cần trình bày. Thực tế khảo sát trên các báo cáo thường niên cho thấy rất ít các công ty trình bày nhóm chỉ tiêu này, chỉ khoảng 20% các công ty có trình bày. Song, các chỉ tiêu được trình bày cũng hết sức phong phú như: *lãi cơ bản trên cổ phiếu (EPS), tỷ lệ LN trên vốn điều lệ, tỷ lệ LN phân bổ cho cổ đông/VCSH, tỷ lệ cổ tức trên cổ phiếu...* Đặc biệt chỉ tiêu *lãi cơ bản trên cổ phiếu (EPS)* là chỉ tiêu được rất nhiều nhà đầu tư quan tâm, tuy nhiên việc tính toán chỉ tiêu này hiện nay tại các công ty niêm yết còn một số bất cập. Theo Quyết định số 100/2005/QĐ-BTC ngày 28/12/2005 [10] và Thông tư số 21/2006/TT-BTC ngày 20/3/2006 hướng dẫn tính VAS 30 [11], thì EPS được tính như sau:

$$\frac{\text{Lãi cơ bản trên cổ phiếu}}{\text{cổ phiếu}} = \frac{\text{LN hoặc số lỗ phân bổ cho cổ đông sở hữu cổ phiếu phổ thông}}{\text{Số BQ gia quyền của cổ phiếu đang lưu hành trong kỳ}} \quad (2.4)$$

Trong đó, LN hoặc lỗ phân bổ cho cổ đông sở hữu cổ phiếu phổ thông của công ty được tính bằng LN sau thuế thu nhập trong kỳ trừ (-) các khoản điều chỉnh

giảm và cộng (+) thêm các khoản điều chỉnh tăng LN hoặc lỗ sau thuế thu nhập DN. Các khoản điều chỉnh giảm bao gồm: Cổ tức chia cho cổ đông ưu đãi, khoản chênh lệch lớn hơn giữa giá trị hợp lý của khoản thanh toán cho người sở hữu với giá trị ghi sổ của cổ phiếu ưu đãi khi CTCP mua lại cổ phiếu ưu đãi của người sở hữu. Khoản chênh lệch lớn hơn giữa giá trị hợp lý của cổ phiếu phổ thông hoặc các khoản thanh toán khác thực hiện theo điều kiện chuyển đổi có lợi tại thời điểm thanh toán với giá trị hợp lý của cổ phiếu phổ thông được phát hành theo điều kiện chuyển đổi gốc. Các khoản điều chỉnh tăng LN hoặc lỗ sau thuế: khoản chênh lệch giữa giá trị ghi sổ của cổ phiếu ưu đãi lớn hơn giá trị hợp lý của khoản thanh toán cho người sở hữu khi CTCP mua lại cổ phiếu ưu đãi của người chủ sở hữu.

Tuy nhiên, trên thực tế phần LN sau thuế thuộc về các cổ đông phổ thông ngoài việc điều chỉnh các khoản trên còn phải trừ đi các quỹ DN như quỹ khen thưởng, phúc lợi, quỹ dự phòng tài chính. Vì việc trích lập các quỹ này cho các mục đích khác như khen thưởng cho người lao động, cho người quản lý DN, bù đắp các khoản thua lỗ, rủi ro...chứ không thuộc về lợi ích của cổ đông phổ thông. Do vậy, khi tính chỉ tiêu này nếu không loại trừ các loại quỹ trên là chưa thật sự hợp lý.

Như vậy, qua kết quả khảo sát trên cho thấy mặc dù nội dung phân tích hiệu quả vốn cổ phần hết sức có ý nghĩa với các nhà đầu tư, nhưng chưa thực sự được các công ty niêm yết quan tâm thỏa đáng, việc tính toán các chỉ tiêu cũng chưa thực sự chính xác.

BẢNG 2.17: Kết quả khảo sát thực tế về tỷ trọng các chỉ tiêu công ty sử dụng để phân tích hiệu quả sinh lợi của cổ phiếu công ty

Chỉ tiêu	Bản cáo bạch	Báo cáo thường niên
1. Lãi cơ bản trên cổ phiếu	15%	20%
2. Tỷ lệ lợi nhuận phân bổ cho cổ đông	00%	02%
3. Tỷ lệ cổ tức/Cổ phiếu	00%	05%
4. Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu	05%	06%
Tổng	15%	20%

(Nguồn do tác giả tổng hợp từ kết quả khảo sát).

2.2.2. Thực trạng phương pháp phân tích hiệu quả kinh doanh

Qua khảo sát thực tế cho thấy, việc vận dụng các phương pháp phân tích trong phân tích HQKD tại các công ty còn nhiều hạn chế. Phương pháp chủ yếu được các công ty sử dụng là phương pháp so sánh số liệu phân tích theo thời gian. Hầu như không có công ty nào sử dụng các phương pháp phân tích khác như phương pháp loại trừ, phương pháp thay thế liên hoàn, phương pháp số chênh lệch hay phương pháp Dupont để đánh giá xu hướng, nguyên nhân, mức độ ảnh hưởng của các nhân tố đến các chỉ tiêu. Bởi vậy, thông tin phân tích HQKD mà các công ty cung cấp rất chung chung, thiếu minh bạch chưa đánh giá được chính xác thực chất hiệu quả của các công ty.

BẢNG 2.18: Kết quả khảo sát thực tế về tỷ trọng các phương pháp phân tích HQKD được các CTCP niêm yết sử dụng

Chỉ tiêu	Bản cáo bạch	Báo cáo thường niên
1. Phương pháp so sánh	93%	95%
Trong đó:	-	-
- So sánh theo thời gian	93%	95%
- So sánh với DN khác hay so sánh với BQ ngành	02%	07%
2. Phương pháp đồ thị	00	04%
3. Phương pháp liên hệ cân đối	00	00
4. Phương pháp Dupont	00	02%
5. Phương pháp khác	00	00

(Nguồn do tác giả tổng hợp từ kết quả khảo sát).

Mặt khác, khi sử dụng phương pháp so sánh, số liệu phân tích chỉ thực sự có ý nghĩa khi được so sánh trong một khoảng thời gian đủ dài để người sử dụng thông tin có thể thấy được xu hướng vận động của các chỉ tiêu, từ đó đánh giá đúng thực tế của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, kết quả khảo sát cho thấy: thực tế hiện nay tại các công ty niêm yết việc phân tích hiệu quả kinh doanh thường chỉ được so sánh trong khoảng thời gian

ngắn. Cụ thể, khoảng 50% các công ty sử dụng số liệu so sánh của 2 năm liên tiếp là năm hiện hành và năm liền kề để phân tích, khoảng 40% các công ty được khảo sát sử dụng số liệu 3 năm liên tiếp để phân tích. Số các công ty sử dụng số liệu so sánh 4, 5 năm là rất ít, chỉ tập trung ở một số các công ty được giải thưởng báo cáo thường niên xuất sắc hàng năm như Công ty Dược phẩm Hậu Giang, Công ty Hoà Phát. Thậm chí một số các công ty chỉ phản ánh số liệu của 1 năm như trong báo cáo thường niên của Công ty Cao su Đồng Phú chỉ trình bày các chỉ tiêu phản ánh HQKD duy nhất của năm 2009. Với số liệu phân tích trong khoảng thời gian ngắn như vậy việc đánh giá HQKD của công ty sẽ không khách quan và đặc biệt khó nhìn nhận được xu hướng biến động của các chỉ tiêu.

BẢNG 2.19: Kết quả khảo sát thực tế về tỷ trọng khoảng thời gian thực hiện so sánh HQKD trong các CTCP niêm yết

Thời gian	Bản cáo bạch	Báo cáo thường niên
1 năm	7%	5%
2 năm	52%	50%
3 năm	38%	40%
4 năm	3%	2%
5 năm	0%	2%
Tổng	100%	100%

(Nguồn do tác giả tổng hợp từ kết quả khảo sát).

Bên cạnh đó, việc so sánh các chỉ tiêu phân tích HQKD của công ty với các công ty khác cùng ngành, cùng lĩnh vực hoặc với số bình quân của ngành cũng hết sức hạn chế. Chỉ có khoảng 7% các công ty là có sự so sánh số liệu phân tích với các công ty khác trong cùng ngành và tập trung ở những công ty mà báo cáo thường niên được đánh giá cao trong các cuộc thi báo cáo thường niên hàng năm. Như trong báo cáo thường niên của Công ty Dược phẩm Hậu Giang trong phần trình bày về khả

năng sinh lợi của công ty, đã so sánh được với các DN khác trong cùng ngành. Hay trên báo cáo thường niên của Công ty Hoà Phát cũng là một trong những công ty được giải báo cáo thường niên tốt nhất năm 2010, trong phần trình bày phân tích về HQKD cũng chỉ ra được các yếu tố ảnh hưởng đến khả năng sinh lợi của tài sản (ROA), khả năng sinh lợi của VCSH (ROE) và so sánh được với số liệu BQ trên thế giới. Nhưng các công ty này cũng chỉ dừng lại ở việc liệt kê số liệu phân tích mà chưa đánh giá được vị thế của mình so với các công ty khác. Đây cũng là hạn chế lớn trong phân tích báo cáo tài chính nói chung cũng như phân tích HQKD nói riêng tại Việt Nam, do việc hạn chế thông tin, cũng như không có một tổ chức nào đứng ra để tổng hợp, phân tích và đánh giá và đưa ra các chỉ số chung cho từng ngành.

2.2.3. Thực trạng tổ chức phân tích hiệu quả kinh doanh

- Về đối tượng thực hiện phân tích:

Tại hầu hết các công ty, việc phân tích HĐKD nói chung hay phân tích HQKD nói riêng đều do bộ phận kế toán- tài chính tiến hành. Các công ty không tổ chức bộ phận riêng chuyên trách phân tích HĐKD. Phần lớn các công ty khi tiến hành lập các bản cáo bạch và báo cáo thường niên đều thuê các công ty chứng khoán tư vấn và lập, nên các việc phân tích HQKD cũng do các công ty này thực hiện.

BẢNG 2.20: Kết quả khảo sát thực tế về tỷ trọng đối tượng thực hiện phân tích HQKD trong các CTCP niêm yết

Đối tượng thực hiện	Bản cáo bạch	Báo cáo thường niên
1. CTCP niêm yết tự thực hiện	33%	45%
2. Thuê ngoài	67%	55%
Tổng	100%	100%

(Nguồn do tác giả tổng hợp từ kết quả khảo sát).

Việc phân tích HĐKD, cũng như phân tích HQKD tại các công ty không được tiến hành thường xuyên, định kỳ, mà chỉ thực hiện vào cuối năm. Các công ty

thường không có báo cáo phân tích riêng, các nội dung phân tích HQKD chỉ được trình bày như một phần nhỏ trong bản cáo bạch hay báo cáo thường niên, báo cáo của ban giám đốc, báo cáo của hội đồng quản trị.

- Về nguồn số liệu phân tích:

Hầu hết các công ty đều lấy số liệu từ các báo cáo tài chính đã được kiểm toán để tính toán các chỉ tiêu phân tích, song cũng có công ty lấy số liệu từ các báo cáo tài chính chưa được kiểm toán. Công ty sử dụng số liệu trên báo cáo tài chính chưa kiểm toán và sau khi kiểm toán có ý kiến điều chỉnh một số chỉ tiêu trên báo cáo tài chính nhưng các chỉ tiêu phân tích vẫn sử dụng số liệu trước kiểm toán, nên số liệu phân tích không đáng tin cậy. Như trường hợp của công ty Cao su Đồng Phú (mã chứng khoán DPR). Các chỉ tiêu phân tích trình bày trên báo cáo thường niên năm 2009 được tính từ báo cáo tài chính chưa được kiểm toán, sau khi kiểm toán có một số chỉ tiêu trên báo cáo tài chính của công ty phải điều chỉnh lại nhưng công ty không điều chỉnh các chỉ tiêu phân tích, do đó chỉ tiêu phân tích sẽ không chính xác.

BẢNG 2.21: Kết quả khảo sát thực tế về tỷ trọng nguồn số liệu sử dụng để phân tích HQKD trong các CTCP niêm yết

Nguồn số liệu	Bản cáo bạch	Báo cáo thường niên
1. Báo cáo tài chính (đã kiểm toán)	95%	98%
2. Báo cáo tài chính (chưa kiểm toán)	05%	02%
Tổng	100%	100%

(Nguồn do tác giả tổng hợp từ kết quả khảo sát).

-Về giải trình thông tin phân tích, kết luận và kiến nghị: hầu hết các công ty chỉ liệt kê số liệu phân tích mà không có thêm bất cứ bình luận, giải thích nào khác về HQKD của công ty mình. Cho nên, thông tin phân tích HQKD của các công ty cung cấp không thể hiện được đầy đủ thực tế của doanh nghiệp và ít có giá trị hữu ích cho người sử dụng, xem bảng 2.22

**BẢNG 2.22: Kết quả khảo sát thực tế về tỷ trọng các công ty thực hiện
giải trình thông tin phân tích HQKD trong các báo cáo**

Chỉ tiêu	Bản cáo bạch	Báo cáo thường niên
1. Giải trình, khuyến nghị phân tích	8%	5%
2. Không giải trình, khuyến nghị phân tích	92%	95%
Tổng	100%	100%

(Nguồn do tác giả tổng hợp từ kết quả khảo sát).

- Về công bố thông tin HQKD:

Thông tin về HĐKD và đặc biệt là thông tin về HQKD của các công ty niêm yết hết sức quan trọng với nhà đầu tư. Những thông tin đó phải được cung cấp công khai cho người sử dụng qua nhiều hình thức khác nhau, đơn giản nhất là trên các website của công ty, hay trên các báo cáo thường niên. Nhưng, trên thực tế không phải công ty nào cũng nhận thức được tầm quan trọng của việc công bố thông tin cho nhà đầu tư. Có một thực trạng đang được nhiều người quan tâm hiện nay là thông tin mà các công ty niêm yết cung cấp về HĐKD và đặc biệt là thông tin về HQKD còn hạn chế, nghèo nàn và thiếu tính chuyên nghiệp. Theo UBCKNN, tính đến 31-3-2009 [38], trên sàn Hà Nội có 95,8% công ty niêm yết đã xây dựng website của mình. Song, phần lớn trong số này còn sơ sài và chưa cập nhật đầy đủ thông tin. Còn tại sàn TP HCM, có 176/177 công ty có website nhưng vẫn có tới 31 công ty chưa cập nhật đầy đủ thông tin và một số website không truy cập được. Một trong những phương tiện cung cấp thông tin hữu dụng về HQKD của công ty cho các nhà đầu tư là báo cáo thường niên. Nhưng thực tế hiện nay, chất lượng thông tin về HQKD mà các công ty cung cấp trên các báo cáo thường niên chưa cao. Trong cuộc thi Báo cáo thường niên do Sở GDCK TP HCM phối hợp với báo Đầu tư tổ chức từ năm 2007, nhiều công ty đã đạt được giải thưởng cao. Nhưng ngay cả những báo cáo thường niên được đánh giá cao, những thông tin về HQKD cũng

chưa được cung cấp một cách cụ thể, minh bạch. Thậm chí có nhiều công ty xem việc cung cấp thông tin trong báo cáo thường niên như một cách quảng cáo, cho nên chủ trương “tốt đẹp phô ra, xấu xa đậy lại”.

Hoặc, các công ty chứng khoán cũng là một cầu nối giữa các công ty niêm yết với thị trường, là một trong những kênh chuẩn hóa thông tin rất tốt trên thế giới, giúp công ty công bố thông tin tiết kiệm thời gian và chi phí. Thông qua tổ chức tài chính chuyên nghiệp - các công ty chứng khoán sẽ đưa ra báo cáo độc lập, thay mặt công ty niêm yết để truyền tải thông tin đến nhà đầu tư. Nhưng hiện nay, ngay chính các công ty chứng khoán cũng rất khó tiếp cận các thông tin của công ty niêm yết.

Một chuyên viên tài chính đã ví von “Báo cáo tài chính và câu chuyện công khai, minh bạch thông tin là một bài hát. Bài hát có thu phục được người nghe là giới đầu tư hay không, phải có nhạc hay, lời đẹp, giàu ý nghĩa và gợi mở tâm trạng vui buồn...Thông tin cũng vậy, những thông tin trung thực, nặng ký trong báo cáo thường niên không cứ nhất nhất phải là thông tin tích cực. Đã có những nhà đầu tư quyết định mua cổ phiếu một công ty chỉ vì trong báo cáo thường niên, đơn vị ấy đã phân tích, giải thích thất bại của kinh doanh trong năm quá thuyết phục, phác họa những biện pháp khắc phục căn cơ để vượt qua bão tố”[9, tr 10]

Nhìn chung, việc phân tích HQKD đã được tiến hành tại các công ty niêm yết, nhưng thông tin về HQKD cung cấp cho người sử dụng còn sơ sài, chung chung, việc cung cấp thông tin cũng chưa thuận tiện nên chưa thực sự hữu ích cho người sử dụng để đánh giá được thực chất hiệu quả HĐKD của công ty.

2.2.4 Kinh nghiệm phân tích HQKD của các công ty niêm yết tại các công ty chứng khoán

Hầu hết các công ty niêm yết đều không tổ chức riêng bộ phận chuyên trách phân tích HĐKD mà việc phân tích và lập các báo cáo như bản cáo bạch hay báo cáo thường niên đều thuê các công ty chứng khoán thực hiện. Bên cạnh đó, có rất nhiều nhà đầu tư dựa vào phân tích của các công ty chứng khoán để đưa ra quyết định đầu tư. Theo kết quả khảo sát của tác giả Lê Thị Mỹ Hạnh trong luận văn thạc sỹ “*Thông tin tài chính và*

công bố thông tin tài chính trong mối quan hệ với các quyết định đầu tư chứng khoán” [22, tr.84] thì có đến 37% các nhà đầu tư tham khảo ý kiến phân tích của các công ty chứng khoán khi đầu tư. Như vậy, việc phân tích tài chính nói chung và phân tích HQKD nói riêng của các công ty niêm yết tại các công ty chứng khoán có một tầm quan trọng nhất định, phần nào ảnh hưởng đến tư tưởng cũng như quan điểm phân tích của các công ty niêm yết hay nhà đầu tư. Luận án đã tiến hành khảo sát việc phân tích HQKD của các công ty niêm yết tại một số các công ty chứng khoán để từ đó có những nhìn nhận đầy đủ hơn về việc phân tích HQKD trong các công ty niêm yết cũng như tại các công ty tư vấn cho công ty niêm yết.

Tại các công ty chứng khoán, một trong những nghiệp vụ phân tích quan trọng là phân tích đầu tư cổ phiếu nhằm đưa ra các khuyến nghị cũng như tư vấn cho khách hàng lựa chọn cổ phiếu để đầu tư. Để phân tích đầu tư chứng khoán có 2 phương pháp là phân tích cơ bản (fundamental analysis) và phân tích kỹ thuật (technical analysis). Trong đó, phân tích cơ bản là phương pháp phân tích cổ phiếu dựa vào các nhân tố mang tính chất nền tảng, có tác động hoặc dẫn tới sự thay đổi giá cả của cổ phiếu nhằm chỉ ra giá trị nội tại của cổ phiếu trên thị trường. Trong phân tích này, nhà phân tích tiến hành nghiên cứu: Phân tích thông tin cơ bản về công ty, phân tích báo cáo tài chính của công ty, phân tích HĐKD của công ty, phân tích ngành mà công ty đang hoạt động và phân tích các điều kiện kinh tế vĩ mô ảnh hưởng chung đến giá cả cổ phiếu. Sau khi nghiên cứu, nhà phân tích có nhiệm vụ phải chỉ ra dự đoán cho những chỉ tiêu quan trọng như thu nhập kỳ vọng, giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu, giá trị hợp lý của cổ phiếu, các đánh giá quan trọng cũng như khuyến nghị mua/bán cổ phiếu trên thị trường. Còn phân tích kỹ thuật là phương pháp dựa vào biểu đồ, đồ thị diễn biến giá cả và khối lượng giao dịch của cổ phiếu nhằm phân tích các biến động cung cầu đối với cổ phiếu để chỉ ra cách ứng xử trước mắt đối với giá cả, tức là chỉ cho nhà đầu tư thời điểm nên mua vào, bán ra hay giữ nguyên cổ phiếu trên thị trường.

Trong nội dung phần này, tác giả chỉ đề cập đến phân tích cơ bản dưới góc độ báo cáo phân tích mà các công ty chứng khoán đã phân tích về cổ phiếu của các công ty niêm

yết. Một phần quan trọng trong báo cáo phân tích đầu tư này là phân tích tài chính của công ty niêm yết, trong đó không thể thiếu phần phân tích về HQKD. Để có được những hiểu biết khát quát nhất về thực trạng phân tích HQKD của các công ty niêm yết tại các công ty chứng khoán, luận án đã tiến hành khảo sát tại một số các công ty chứng khoán như Công ty Chứng khoán Bảo Việt, Công ty Chứng khoán VNDirect, Công ty Chứng khoán Rồng Việt, Công ty chứng khoán SaigonBank Berjaya, Công ty Chứng khoán Miền Nam (phụ lục số 04-08). Tại các công ty chứng khoán này có đội ngũ nhân viên với chuyên môn sâu về phân tích tài chính, có đầy đủ thông tin về DN, về các ngành nghề kinh doanh, về các chính sách vĩ mô, đặc điểm nền kinh tế nên các báo cáo phân tích đầu tư của các công ty chứng khoán rất có giá trị đánh giá DN và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra quyết định. Tuy nhiên, báo cáo phân tích của các công ty chứng khoán cũng hết sức khác nhau, phần phân tích đánh giá về HQKD của các công ty niêm yết cũng không giống nhau. Qua khảo sát báo cáo phân tích của 5 công ty chứng khoán ở trên về CTCP Dược Hậu Giang, phản ánh một thực trạng như sau:

- *Về chỉ tiêu phân tích*: để phân tích HQKD của công ty niêm yết các công ty chứng khoán cũng sử dụng nhiều các chỉ tiêu khác nhau để phản ánh.

+ *Thứ nhất là nhóm chỉ tiêu phản ánh năng lực hoạt động*: Nhóm chỉ tiêu này không được trình bày thống nhất tại các công ty, có công ty trình bày chỉ tiêu *vòng quay tài sản* như tại Công ty Chứng khoán SaigonBank Berjaya, nhưng tại Công ty Chứng khoán Rồng Việt thì trình bày các chỉ tiêu *vòng quay HTK*, *vòng quay khoản phải thu*, *vòng quay khoản phải trả*. Hay tại Công ty Chứng khoán Miền Nam chỉ phản ánh qua các chỉ tiêu *số ngày HTK*, *số ngày phải thu*, *số ngày phải trả*. Còn công ty Chứng khoán Bảo Việt, Công ty Chứng khoán VNDirect thì không trình bày nhóm chỉ tiêu này.

+ *Thứ hai là nhóm chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi*, nhìn chung các công ty đều thống nhất khi phản ánh nhóm chỉ tiêu này, bao gồm các chỉ tiêu: *Tỷ lệ LN gộp/DT*, *tỷ lệ LN HĐKD/DT*, *tỷ lệ LN sau thuế/DT*; *khả năng sinh lời của tài sản (ROA)*; *khả năng sinh lời VCSH (ROE)*

+ Thứ ba là nhóm chỉ tiêu phản ánh hiệu quả sinh lợi của của cổ phiếu công ty. 2 chỉ tiêu chính đều được các công ty đề cập là EPS, P/E, ngoài ra có công ty còn trình bày thêm chỉ tiêu P/B, tỷ suất cổ tức...

Một thực tế cho thấy, các chỉ tiêu phân tích HQKD mà các công ty chứng khoán đưa ra có thể giống nhau, nhưng cách tính các chỉ tiêu cũng không thống nhất. Khi tính chỉ tiêu ROA và ROE có công ty sử dụng mẫu số của chỉ tiêu là giá trị tài sản, VCSH cuối kỳ, có công ty sử dụng giá trị BQ trong kỳ dẫn đến số liệu tính toán cùng một chỉ tiêu nhưng hoàn toàn khác nhau. Có thể thấy kết quả khác nhau của cùng một chỉ tiêu ROA và ROE của Công ty Dược phẩm Hậu Giang do cách tính toán khác nhau tại các công ty chứng khoán qua bảng 2.15.

Trong cách tính 2 chỉ tiêu này, Công ty Chứng khoán Bảo Việt và Công ty Chứng khoán SaigonBank Berjaya lấy mẫu số của chỉ tiêu theo số liệu BQ của năm còn các công ty còn lại đều tính theo số liệu cuối năm.

BẢNG 2.23: So sánh kết quả tính toán chỉ tiêu ROA, ROE năm 2009 của Công ty Dược Hậu Giang tại các công ty chứng khoán:

Chỉ tiêu	Công ty CK Bảo Việt	Công ty CK Miền Nam	Công ty CK Rồng Việt	Công ty CK VNDirect	Công ty SaigonBank Berjaya
ROA	27,8%	23,81%	23,5%	24%	27,5%
ROE	42,3%	35,59%	35,1%	35%	41,2%

(Nguồn số liệu từ báo cáo phân tích của các công ty Chứng khoán)

- Về phương pháp phân tích. Khi phân tích các chỉ tiêu HQKD của các công ty niêm yết tại các công ty chứng khoán cũng chỉ sử dụng phương pháp so sánh, phương pháp biểu đồ mà không sử dụng thêm phương pháp khác như phương pháp thay thế, loại trừ, hay Dupont để phân tích nhân tố ảnh hưởng. Khi sử dụng phương pháp so sánh mới chỉ so sánh sự biến động của các chỉ tiêu theo thời gian, khoảng

thời gian sử dụng từ 2 đến 4 năm. Chỉ có Công ty Chứng khoán Rồng Việt và Công ty Chứng khoán Miền Nam là so sánh được các chỉ tiêu phân tích với các chỉ tiêu BQ của ngành, các công ty còn lại không làm được điều này. Bên cạnh đó, phần nhận định, đánh giá sự biến động các chỉ tiêu cũng hết sức hạn chế. Chỉ có Công ty Chứng khoán Rồng Việt và Công ty Chứng khoán Miền Nam là đưa ra được các nhận xét, đánh giá về các chỉ tiêu phân tích và nêu được nguyên nhân ảnh hưởng. Các công ty còn lại không đưa thêm được bình luận, nhận xét cụ thể về HQKD của các công ty niêm yết mà thường nêu rất chung chung những khía cạnh hoạt động của DN như sản phẩm, thị trường, kế hoạch của DN...

- *Về nguồn số liệu phân tích:* Các số liệu phân tích HQKD đều được các công ty tính toán từ các báo cáo tài chính đã được kiểm toán của công ty niêm yết.

Như vậy, có thể thấy việc phân tích HQKD của các công ty niêm yết tại các công ty chứng khoán cũng có nhiều điểm khác nhau. Về cơ bản các công ty chứng khoán đã cung cấp những thông tin cần thiết để đánh giá cổ phiếu của công ty niêm yết nhằm khuyến nghị giúp nhà đầu tư đưa ra quyết định đầu tư hiệu quả. Các thông tin mà các công ty chứng khoán cung cấp thường sâu, rộng hơn bởi các công ty này có thông tin đầy đủ hơn về các ngành, các lĩnh vực kinh doanh của các công ty niêm yết. Thông tin phân tích thường được so sánh với xu hướng chung trong từng ngành, từng lĩnh vực. Tuy nhiên, các thông tin về HQKD mà các công ty chứng khoán phân tích cũng hết sức đơn giản, chưa thực sự chi tiết, cụ thể và cũng không thống nhất nên rất khó cho nhà đầu tư sử dụng để đưa ra quyết định khi tham khảo báo cáo của các công ty chứng khoán khác nhau.

2.3. Đánh giá thực trạng phân tích hiệu quả kinh doanh trong các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

2.3.1 Về nội dung và chỉ tiêu phân tích

Khi niêm yết trên TTCK, việc minh bạch hoá thông tin của công ty niêm yết là một trong những yêu cầu tối cao, trong đó những thông tin về HQKD của công ty

được rất nhiều các đối tượng quan tâm. Những chỉ tiêu tài chính được trình bày trên các báo cáo tài chính là quy định bắt buộc và các DN đều phải báo cáo đầy đủ, thống nhất, tuy nhiên không phải nhà đầu tư nào cũng có đủ kiến thức để phân tích, đánh giá các số liệu tài chính và xác định công ty nào có hiệu quả cao hơn. Các thông tin trình bày trên báo cáo thường niên hay trên các ấn phẩm khác do công ty niêm yết phát hành sẽ rất có ích nếu các thông tin tài chính nói chung hay thông tin về HQKD được phân tích, bình luận, nhận xét đưa ra nguyên nhân ảnh hưởng, tác động cụ thể. Những thông tin phân tích về HQKD sẽ là kênh thông tin quan trọng đưa nhà đầu tư đến gần với DN. Muốn làm được điều đó phải có sự thống nhất từ phía các cơ quan của nhà nước và từ phía các công ty niêm yết.

Về phía cơ quan chức năng của nhà nước, cần có quy định cụ thể về việc công bố thông tin minh bạch đặc biệt là những thông tin về HQKD của công ty niêm yết. Đưa ra các hướng dẫn về trình bày thông tin HQKD trên bản cáo bạch và báo cáo thường niên nhằm thống nhất trong việc công bố thông tin, đồng thời xác định trách nhiệm của các công ty trong việc công bố thông tin. Từ đó, buộc các công ty phải thực hiện tốt và đảm bảo quyền lợi cho nhà đầu tư. Hiện nay, đã có hướng dẫn trình bày thông tin về HQKD trên bản cáo bạch và báo cáo thường niên. Tuy nhiên, các thông tin phản ánh HQKD yêu cầu trình bày còn sơ sài, quá chung chung chưa thể hiện được đúng đắn hiệu quả sử dụng các nguồn lực của DN cũng như các khả năng tạo ra LN của DN. Bởi vậy, nhiều công ty khi trình bày các chỉ tiêu phản ánh HQKD ngoài các chỉ tiêu theo yêu cầu còn trình bày thêm các chỉ tiêu khác, nên không có sự thống nhất về các chỉ tiêu phản ánh HQKD giữa các công ty. Mặt khác, không có sự hướng dẫn cách tính toán cụ thể các chỉ tiêu nên dẫn đến mỗi DN hiểu và tính một cách khác nhau. Đồng thời, các chỉ tiêu được áp dụng chung cho tất cả các DN thuộc các lĩnh vực sản xuất kinh doanh khác nhau nên có những chỉ tiêu đối với DN này là quan trọng nhưng với DN khác lại không quan trọng như chỉ tiêu *vòng quay HTK* là rất quan trọng với các DN sản xuất và kinh doanh thương mại nhưng với các DN cung cấp dịch vụ vì HTK của họ không có hoặc rất ít nên chỉ tiêu này không quan trọng do đó có công ty không trình bày chỉ tiêu này như tại công ty PAN hay CMC.

Về phía các công ty niêm yết, hầu hết các công ty chưa thực sự quan tâm đến ý nghĩa của việc công khai các thông tin phân tích HĐKD hay phân tích HQKD, việc phân tích được coi như một thủ tục để hoàn thành bản cáo bạch hay báo cáo thường niên, chứ chưa được coi như phương tiện để cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như để quảng bá hình ảnh của công ty. Mặc dù, đã có những hướng dẫn cụ thể khi trình bày và công bố thông tin trên bản cáo bạch khi công ty phát hành chứng khoán lần đầu, hay trên các báo thường niên khi công ty đã được niêm yết chứng khoán, nhưng không phải công ty nào cũng tuân thủ đúng theo quy định. Một số các công ty làm rất đại khái, cho đủ thủ tục mà không quan tâm trong đó phản ánh nội dung gì. Nhiều công ty gần như photo nguyên báo cáo tài chính đặt vào trong bản cáo bạch và báo cáo thường niên mà không phân tích thêm thông tin gì khác trợ giúp cho người sử dụng. Nhiều công ty cũng trình bày đủ các chỉ tiêu phản ánh năng lực hoạt động và khả năng sinh lợi, nhưng chỉ trình bày số liệu của một kỳ hiện tại mà không có số liệu so sánh do vậy việc phân tích ít có ý nghĩa.

Thực tế hiện nay tại các công ty niêm yết, để tiến hành phân tích HQKD, các công ty niêm yết tập trung vào các chỉ tiêu phân tích năng lực hoạt động và khả năng sinh lợi. Hầu hết các công ty đều trình bày các chỉ tiêu đã được hướng dẫn trong bản cáo bạch mẫu. Trong đó, để đánh giá năng lực hoạt động thông qua các chỉ tiêu phản ánh *vòng quay HTK* và *hệ số DTthuần/tổng tài sản*. Ngoài ra, một số công ty có sử dụng thêm các chỉ tiêu khác như *vòng quay các khoản phải thu*, *vòng quay các khoản phải trả*, *vòng quay tài sản ngắn hạn*, *vòng quay TSCĐ*... Để đánh giá *khả năng sinh lợi* thông qua các chỉ tiêu *hệ số LN sau thuế/DTT*, *hệ số LN sau thuế/vốn chủ sở hữu*, *hệ số LN sau thuế/ tổng tài sản* và *hệ số LN từ HĐKD/DTT*. Một số công ty sử dụng thêm các chỉ tiêu như *hệ số LN sau thuế/vốn cổ phần thường*, *hệ số LN sau thuế/vốn đầu tư của chủ sở hữu*...Chỉ tiêu phản ánh hiệu quả sinh lợi của cổ phiếu công ty rất ít các công ty trình bày và chỉ trình bày trên báo cáo thường niên, các chỉ tiêu như *lãi cơ bản trên cổ phần thường (EPS)*, *P/E*, *mức cổ tức chi trả cho cổ phần thường*...Cụ thể:

+ *Phân tích năng lực hoạt động*, nội dung phân tích này để đánh giá tính cạnh tranh giữa các công ty, công ty nào sử dụng nguồn lực hiệu quả hơn đương nhiên tính cạnh tranh cao hơn. Song, rất nhiều công ty khi trình bày trên báo cáo thường niên bỏ qua nhóm nội dung phân tích này, không trình bày. Trong thông tư hướng dẫn trình bày trong bản cáo bạch có hướng dẫn 2 chỉ tiêu cần trình bày để đánh giá năng lực hoạt động đó là *vòng quay HTK và hiệu suất sử dụng tài sản*, Nhưng 2 chỉ tiêu này chưa phản ánh được đầy đủ hiệu quả hoạt động của các nguồn lực kinh tế của DN, hiệu quả hoạt động của rất nhiều đối tượng tài sản khác chưa được đề cập như tài sản ngắn hạn, tài sản dài hạn, các khoản phải thu, vốn cổ phần... Có một số các công ty đã đưa thêm các chỉ tiêu trên vào trình bày nhưng khi tính toán các chỉ tiêu lại không có sự thống nhất. Với các chỉ tiêu phản ánh *vòng quay tài sản ngắn hạn, vòng quay tài sản dài hạn, vòng quay các khoản phải thu*... các công ty đều thống nhất lấy tử số của chỉ tiêu là *doanh thu thuần*, nhưng mẫu số của chỉ tiêu có công ty lấy số liệu tại thời điểm cuối kỳ, có công ty lấy số bình quân cả kỳ. Theo quan điểm của tác giả, khi tính các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả hoạt động hay vòng quay của các đối tượng mẫu số của chỉ tiêu phải là số liệu bình quân của cả kỳ, vì tử số của chỉ tiêu là *doanh thu thuần* đó là kết quả của một kỳ thì mẫu số cũng phải là số liệu của cả kỳ

+ *Phân tích khả năng sinh lợi*, đây là nội dung phân tích được các nhà đầu tư quan tâm nhiều nhất, theo quy định trong nội dung phân tích này cần phân tích các chỉ tiêu: *hệ số LN sau thuế/DTT, LN sau thuế/VCSH, LN sau thuế/tổng tài sản và LN từ HĐKD/DTT*. Qua khảo sát thực tế, các công ty đều rất quan tâm đến nội dung phân tích khả năng sinh lợi. Song, các công ty chủ yếu chỉ phân tích 2 chỉ tiêu là *LN sau thuế/VCSH và LN sau thuế/tổng tài sản*. Nhưng cách tính các chỉ tiêu này không có sự thống nhất giữa các công ty, trong mẫu số của chỉ tiêu trên có công ty chỉ lấy số liệu cuối kỳ kế toán, có công ty lấy số liệu bình quân cả kỳ dẫn đến số liệu tính toán thiếu chính xác và khó so sánh giữa các công ty. Cũng như phần lập luận ở trên theo chúng tôi tử số là kết quả kinh doanh tính của cả kỳ kế toán thì mẫu số của chỉ tiêu phải là số bình quân của cả kỳ.

+ *Phân tích khả năng sinh lợi của cổ phiếu công ty*, nhà đầu tư đặc biệt quan tâm đến các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả của vốn cổ phần như: *lãi cơ bản trên cổ phiếu, mức cổ tức chi trả cho mỗi cổ phiếu thường, hệ số giá cả so với LN cổ phiếu, hệ số giá thị trường so với giá trị sổ sách...* Nhưng trong các hướng dẫn trình bày trên báo cáo bạch và báo cáo thường niên đều không có quy định cụ thể về nội dung này. Vì thế trên thực tế rất ít công ty trình bày và nội dung trình bày cũng rất đa dạng.

Tóm lại, nội dung phân tích HQKD hiện nay các công ty niêm yết đang tiến hành bao gồm phân tích năng lực hoạt động, khả năng sinh lợi và hiệu quả sinh lợi của cổ phiếu công ty, nhưng việc phân tích hết sức sơ sài, nhiều chỉ tiêu đánh giá HQKD quan trọng chưa được đề cập. Việc tính toán các chỉ tiêu cũng không có sự thống nhất, dẫn đến những thông tin cung cấp chưa chính xác và khó có thể so sánh giữa các công ty.

2.3.2 Về phương pháp phân tích

Các công ty đều chỉ sử dụng phương pháp so sánh một cách hết sức đơn giản giữa số liệu của kỳ hiện hành với số liệu các kỳ trước. Số liệu so sánh thường chỉ sử dụng từ 2 đến 3 năm, chỉ vài công ty so sánh được số liệu trong thời gian 4, 5 năm. Với khoảng thời gian so sánh ngắn như vậy chưa thể có đánh giá được đầy đủ về xu hướng vận động của các chỉ tiêu. Mặt khác, hầu hết các công ty không so sánh được các chỉ tiêu phân tích với các công ty khác trong cùng ngành, cùng lĩnh vực vì thế khó có thể đánh giá đúng vị thế cũng như tính cạnh tranh của công ty trong lĩnh vực hoặc ngành kinh doanh đó. Trong quá trình phân tích các DN chưa vận dụng các phương pháp phân tích như phương pháp chi tiết, phương pháp cân đối, đặc biệt là phương pháp Dupont để đánh giá mức độ ảnh hưởng của các nhân tố đến HQKD của DN. Bởi vậy, phần giải trình phân tích các công ty đều chưa cụ thể, hầu hết chưa trình bày hoặc trình bày hết sức sơ sài và chung chung, chưa giúp cho người sử dụng thông tin có được sự nhìn nhận đầy đủ về HQKD cũng như cơ hội, tiềm năng của DN.

2.3.3 Về tổ chức phân tích

Các công ty đều chưa tổ chức một bộ phận độc lập tiến hành phân tích HĐKD cũng như phân tích HQKD, việc phân tích tình hình kinh doanh và HQKD chủ yếu

do bộ phận kế toán- tài chính thực hiện hoặc dựa vào các công ty tư vấn như công ty kiểm toán, công ty chứng khoán nên chưa có một quy trình phân tích chuẩn từ khâu chuẩn bị phân tích, tiến hành phân tích và công bố thông tin. Việc phân tích chưa được coi như một công việc bắt buộc trong quy trình quản lý của công ty, chưa được tiến hành thường xuyên trong kỳ mà chủ yếu đối phó với yêu cầu khi trình bày trên các báo cáo để công bố thông tin theo quy định. Chính bởi vậy, các thông tin phân tích HĐKD cũng như HQKD của công ty chưa thực sự có chất lượng cao để trợ giúp cho nhà quản lý công ty cũng như các đối tượng quan tâm khác.

Nguồn số liệu để phân tích chủ yếu được lấy từ các báo cáo tài chính. Nhưng cũng có những DN báo cáo tài chính chưa được kiểm toán, nên mức độ tin cậy của chỉ tiêu không cao. Mặt khác, các số liệu lấy từ báo cáo tài chính là các số liệu tài chính, còn các yếu tố phi tài chính khác có ảnh hưởng lớn đến HQKD của DN đều bị bỏ qua như môi trường kinh doanh, tỷ lệ lạm phát, tính chất thời vụ, diễn biến kinh tế, chính trị, như năng lực của người lãnh đạo, đặc điểm tổ chức sản xuất kinh doanh, trình độ, chuyên môn của người lao động, lợi thế cạnh tranh của DN chưa được các công ty đưa vào để đánh giá HQKD của mình... Hơn nữa, số liệu trên báo cáo tài chính mang tính chất lịch sử do phải đảm bảo nguyên tắc giá gốc nên những chỉ tiêu hiệu quả tính toán được mới chỉ phản ánh hiệu quả đã qua mà chưa thể dự đoán được hiệu quả cũng như những rủi ro tương lai của DN. Bên cạnh đó, số liệu trên báo cáo tài chính do chịu ảnh hưởng của các nguyên tắc kế toán nên nếu không hiểu được bản chất và nguyên tắc lập các chỉ tiêu trên báo cáo tài chính khi tính toán các chỉ tiêu phân tích lấy số liệu một cách máy móc từ các báo cáo tài chính sẽ dẫn đến kết quả tính toán bị sai lệch phản ánh không đúng thực tế. Ngoài ra, công ty có thể thay đổi chính sách kế toán, các ước tính kế toán giữa các kỳ như thay đổi phương pháp tính giá HTK, thay đổi phương pháp tính khấu hao TSCĐ dẫn việc so sánh các chỉ tiêu phân tích giữa các kỳ sẽ khập khiễng. Không kể công ty có thể lợi dụng việc áp dụng các nguyên tắc kế toán để chủ động tạo ra các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả như ý dẫn đến đánh giá sai lệch về thực tế của DN.

Mặt khác, theo Thông tư số 09/2010/TT-BTC ban hành ngày 15 tháng 01 năm 2010 *“Hướng dẫn về việc công bố thông tin trên TTCK”*[15] quy định khá chặt chẽ về việc công bố những thông tin của DN, tuy nhiên những thông tin về HQKD của DN không được thông tư này hướng dẫn cụ thể. Trong thông tư chỉ có đề cập đến trường hợp LN sau thuế thu nhập của DN tại báo cáo kết quả kinh doanh giữa kỳ báo cáo so với cùng kỳ báo cáo năm trước có sự biến động từ mười phần trăm (10%) trở lên, tổ chức niêm yết phải giải trình nguyên nhân dẫn đến những biến động bất thường đó trong báo cáo tài chính quý. Các thông tin khác về HQKD của DN không có quy định cụ thể cần phải trình bày mà đây lại là những thông tin quan trọng nhất mà nhà đầu tư muốn tìm kiếm khi xem xét báo cáo thường niên của một công ty. Trong phụ lục hướng dẫn của Thông tư 09/2010 khi trình bày báo cáo thường niên trong phần báo cáo của Ban giám đốc DN phải trình bày về tình hình tài chính của DN trong đó có các thông tin về khả năng sinh lợi nhưng không có hướng dẫn cụ thể phải trình bày những chỉ tiêu nào, thời gian bao nhiêu. Do vậy, các thông tin về HQKD hay khả năng sinh lợi của DN được trình bày trên báo cáo thường niên hết sức khác nhau, mỗi DN trình bày một chỉ tiêu dẫn đến rất khó cho người sử dụng khi so sánh hiệu quả của các công ty để lựa chọn quyết định đầu tư. Bên cạnh đó, các công ty cũng chưa thực sự nhận thức được ý nghĩa của việc cung cấp những thông tin minh bạch, cụ thể về HQKD cho người sử dụng, nên nhiều công ty trình bày các thông tin về hiệu quả kinh doanh trên các bản cáo bạch, báo cáo thường niên còn hết sức sơ sài, chung chung mang tính chất đối phó, các thông tin thiếu sự phân tích, diễn giải nên không thể trợ giúp cho người sử dụng.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 2

Công ty niêm yết là một bộ phận quan trọng cấu thành nên TTCK Việt Nam, là nơi cung cấp hàng hoá cho thị trường. Sự phát triển của TTCK phụ thuộc vào sự thịnh vượng của các công ty niêm yết. Chính vì vậy, HQKD của công ty niêm yết không chỉ là mối quan tâm của chính bản thân công ty, của nhà đầu tư mà của tất cả những đối tượng có mối quan tâm đến TTCK Việt Nam.

Nội dung của chương này đã tập trung giải quyết được một số vấn đề sau:

- Trình bày khái quát lịch sử hình thành, phát triển của TTCK Việt Nam và sự phát triển của các công ty niêm yết trên thị trường. Đồng thời trình bày các điều kiện niêm yết chứng khoán trên TTCK Việt Nam .
- Giới thiệu khái quát mô hình tổ chức quản lý sản xuất kinh doanh của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam.
- Khảo sát và phản ánh thực tế phân tích HQKD trong các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam.
- Đánh giá thực trạng phân tích HQKD tại các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam. Đồng thời cũng đã chỉ ra những hạn chế và nguyên nhân tồn tại trong phân tích HQKD tại các công ty niêm yết từ phía cơ quan quản lý nhà nước và từ phía các công ty niêm yết.

CHƯƠNG 3

QUAN ĐIỂM, NGUYÊN TẮC VÀ GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN PHÂN TÍCH HIỆU QUẢ KINH DOANH TRONG CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

3.1 Sự cần thiết, quan điểm và nguyên tắc hoàn thiện phân tích hiệu quả kinh doanh trong các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

3.1.1 Sự cần thiết phải hoàn thiện phân tích hiệu quả kinh doanh

TTCK đóng một vai trò hết sức quan trọng trong sự phát triển nền kinh tế, thông qua TTCK, các DN, chính phủ đã huy động vốn đầu tư vào sản xuất kinh doanh góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, công nghiệp hóa, hiện đại hóa đất nước. Mặt khác, TTCK đã góp phần thúc đẩy, hoàn thiện nền kinh tế thị trường định hướng xã hội chủ nghĩa ở nước ta; tạo ra môi trường đầu tư cho các nhà đầu tư, DN cũng như các thành viên thị trường. Với nguyên tắc công khai, minh bạch, TTCK là động lực để các DN niêm yết và công ty đại chúng thực hiện kiểm toán, công bố thông tin, quản trị DN theo thông lệ quốc tế, góp phần cơ cấu lại hệ thống DN, đổi mới cơ chế quản lý và nâng cao hiệu quả hoạt động thông qua việc thúc đẩy tiến trình cổ phần hóa DN nhà nước và chuyển đổi thành CTCP.

Một trong những yếu tố quan trọng cấu thành nên TTCK đó là hàng hoá của thị trường và chính các công ty niêm yết là nơi cung cấp hàng hoá đó. Thị trường chỉ có thể phát triển tốt nếu có các hàng hoá tốt, chất lượng cao. Chính vì vậy, sự phát triển của công ty niêm yết là tiền đề để tạo nên một TTCK phát triển và ổn định. Sau hơn 10 năm đi vào hoạt động số lượng và quy mô của các công ty niêm yết ngày càng gia tăng từ chỗ chỉ có vài công ty niêm yết với tỷ lệ vốn hóa chỉ đạt 0,28% GDP năm 2000, đến hết tháng 10/2010 đã đạt đến 38,57% GDP - vượt xa tính toán ban đầu của Bộ Tài chính khi mục tiêu hướng tới của TTCK Việt Nam là đến năm 2010 giá trị vốn hóa đạt 15% GDP. Theo hội thảo về “*Định hướng chiến lược phát triển TTCK*”

Việt Nam giai đoạn 2010-2020” của Ủy ban Chứng khoán tổ chức tại Hà Nội ngày 18/11/2010 dự kiến đến năm 2015, quy mô vốn hóa thị trường đạt 65-70% GDP và đến năm 2020 quy mô vốn hóa thị trường đạt 90-100% GDP. Sự phát triển số lượng các công ty niêm yết sẽ tạo ra nguồn hàng phong phú cho thị trường cũng như cơ hội cho nhà đầu tư có thể lựa chọn được những cổ phiếu tốt. Tuy nhiên, điều đó cũng chính là sức ép với các công ty niêm yết buộc phải nâng cao năng lực quản lý, điều hành, tăng HQKD và minh bạch hoá các thông tin tài chính của DN.

TTCK trong hơn 10 năm qua đã trải qua những bước phát triển thăng trầm, có rất nhiều nguyên nhân tác động đến sự phát triển của thị trường, một trong những nguyên nhân đó là sự minh bạch hoá các thông tin của công ty niêm yết. Sự thiếu thông tin và thông tin không chính xác dẫn đến thị trường hoạt động không lành mạnh, tạo môi trường cho các giao dịch nội gián và sự lũng loạn, thao túng thị trường của một số đối tượng, gây mất niềm tin cho nhà đầu tư. Để TTCK phát triển ổn định và lành mạnh thì một trong những biện pháp quan trọng là phải minh bạch và công khai hoá các thông tin của công ty niêm yết. Trong đó, thông tin về HQKD của các công ty phải được công bố hết sức đầy đủ và chi tiết. Ngoài những chỉ tiêu cơ bản phản ánh trên các báo cáo tài chính, các chỉ tiêu phản ánh HQKD cần phải được cung cấp đầy đủ và cụ thể hơn, đặc biệt việc phân tích các chỉ tiêu này nhằm cung cấp những thông tin cần thiết cho nhà đầu tư là hết sức cần thiết. Chính vì vậy, việc hoàn thiện phân tích HQKD trong các CTCP niêm yết là yêu cầu tất yếu khách quan.

Hoàn thiện phân tích HQKD ngoài việc đem lại lợi ích thiết thực trước hết cho chính bản thân DN, để hiểu và nắm rõ hiệu quả từ việc sử dụng các nguồn lực kinh tế của DN. Qua đó, có thể thấy được những thế mạnh cũng như hạn chế trong việc sử dụng tài sản, tiền vốn của DN mình. Từ đó, nâng cao trình độ quản trị DN, tìm biện pháp quản lý, điều hành tốt nhất để nâng cao HQKD của DN mình. Mặt khác, việc hoàn thiện phân tích HQKD còn giúp DN đưa ra được một bức tranh sống động về hoạt động của DN mình, đưa hình ảnh của DN đến gần với nhà đầu tư, để quảng bá và nâng cao giá trị DN.

Bên cạnh đó, việc hoàn thiện phân tích HQKD còn đem lại lợi ích thiết thực cho các đối tượng khác như: Cơ quan quản lý của nhà nước trong quá trình giám sát DN, đánh giá hoạt động của DN, đưa ra các chính sách quản lý vĩ mô của nhà nước, cho các ngân hàng, tổ chức tài chính, tín dụng trong việc thẩm định và đánh giá DN để đưa ra các chính sách tín dụng, cho DN vay vốn và đặc biệt là đem lại lợi ích đông đảo cho nhà đầu tư trong việc lựa chọn DN để gửi gắm tiền vốn của mình sao cho hiệu quả và an toàn nhất.

3.1.2 Quan điểm hoàn thiện

Xuất phát từ thực tế phân tích HQKD hiện nay tại các DN, cũng như yêu cầu quản lý và nhu cầu sử dụng thông tin của các đối tượng có lợi ích liên quan đến DN, việc hoàn thiện phân tích HQKD tại các DN trên quan điểm:

- Hoàn thiện phân tích hiệu quả kinh doanh phải có khả năng đánh giá được chính xác và toàn diện hiệu quả của các đối tượng, các nguồn lực trong DN, đảm bảo đáp ứng được nhu cầu sử dụng thông tin của các đối tượng khác nhau. Thông tin phân tích HQKD không chỉ phản ánh được HQKD của các kỳ đã qua mà phải dự đoán được tương lai.

- Hoàn thiện phân tích HQKD phải đánh giá được toàn diện HQKD theo các cấp độ khác nhau từ hiệu quả sử dụng các nguồn lực đến khả năng sinh lợi và hiệu quả đầu tư vào cổ phiếu của công ty, trong đó việc đánh giá khả năng sinh lợi của các yếu tố là quan trọng nhất.

- Hoàn thiện phân tích HQKD từ chỉ tiêu phân tích, phương pháp phân tích, tổ chức phân tích phải hết sức khoa học, dễ thực hiện để có tính khả thi cao.

- Hoàn thiện phân tích HQKD trong CTCP niêm yết phải đáp ứng được yêu cầu đặc thù của công ty niêm yết là công ty của đại chúng, nên thông tin phân tích phải hướng đến người sử dụng là đông đảo các nhà đầu tư, phải làm nổi bật được những thông tin về hiệu quả vốn đầu tư của các cổ đông.

- Hoàn thiện phân tích HQKD trên cơ sở thông tin phải được công bố công khai cho người sử dụng dựa trên các báo cáo bắt buộc theo quy định của Nhà nước đối với các công ty niêm yết.

3.1.3 Nguyên tắc hoàn thiện

Hoàn thiện phân tích HQKD là việc làm cần thiết để tăng cường cung cấp thông tin hữu ích của công ty niêm yết cho người sử dụng, từ đó minh bạch hóa thông tin trên TTCK, giúp thị trường hoạt động lành mạnh và thu hút được các nhà đầu tư. Tuy nhiên, để quá trình hoàn thiện mang lại hiệu quả cao, đạt được những kỳ vọng như mong muốn thì việc hoàn thiện phải đảm bảo các nguyên tắc:

- ***Nguyên tắc phù hợp***. Việc xây dựng và thực hiện các giải pháp hoàn thiện phân tích hiệu quả kinh doanh trong các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam phải đảm bảo sự phù hợp. Sự phù hợp được thể hiện trên nhiều khía cạnh khác nhau:

+ Phù hợp với đặc điểm của các công ty niêm yết là sở hữu của công ty thuộc về các cổ đông nên việc phân tích hiệu quả phải đáp ứng được nhu cầu thông tin không chỉ cho quản trị DN mà cho chính các cổ đông của công ty, đặc biệt là các cổ đông phổ thông đó là những người mà lợi ích của họ được ưu tiên bảo vệ tối đa.

+ Phù hợp với quy mô của các công ty. Các công ty niêm yết là những công ty có quy mô lớn, hiện nay các công ty niêm yết trên Sở GDCK Hà nội phải có vốn điều lệ từ 10 tỷ đồng trở lên, công ty niêm yết trên Sở GDCK Thành phố Hồ Chí Minh phải có vốn điều lệ từ 80 tỷ trở lên, các công ty này thường có mô hình tổ chức tổ chức phức tạp, thường theo mô hình tập đoàn công ty mẹ- con. Vì vậy việc phân tích HQKD phải đánh giá được hiệu quả hoạt động của các công ty con và của cả tập đoàn mẹ- con.

+ Phù hợp đặc điểm hoạt động sản xuất kinh doanh của các công ty. Do có quy mô lớn, nhiều các công ty hoạt động trong nhiều lĩnh vực, đa ngành, đa nghề. Việc xây dựng các chỉ tiêu phân tích phải có những chỉ tiêu cụ thể phù hợp cho đặc thù của từng lĩnh vực, từng ngành kinh doanh, có những chỉ tiêu tổng hợp cho toàn DN.

+ Phù hợp với sự phát triển và hoàn thiện của chế độ kế toán, kiểm toán. Việc phân tích tài chính nói chung và phân tích HQKD nói riêng chủ yếu dựa trên số liệu tài chính do kế toán cung cấp, chính vì vậy sự phù hợp của phân tích HQKD với Chế độ kế toán, kiểm toán là một đòi hỏi khách quan. Chế độ kế toán, kiểm toán của Việt Nam ngày càng hoàn thiện và hội nhập với kế toán, kiểm toán quốc tế, chính vì vậy đòi hỏi việc phân tích HQKD cũng phải có sự đổi mới để phù hợp sự phát triển của kế toán, kiểm toán. Ngược lại, từ những nhu cầu thực tế sử dụng thông tin để phân tích cũng thúc đẩy kế toán, kiểm toán ngày càng phải hoàn thiện hơn.

+ Phù hợp với các điều kiện vật chất, kỹ thuật, đội ngũ cán bộ thực tế tại các công ty niêm yết. Các giải pháp đưa ra cần quan tâm đến điều kiện trang thiết bị, cơ sở vật chất tại các công ty. Các công ty niêm yết là các công ty quy mô lớn, có điều kiện cơ sở vật chất thuận lợi, việc ứng dụng công nghệ thông tin trong công tác kế toán cũng như phân tích hoàn toàn có thể thực hiện, trong quá trình hoàn thiện phương pháp phân tích, tổ chức phân tích nên coi đây là lợi thế để việc phân tích thuận lợi và đạt hiệu quả cao. Bên cạnh đó, đội ngũ cán bộ về làm công tác về tài chính, kế toán, phân tích thường cũng có trình độ chuyên môn cao và chuyên nghiệp nên có thể hoàn thiện việc tổ chức phân tích sao cho thật chuyên nghiệp và khoa học.

+ Phù hợp với môi trường kinh doanh ngày càng đa dạng và phức tạp. HĐKD của các DN chịu sự chi phối của rất nhiều các yếu tố. Sự cạnh tranh gay gắt giữa các DN trong nền kinh tế đòi hỏi các DN phải có sự nỗ lực cao, việc phân tích HQKD phải thể hiện được tính cạnh tranh của DN trên thị trường. Bên cạnh đó sự biến động kinh tế, chính trị của từng quốc gia cũng như thế giới cũng có tác động không nhỏ đến HQKD của DN. Vì vậy, việc phân tích HQKD phải chỉ ra được đâu là những nguyên nhân từ bản thân DN, đâu là nguyên nhân khách quan từ bên ngoài tác động để người sử dụng thông tin đánh giá được chính xác bản chất của sự việc.

- Nguyên tắc khả thi: Các giải pháp đưa ra phải có thể thực hiện được, các công ty niêm yết và các đối tượng khác như nhà đầu tư, ngân hàng, cơ quan thuế, cơ quan kiểm toán đều có thể áp dụng được trong điều kiện, cũng như nhu cầu sử dụng thông tin của mình.

- ***Nguyên tắc linh hoạt.*** Việc hoàn thiện phân tích HQKD trong các công ty niêm yết theo hướng linh hoạt có độ mở nhất định để có thể thay đổi phù hợp với những biến động cũng như những yêu cầu đòi hỏi mới của thực tế.

- ***Nguyên tắc đồng bộ.*** Các giải pháp đưa ra phải xét đến nhiều khía cạnh từ các chính sách của Nhà nước, từ các cơ quan quản lý TTCK, từ chính bản thân các công ty niêm yết.

3.2 Các giải pháp hoàn thiện phân tích hiệu quả kinh doanh trong các công ty cổ phần niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

3.2.1 Xây dựng và lựa chọn nội dung và hệ thống chỉ tiêu phân tích hiệu quả kinh doanh

Để đạt được mục tiêu phân tích, nhà phân tích cần phải xác định nội dung phân tích phù hợp. Tại các CTCP niêm yết, xác định nội dung phân tích nhằm đáp ứng các nhu cầu khác nhau của rất nhiều các đối tượng như người lãnh đạo, quản lý DN, nhà đầu tư, cơ quan quản lý của nhà nước là hết sức khó khăn. Do vậy, nội dung phân tích cần tổng quát và bao trùm được các mục tiêu khác nhau. Để đánh giá được đầy đủ và toàn diện về HQKD của công ty cần phải đánh giá HQKD qua các cấp độ khác nhau, thể hiện trình độ sử dụng các nguồn lực kinh tế đến khả năng sinh lợi từ các nguồn lực. Trước tiên, cần đánh giá hiệu quả hoạt động (hay năng lực hoạt động). Nội dung này cần đánh giá mức độ sử dụng các nguồn lực của đơn vị phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh. Khi các nguồn lực được sử dụng triệt để với cường độ cao nhất thì sẽ đem lại kết quả cao cho DN và khi đó HĐKD của DN có hiệu quả cao. Tuy nhiên, mục đích cuối cùng của DN là kinh doanh vì LN, nên biểu hiện cao nhất của HQKD chính là khả năng sinh lợi của các nguồn lực, nó cho biết khả năng tạo ra LN từ các yếu tố đầu vào của DN. Chính vì vậy, nội dung quan trọng nhất trong phân tích HQKD cần thực hiện đó là phân tích khả năng sinh lợi thông qua các chỉ tiêu phản ánh sức sinh lợi. Bên cạnh đó, đối với công ty niêm yết đối tượng quan tâm lớn nhất đến HQKD chính là các nhà đầu tư, cho nên hiệu quả sinh lợi của cổ phiếu công ty cần phải được làm rõ.

Đối tượng sử dụng thông tin HQKD của các công ty niêm yết rất khác nhau, nên việc xây dựng hệ thống chỉ tiêu phân tích chỉ mang tính định hướng và tập trung giải quyết những mục tiêu phân tích cơ bản nhất của từng đối tượng. Mặt khác, các công ty niêm yết thường có quy mô lớn, hoạt động sản xuất kinh doanh phức tạp, ngành nghề kinh doanh đa dạng nên để xây dựng các chỉ tiêu chung cho tất cả các DN là hết sức khó khăn. Bởi vậy, bên cạnh các chỉ tiêu phân tích HQKD chung, luận án hướng tới việc xây dựng và lựa chọn hệ thống chỉ tiêu phân tích HQKD mà các CTCP niêm yết phải công bố công khai trên TTCK.

Tóm lại, để đánh giá toàn diện về HQKD của các CTCP niêm yết trên TTCK cần phải đánh giá đầy đủ về hiệu quả hoạt động, khả năng sinh lợi, và hiệu quả sinh lợi của cổ phiếu công ty.

Qua kết quả khảo sát đã trình bày trong chương 2 của luận án, các chỉ tiêu mà hiện nay các công ty đang sử dụng để phản ánh HQKD tập trung vào 2 nội dung chính là phân tích *năng lực hoạt động* (hiệu quả hoạt động) và phân tích *khả năng sinh lợi*. Nhưng các chỉ tiêu sử dụng còn sơ sài và chưa thống nhất về cách tính toán. Cụ thể, trong nội dung phân tích năng lực hoạt động mới chỉ yêu cầu các công ty trình bày 2 chỉ tiêu là *vòng quay HTK* và *hệ số DTT/tổng tài sản (vòng quay tổng tài sản)*. Các chỉ tiêu phản ánh hiệu quả hoạt động của các đối tượng khác *như tài sản ngắn hạn, tài sản dài hạn, nợ phải thu, nợ phải trả* ... chưa được đề cập mà những chỉ tiêu này có ý nghĩa rất quan trọng với người sử dụng. Hay, trong nội dung phân tích khả năng sinh lợi các chỉ tiêu phản ánh *khả năng sinh lợi của vốn đầu tư của chủ sở hữu, khả năng sinh lợi của vốn cổ phần thường, khả năng sinh lợi từ vốn hoạt động thường xuyên*... chưa được đề cập, mà đây là những chỉ tiêu mà các nhà đầu tư, các cổ đông, ngân hàng rất quan tâm. Chính vì vậy, trong 2 nội dung này chúng tôi đề xuất bổ sung và hoàn thiện một số chỉ tiêu. Về nội dung phân tích *hiệu quả đầu tư sinh lợi của cổ phiếu công ty* mặc dù rất quan trọng với nhà đầu tư nhưng chưa được quy định cụ thể trong các văn bản hướng dẫn, và các công ty cũng rất ít trình bày nên nội dung này chúng tôi sẽ đề xuất hệ thống chỉ tiêu phân tích. Một số

chỉ tiêu đề cập dưới đây cũng được đồng ý của các nhà đầu tư tán thành thông qua kết quả khảo sát (Phụ lục 10).

3.2.1.1. Về phân tích hiệu quả hoạt động

Để đánh giá hiệu quả hoạt động cần xem xét khả năng sử dụng các nguồn lực của đơn vị hay nói cách khác là đánh giá năng lực hoạt động hay năng lực sản xuất của các nguồn lực. Các nguồn lực được xem xét phân tích bao gồm tất cả các đối tượng tài sản mà DN sử dụng cho hoạt động sản xuất kinh doanh, bao gồm: Tổng tài sản, TSCĐ, tài sản dài hạn, tài sản ngắn hạn, các khoản phải thu, các khoản phải trả, HTK. Các chỉ tiêu phân tích hiệu quả hoạt động bao gồm các chỉ tiêu phản ánh số vòng quay của các đối tượng và thời gian các đối tượng quay được 1 vòng. Các chỉ tiêu sử dụng bao gồm:

1. Vòng quay của tổng tài sản:

$$\text{Số vòng quay của tổng tài sản} = \frac{DTT \text{ H\&K D}}{\text{Tổng tài sản BQ}} \quad (3.1)$$

Hệ số này cho biết mức độ luân chuyển của tài sản trong kỳ. Trong kỳ tài sản của DN được sử dụng và luân chuyển bao nhiêu vòng. Trị số của chỉ tiêu càng lớn, năng lực sử dụng TS càng cao, càng tạo điều kiện để nâng cao hiệu quả sử dụng và nâng cao H\&K D. Để xác định chỉ tiêu trên, cần tính toán trị số của từng bộ phận cấu thành chỉ tiêu chính xác, thống nhất, tránh tình trạng mỗi CTCP niêm yết tính toán một cách làm hạn chế giá trị so sánh của chỉ tiêu. Khi tính toán, chỉ tiêu “DTT H\&K D” được lấy từ chỉ tiêu số 03 “DTT về bán hàng và cung cấp dịch vụ” (mã số 10) cộng chỉ tiêu số 06 “DT hoạt động tài chính” (mã số 21) trên Báo cáo kết quả kinh doanh. Khi tính chỉ tiêu số vòng quay của tổng tài sản cũng có thể sử dụng “DTT bán hàng và cung cấp dịch vụ” nhưng theo tác giả nên sử dụng “DTT H\&K D” vì ngoài hoạt động bán hàng thì hoạt động tài chính cũng là H\&K D mà hiện nay rất nhiều các DN thực hiện song hành cùng với H\&K D chính và đem lại nguồn thu nhập cao cho DN.

$$\text{Tổng tài sản BQ} = \frac{\text{Tổng tài sản đầu kỳ} + \text{Tổng tài sản cuối kỳ}}{2} \quad (3.2)$$

Chỉ tiêu này có thể đánh giá khác nhau ở các loại hình DN khác nhau. Đối với các DN sản xuất, yêu cầu sử dụng nhiều tài sản chuyên dụng có giá trị lớn, thì hệ số này có thể gần 1, còn những DN kinh doanh thương mại hệ số này có thể gần 10. Chỉ tiêu này quá thấp có nghĩa tài sản của công ty không được sử dụng có hiệu quả, nhưng chỉ tiêu này nếu quá cao thì cũng có thể DN có quá ít tài sản để có thể đưa ra bán hoặc nhiều tài sản không sử dụng được như đã quá hạn sử dụng, lỗi thời... Khi phân tích chỉ tiêu này nên so sánh với mức trung bình của các DN khác cùng ngành.

2. Vòng quay của HTK

$$\text{Số vòng quay của HTK} = \frac{GVHB}{HTKBQ} \quad (3.3)$$

Chỉ tiêu này cho biết HTK của công ty luân chuyển được mấy vòng trong kỳ, chỉ tiêu này càng cao thể hiện hiệu quả sử dụng HTK càng cao. Ngược lại, nếu chỉ tiêu này quá thấp có nghĩa là HTK của DN bị ứ đọng, lỗi thời khó luân chuyển. Nhưng nếu chỉ tiêu này quá cao cũng có thể công ty không có đủ HTK để cung cấp, có thể ảnh hưởng đến hoạt động bán hàng. Để xác định số vòng quay của HTK, chỉ tiêu “GVHB” được lấy từ chỉ tiêu “GVHB” chỉ tiêu 04 (mã số 11) trên Báo cáo kết quả kinh doanh. HTKBQ được tính bằng BQ chỉ tiêu “HTK” chỉ tiêu IV (mã số 140) bên phần Tài sản ngắn hạn trên Bảng cân đối kế toán đầu kỳ và cuối kỳ

3. Thời gian 1 vòng quay của HTK

Khi phân tích về tình hình luân chuyển HTK, ngoài chỉ tiêu phản ánh số vòng quay cần bổ sung thêm chỉ tiêu phản ánh thời gian 1 vòng quay

$$\text{Thời gian 1 vòng quay HTK} = \frac{\text{Thời gian của kỳ phân tích}}{\text{Vòng quay HTK}} \quad (3.4)$$

Chỉ tiêu này cho biết số ngày trung bình HTK luân chuyển được 1 vòng, chỉ tiêu này càng nhỏ thì HTK có khả năng luân chuyển càng nhanh và hiệu quả sử

dụng càng cao. Để tính chỉ tiêu này thời gian của kỳ phân tích nếu tháng thì lấy 30 ngày, quý là 90 ngày và năm là 360 ngày

4. Vòng quay của tài sản ngắn hạn:

$$\text{Vòng quay của tài sản ngắn hạn} = \frac{DTT H\acute{D}KD}{\text{Tài sản ngắn hạn BQ}} \quad (3.5)$$

Chỉ tiêu này cho biết BQ tài sản ngắn hạn được luân chuyển sử dụng bao nhiêu lần trong kỳ. Chỉ tiêu này cho biết hiệu quả sử dụng tài sản ngắn hạn, chỉ tiêu này càng cao hiệu quả sử dụng tài sản ngắn hạn càng cao.

Trong đó, chỉ tiêu “Tài sản ngắn hạn” được tính bằng BQ chỉ tiêu “Tài sản ngắn” chỉ tiêu A (mã số 100) bên phần Tài sản trên Bảng cân đối kế toán đầu kỳ cuối kỳ. Tuy nhiên, khi tính toán chỉ tiêu này cần điều chỉnh một số khoản thực chất ghi nhận là tài sản ngắn hạn nhưng đang bị mất mát, hư hỏng ...không sử dụng cho sản xuất kinh doanh, số liệu trên tài khoản “Tài sản thiếu chờ xử lý”

5. Vòng quay tài sản dài hạn

$$\text{Vòng quay của tài sản dài hạn} = \frac{DTT H\acute{D}KD}{\text{Tài sản dài hạn BQ}} \quad (3.6)$$

Chỉ tiêu này cho biết trong kỳ tài sản dài hạn của công ty luân chuyển được mấy vòng, chỉ tiêu này càng cao thể hiện hiệu quả sử dụng tài sản dài hạn càng cao. Chỉ tiêu “Tài sản dài hạn BQ” được tính bằng BQ chỉ tiêu “Tài sản dài hạn” chỉ tiêu B (mã số 200) bên phần “Tài sản” trên Bảng cân đối kế toán đầu kỳ và cuối kỳ.

6. Vòng quay của TSCĐ

$$\text{Vòng quay của TSCĐ} = \frac{DTT H\acute{D}KD}{\text{Giá trị còn lại của TSCĐ BQ}} \quad (3.7)$$

Chỉ tiêu này cho biết trong kỳ TSCĐ của công ty luân chuyển được mấy vòng, chỉ tiêu này càng cao thể hiện hiệu quả sử dụng TSCĐ. Cũng như chỉ tiêu vòng quay tổng tài sản, chỉ tiêu này nếu quá thấp thể hiện DN sử dụng không có hiệu quả

TSCĐ, nhưng nếu chỉ tiêu này quá cao thể hiện tài sản của DN ở mức quá thấp và DN sẽ phải chịu chi phí vốn trong tương lai để tăng tài sản.

Trong đó, chỉ tiêu “TSCĐ BQ” được tính bằng BQ chỉ tiêu “TSCĐ” chỉ tiêu II (mã số 220) bên phần “Tài sản dài hạn” trên Bảng cân đối kế toán đầu kỳ và cuối kỳ

7. Vòng quay của các khoản phải thu

$$\text{Vòng quay của các khoản phải thu} = \frac{DTT H\&K D}{\text{Các khoản phải thu BQ}} \quad (3.8)$$

Chỉ tiêu này cho biết các khoản phải thu của DN luân chuyển bao nhiêu lần trong kỳ. Để tính chỉ tiêu này các khoản phải thu BQ chỉ tính đến các khoản phải thu thương mại, không kể các khoản khách hàng đã ứng trước và các khoản phải thu không mang tính chất thương mại như các khoản ký cược, ký quỹ, cho vay, mượn tạm thời...chỉ tiêu này không thể lấy trên báo cáo tài chính mà trên các sổ kế toán của công ty.

Để đánh giá khả năng quay vòng các khoản phải thu có thể tính chỉ tiêu:

$$\text{Thời gian 1 vòng quay các khoản phải thu} = \frac{\text{Thời gian của kỳ phân tích}}{\text{Vòng quay các khoản phải thu}} \quad (3.9)$$

Chỉ tiêu này cho biết số ngày trung bình các khoản phải thu quay được 1 vòng, chỉ tiêu này nếu quá cao chính tỏ khách hàng thanh toán quá chậm, tài sản của DN bị chiếm dụng nhiều. Nhưng nếu chỉ tiêu này quá thấp thể hiện chính sách bán hàng của công ty quá chặt chẽ, nên mức lý tưởng là tương đương với các DN khác cùng ngành, thông thường thời gian 1 vòng quay khoản phải thu dưới 30 ngày. Khi phân tích chỉ tiêu này cần so sánh với các kỳ trước, nếu chỉ tiêu ngày càng tăng chính tỏ chính sách quản lý nợ kém hiệu quả.

8. Vòng quay của các khoản phải trả

$$\text{Vòng quay của các khoản phải trả} = \frac{\text{Giá vốn hàng mua vào}}{\text{Các khoản phải trả BQ}} \quad (3.10)$$

Chỉ tiêu cho biết các khoản phải trả của DN quay bao nhiêu lần trong kỳ. Để tính chỉ tiêu này giá vốn của hàng mua vào trong kỳ phải lấy trên sổ kế toán của công ty.

Hoặc có thể tính

$$\frac{\text{Thời gian 1 vòng quay các khoản phải trả}}{\text{Thời gian của kỳ phân tích}} = \frac{\text{Thời gian của kỳ phân tích}}{\text{Vòng quay các khoản phải trả}} \quad (3.11)$$

Chỉ tiêu này nếu quá cao thể hiện công ty đang thiếu vốn và phải huy động các khoản vốn chiếm dụng của nhà cung cấp, tăng các khoản nợ quá hạn.

Trên thực tế, các chỉ tiêu phân tích vòng quay và thời gian quay vòng của các khoản phải thu, các khoản phải trả thường được các nhà phân tích xếp vào nhóm chỉ tiêu phân tích khả năng thanh toán, tuy nhiên theo chúng tôi khi phân tích HQKD của doanh nghiệp nhóm chỉ tiêu này cũng hết sức quan trọng, nó thể hiệu quả sử dụng vốn kinh doanh của doanh nghiệp và tác động trực tiếp đến hiệu quả kinh doanh điều này đã được Haitham Nobanee, Modar Abdullatif, Maryam AlHajjar (2011) chứng minh trong nghiên cứu “*Cash conversion cycle and firm's performance of Japanese firms*” [48]. Khi rút ngắn thời gian thu hồi các khoản nợ phải thu và kéo dài thời gian thanh toán các khoản nợ phải trả sẽ làm tăng lượng nguồn tiền vốn sử dụng cho hoạt động kinh doanh, điều này đặc biệt đúng với các doanh nghiệp có quy mô vừa, nguồn vốn kinh doanh không quá dư thừa.

3.2.1.2. Về phân tích khả năng sinh lợi

Để đánh giá khả năng sinh lợi, các nhà phân tích cần xem xét khả năng tạo ra LN (LN gộp, lợi nhuận sau thuế, LN trước thuế và lãi vay) từ các nguồn lực đầu vào như tổng tài sản, VCSH, vốn cổ phần thường, vốn kinh doanh sử dụng hoạt động thường xuyên....hay từ yếu tố đầu ra phản ánh kết quả như DTT, DTT HĐKD, tổng luân chuyển thuần. Các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi bao gồm:

1. Hệ số khả năng sinh lợi của DT (ROS)

$$\text{Hệ số khả năng sinh lợi DT} = \frac{LN}{DTT} \quad (3.12)$$

Chỉ tiêu này cho biết mỗi đồng DTT đem lấy mấy đồng LN. Trị số của chỉ tiêu này càng cao phản ánh HQKD càng cao và ngược lại. Chỉ tiêu “LN” ở tử số có thể

là “LN sau thuế” (mã số 60), “LN gộp”(mã số 20), “LN HĐKD” (mã số 30), “LN trước thuế và lãi vay” (mã số 50 cộng mã số 23) được lấy từ Báo cáo kết quả kinh doanh. Và mẫu số của chỉ tiêu cũng thống nhất là “DTT của HĐKD” bao gồm “DT bán hàng và CCDC” (mã số 10) cộng với “DT hoạt động tài chính” (mã số 21) trên báo cáo kết quả kinh doanh

2. Hệ số khả năng sinh lợi của tổng tài sản (ROA)

$$\text{Hệ số khả năng sinh lợi của tổng tài sản} = \frac{LN}{\text{Tổng tài sản BQ}} \quad (3.13)$$

Chỉ tiêu này cho biết mỗi đồng tài sản BQ trong kỳ đem lấy mấy đồng LN, chỉ tiêu này càng lớn HQKD càng cao.

Khi tính chỉ tiêu khả năng sinh lợi của tài sản thông thường tính theo công thức:

$$\text{Hệ số khả năng sinh lợi của tổng tài sản} = \frac{LN \text{ sau thuế}}{\text{Tổng tài sản BQ}} \quad (3.14)$$

Tuy nhiên, trong tổng tài sản của DN có tài sản thuộc sở hữu DN, có tài sản vay ngoài. Mặt khác, để tránh tác động của việc thay đổi thuế suất thuế thu nhập DN giữa các năm do chính sách thuế của nhà nước cũng như sự khác biệt về chính sách ưu đãi thuế TNDN, khi tính chỉ tiêu này nên lấy tử số của chỉ tiêu là LN trước thuế cộng chi phí lãi vay

$$\text{Hệ số khả năng sinh lợi cơ bản của tổng tài sản} = \frac{LN \text{ trước thuế} + \text{Chi phí lãi vay}}{\text{Tổng tài sản BQ}} \quad (3.15)$$

Tử số của công thức được tính bằng cách lấy số liệu chỉ tiêu 14 "Tổng LN kế toán trước thuế thu nhập DN" (Mã số 60) cộng (+) số liệu của chỉ tiêu “Chi phí lãi vay” (mã số 23) trên Báo cáo kết quả HĐKD

3. Hệ số khả năng sinh lợi VCSH (ROE)

$$\text{Hệ số khả năng sinh lợi của VCSH BQ} = \frac{LN \text{ sau thuế}}{VCSH \text{ BQ}} \quad (3.16)$$

Chỉ tiêu này cho biết mỗi đồng VCSH BQ trong kỳ đem lại mấy đồng LN sau thuế, trị số của chỉ tiêu càng lớn, HQKD càng cao. ROE của một công ty càng cao

càng chứng tỏ công ty này sử dụng đồng vốn có hiệu quả, khả năng thu hồi vốn của các cổ đông cao, và tất nhiên, giá cổ phiếu của công ty này trên sàn GDCK càng cao. Một trong những tiêu chí đánh giá công ty có đủ năng lực tài chính theo chuẩn quốc tế hay không, là chỉ số ROE phải đạt mức tối thiểu 15%. Khi xem xét chỉ tiêu này cũng cần phải so sánh với tỷ lệ vay vốn BQ trên thị trường, chỉ tiêu này đạt được phải lớn hơn tỷ lệ vay vốn BQ của thị trường thì mới có hiệu quả. Chỉ tiêu “VCSH BQ” được tính bằng BQ chỉ tiêu “VCSH” chỉ tiêu I (mã số 410) bên phần B- Nguồn VCSH, trên Bảng cân đối kế toán đầu kỳ và cuối kỳ. Cũng có quan điểm khi tính chỉ tiêu này, lấy từ số của chỉ tiêu là “LN trước thuế”, nhưng theo chúng tôi từ số của chỉ tiêu là “LN sau thuế” phản ánh chính xác hơn vì đây mới chính là số lợi nhuận doanh nghiệp đạt được và thuộc về sở hữu của DN.

4. Hệ số khả năng sinh lợi của vốn đầu tư của chủ sở hữu (ROIC)

$$\text{Hệ số khả năng sinh lợi của} \quad = \quad \frac{\text{LN sau thuế}}{\text{Vốn đầu tư của chủ sở hữu BQ}} \quad (3.17)$$

Chỉ tiêu này cho biết mỗi đồng vốn đầu tư của chủ sở hữu BQ trong kỳ đem lại mấy đồng LN sau thuế, trị số của chỉ tiêu càng lớn, HQKD càng cao. Chỉ tiêu này được các nhà đầu tư thực sự quan tâm vì họ muốn biết khả năng tạo ra LN từ số vốn mà họ góp vào công ty, do vậy chỉ tiêu này cao sẽ có sức hấp dẫn nhà đầu tư. Khi phân tích chỉ tiêu này nên so sánh với các chỉ tiêu khác trong cùng ngành và so sánh với lãi suất vay vốn BQ trên thị trường để thấy được tính cạnh tranh của doanh nghiệp

Trong đó, chỉ tiêu vốn đầu tư BQ của chủ sở hữu được xác định bằng bằng BQ chỉ tiêu “Vốn đầu tư của chủ sở hữu” chỉ tiêu 1 trong mục I (mã số 411) bên phần B- Nguồn VCSH, trên Bảng cân đối kế toán đầu kỳ và cuối kỳ.

5. Hệ số khả năng sinh lợi của vốn cổ phần thường

$$\text{Hệ số khả năng sinh lợi của} \quad = \quad \frac{\text{LN sau thuế - Cổ tức chi trả cho cổ phiếu ưu đãi- Các quỹ DN}}{\text{Vốn cổ phần thường BQ}} \quad (3.18)$$

Chỉ tiêu này cho biết một đồng vốn cổ phần thường mà cổ đông thường đầu tư vào công ty đem lại mấy đồng LN sau thuế. Đây là chỉ tiêu được các cổ đông hết sức quan tâm, nó cho biết họ sẽ thu được bao nhiêu LN từ vốn góp vào công ty. Khi tính chỉ tiêu này, cần loại trừ số cổ tức chi trả cho cổ phiếu ưu đãi và phần LN đã sử dụng để trích các quỹ DN khỏi LN sau thuế. Cổ tức ưu đãi, các quỹ DN như quỹ dự phòng, quỹ phúc lợi... không thuộc về các cổ đông thường. Đồng thời, cũng cần loại số vốn cổ phần ưu đãi khỏi vốn đầu tư khi tính chỉ tiêu này. Khi phân tích chỉ tiêu này cần kết hợp với chỉ tiêu lãi cơ bản trên cổ phiếu (EPS) để có thể đánh giá được toàn diện khả năng sinh lợi từ vốn cổ phần thường. Mặt khác, khi phân tích cũng cần so sánh chỉ tiêu này với tỷ lệ lãi suất vay vốn BQ trên thị trường cũng như so với các DN khác

Chỉ tiêu vốn cổ phần thường BQ được xác định bằng BQ chỉ tiêu vốn cổ phần thường đầu kỳ và cuối kỳ.

$$\begin{array}{l} \text{Vốn cổ phần} \\ \text{thường đầu} \\ \text{kỳ(hoặc cuối kỳ)} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Vốn đầu tư của chủ} \\ \text{sở hữu đầu kỳ} \\ \text{(hoặc cuối kỳ)} \end{array} - \begin{array}{l} \text{Vốn cổ phần ưu đãi} \\ \text{hiện có đầu kỳ(hoặc} \\ \text{cuối kỳ)} \end{array} \quad (3.19)$$

$$\begin{array}{l} \text{Vốn cổ phần ưu đãi} \\ \text{đầu kỳ(hoặc cuối} \\ \text{kỳ)} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Số lượng cổ phần ưu} \\ \text{đãi đang lưu hành} \\ \text{đầu kỳ(cuối kỳ)} \end{array} \times \begin{array}{l} \text{Mệnh giá cổ phiếu ưu} \\ \text{đãi} \end{array} \quad (3.20)$$

Số lượng cổ phiếu ưu đãi đầu kỳ (hoặc cuối kỳ) được xác định trên chỉ tiêu 22đ “Cổ phiếu” chi tiết dòng cổ phiếu ưu đãi trên Thuyết minh báo cáo tài chính.

6. Hệ số khả năng sinh lợi của vốn hoạt động (ROCE)

Khi phân tích khả năng sinh lợi theo chỉ tiêu ROA, có thể gặp phải hạn chế do tổng tài sản BQ được tính toán dựa trên chỉ tiêu tổng tài sản trên bảng cân đối kế toán của DN, số liệu này được cấu thành bởi khá nhiều bộ phận, trong đó có những bộ phận sẽ thay đổi một cách nhanh chóng trong vòng một vài ngày, nghĩa là vào ngày chốt sổ kế toán để tiến hành lập báo cáo tài chính (chẳng hạn là 31/12/N) và ngay sau đó, tức là vào tháng 1/N+1, tổng tài sản của DN là khác nhau, ví dụ như: các khoản mục HTK, phải thu, phải trả. Điều này sẽ ảnh hưởng lớn đến chỉ tiêu ROA dù tính theo bất kỳ cách nào như trên. Hay khi phân tích theo chỉ tiêu ROE

chúng ta cũng có thể gặp hạn chế trong trường hợp DN muốn tăng VCSH để giảm gánh nặng vốn vay, nếu tốc độ tăng VCSH cao hơn tốc độ tăng LN sau thuế thì có nghĩa là ROE sẽ giảm sút so với trước khi tăng vốn. Khi đó, nhà phân tích có thể sử dụng chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi từ vốn hoạt động hay vốn được sử dụng thường xuyên cho sản xuất kinh doanh.

$$\text{Hệ số khả năng sinh lợi của vốn hoạt động} = \frac{\text{LN trước thuế và lãi vay}}{\text{Vốn hoạt động BQ}} \quad (3.21)$$

Chỉ tiêu này cho biết mỗi đồng vốn đang được sử dụng thường xuyên tại DN tạo ra bao nhiêu đồng LN sau thuế. Chỉ tiêu “Vốn hoạt động” được tính bằng tổng tài sản trừ đi các khoản nợ ngắn hạn hay được tính bằng VCSH cộng các khoản nợ, vay dài hạn. Khi phân tích chỉ tiêu này cần so sánh số liệu biến động giữa các năm, so sánh với số BQ của ngành và so sánh với lãi suất BQ trên thị trường. Chỉ tiêu này phải cao hơn lãi suất BQ trên thị trường thì vốn đầu tư vào DN mới có hiệu quả.

7. Hệ số khả năng chi trả lãi vay

$$\text{Hệ số khả năng chi trả lãi vay} = \frac{\text{LN trước thuế} + \text{Chi phí lãi vay}}{\text{Chi phí lãi vay}} \quad (3.22)$$

Chỉ tiêu này cho biết khả năng chi trả lãi vay của DN. Đây là chỉ tiêu được các ngân hàng, chủ nợ, đơn vị cung cấp tín dụng cho DN hết sức quan tâm. Trị số của chỉ tiêu này nếu lớn hơn 1, chứng tỏ LN của DN có khả năng bù đắp đủ chi phí đi vay; nếu nhỏ hơn 1, chứng tỏ LN của DN không đủ chi trả lãi đi vay; nếu bằng 1, chứng tỏ LN thu được chỉ đủ trang trải lãi đi vay

3.2.1.3 Về phân tích hiệu quả sinh lợi của cổ phiếu công ty

Bất kỳ nhà đầu tư nào cũng đều mong muốn thu được hiệu quả cao từ số vốn đã đầu tư vào công ty. Hiệu quả đầu tư vốn vào công ty được thể hiện qua các chỉ tiêu phản ánh số tiền lãi trên mỗi cổ phần (EPS), mức cổ tức được chia trên mỗi cổ phần (DPS), mức cổ tức so với LN của mỗi cổ phiếu (DPT), mức cổ tức so với giá thị trường của cổ phiếu (DYR) hay hệ số giá cả so với LN cổ phiếu (P/E), hệ số giá thị trường so với giá trị sổ sách (P/B)

1. Lãi cơ bản trên mỗi cổ phiếu (EPS)

$$\text{Lãi cơ bản trên cổ phiếu} = \frac{\text{LN sau thuế - Cổ tức chi trả cho cổ phiếu ưu đãi -
Phần trích lập các quỹ khen thưởng, phúc lợi, quỹ
dự phòng tài chính}}{\text{Số lượng cổ phiếu thường BQ đang lưu hành}} \quad (3.23)$$

Chỉ tiêu này cho biết mức LN mà mỗi cổ phiếu thường thu được trong kỳ. Theo Chuẩn mực Việt Nam số 30 “Lãi cơ bản trên cổ phiếu”, ban hành theo Quyết định số 100/QĐ-BTC ngày 28/12/2005 của Bộ Tài chính và theo Thông tư số 21/2005/TT-BTC ngày 20 tháng 3 năm 2006 của Bộ Tài chính hướng dẫn thực hiện khi tính chỉ tiêu này, tử số của chỉ tiêu được tính bằng LN sau thuế thu nhập trong kỳ trừ (-) các khoản điều chỉnh giảm và cộng (+) thêm các khoản điều chỉnh tăng LN hoặc lỗ sau thuế thu nhập DN. Trong đó các khoản điều chỉnh giảm chỉ bao gồm cổ tức trả cho cổ phần ưu đãi mà chưa loại trừ các khoản điều chỉnh giảm khác không thuộc về lợi ích của cổ đông thiểu số như các quỹ khen thưởng, phúc lợi, dự phòng tài chính. Theo chúng tôi, phần LN sau khi trừ phần cổ tức ưu đãi phải trừ cả khoản trích lập các quỹ này. Bởi vì, 2 quỹ khen thưởng và phúc lợi được lấy từ LN sau thuế nhưng được chi trả cho người lao động, thưởng ban quản lý điều hành của công ty mà không phải dành cho cổ đông thường. Và quỹ dự phòng tài chính cũng được trích lập từ LN sau thuế nhưng mục đích là để bù đắp những tổn thất, những thua lỗ trong kinh doanh chứ cũng không phải dành cho cổ đông thường.

2. Mức chi trả cổ tức trên mỗi cổ phiếu (DPS):

Phản ánh mức chi trả cổ tức cho cổ phiếu thường, chỉ tiêu này càng lớn chứng tỏ nhà đầu tư có thể thu được tiền cổ tức càng cao.

$$\text{Mức chi trả cổ tức so với LN cổ phiếu} = \frac{\text{Tổng số cổ tức chi trả cho cổ phiếu thường}}{\text{Số lượng cổ phiếu thường BQ đang lưu hành}} \quad (3.24)$$

3. Mức chi trả cổ tức so với LN cổ phiếu (DPT):

Phản ánh tỷ lệ cổ tức chi trả cho mỗi cổ phiếu thường so với LN thu được trên mỗi cổ phiếu. Trị số của chỉ tiêu tính ra càng lớn, chứng tỏ cổ tức chi trả càng

cao, số LN giữ lại hoặc phân phối cho các lĩnh vực khác càng thấp và ngược lại.

$$\frac{\text{Mức chi trả cổ tức so với LN cổ phiếu}}{\text{Mức cổ tức chi trả cho mỗi cổ phiếu thường}} = \frac{\text{LN cho mỗi cổ phiếu thường}}{\text{Mức cổ tức chi trả cho mỗi cổ phiếu thường}} \quad (3.25)$$

4. Mức cổ tức so với giá thị trường cổ phiếu (D/YR):

Chỉ tiêu này phản ánh một đồng thị giá cổ phiếu đem lại cho chủ sở hữu (cổ đông) mấy đồng cổ tức:

$$\frac{\text{Mức cổ tức so với giá thị trường cổ phiếu}}{\text{Mức cổ tức chi trả cho mỗi cổ phiếu thường}} = \frac{\text{Giá thị trường của mỗi cổ phiếu thường}}{\text{Mức cổ tức chi trả cho mỗi cổ phiếu thường}} \quad (3.26)$$

5. Hệ số giá cả so với LN cổ phiếu (P/E):

Chỉ tiêu này phản ánh một đơn vị LN mà mỗi cổ phiếu thu được tương ứng với mấy đơn vị giá cổ phiếu trên thị trường.

$$\frac{\text{Hệ số giá cả so với LN cổ phiếu}}{\text{Giá thị trường của mỗi cổ phiếu}} = \frac{\text{LN cho mỗi cổ phiếu}}{\text{Giá thị trường của mỗi cổ phiếu}} \quad (3.27)$$

6. Hệ số giá trị thị trường so với giá trị sổ sách (P/B):

Phản ánh một đơn vị giá trị sổ sách của chủ sở hữu tương ứng với mấy đơn vị giá thị trường. Trị số của chỉ tiêu càng lớn, chứng tỏ giá trị đồng vốn của chủ đầu tư trên thị trường càng cao và ngược lại.

$$\frac{\text{Hệ số giá trị thị trường so với giá trị sổ sách}}{\text{Giá thị trường của mỗi cổ phiếu thường}} = \frac{\text{Giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu thường}}{\text{Giá thị trường của mỗi cổ phiếu thường}} \quad (3.28)$$

Trong đó, giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu thường được tính theo công thức:

$$\frac{\text{Giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu thường}}{\text{Tổng VCSH - Số cổ phần ưu đãi}} = \frac{\text{Số lượng cổ phiếu thường lưu hành}}{\text{Giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu thường}} \quad (3.29)$$

Có thể khái quát các chỉ tiêu phân tích HQKD tại công ty niêm yết qua bảng 3.6:

BẢNG 3.1: Hệ thống chỉ tiêu phân tích HQKD tại CTCP niêm yết

TT	Chỉ tiêu	Đối tượng sử dụng thông tin
I	Nhóm chỉ tiêu phản ánh hiệu quả hoạt động (năng lực hoạt động)	
1	Vòng quay của tổng tài sản	Nhà quản lý DN, ngân hàng, nhà đầu tư, chủ sở hữu
2	Vòng quay của HTK	Nhà quản lý DN, ngân hàng, nhà đầu tư, chủ sở hữu
3	Thời gian 1 vòng quay của HTK	Nhà quản lý DN, ngân hàng, nhà đầu tư, chủ sở hữu
4	Vòng quay của tài sản ngắn hạn	Nhà quản lý DN, ngân hàng, nhà đầu tư, chủ sở hữu
5	Vòng quay của tài sản dài hạn	Nhà quản lý DN, ngân hàng, nhà đầu tư, chủ sở hữu
6	Vòng quay của TSCĐ	Nhà quản lý DN, ngân hàng, nhà đầu tư, chủ sở hữu
7	Vòng quay các khoản phải thu	Nhà quản lý DN, nhà đầu tư, chủ sở hữu
8	Thời gian 1 vòng quay của các khoản phải thu	Nhà quản lý DN, nhà đầu tư, chủ sở hữu
9	Vòng quay của các khoản phải trả	Nhà quản lý DN, ngân hàng, chủ sở hữu
10	Thời gian 1 vòng quay của khoản phải trả	Nhà quản lý DN, ngân hàng, chủ sở hữu
II	Nhóm chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi	
1	Hệ số khả năng sinh lợi của DT (ROS)	Nhà quản lý DN, ngân hàng, nhà đầu tư, chủ sở hữu
2	Hệ số khả năng sinh lợi của tổng tài sản (ROA)	Nhà quản lý DN, ngân hàng, chủ sở hữu
3	Hệ số khả năng sinh lợi của VCSH (ROE)	Nhà quản lý DN, ngân hàng, nhà đầu tư, chủ sở hữu
4	Hệ số khả năng sinh lợi của vốn đầu tư của chủ sở hữu (ROIC)	Nhà quản lý, nhà đầu tư, chủ sở hữu, chủ sở hữu
5	Hệ số khả năng sinh lợi của vốn cổ phần thường	Nhà quản lý, nhà đầu tư, chủ sở hữu, chủ sở hữu
6	Hệ số khả năng sinh lợi của vốn hoạt động (ROCE)	Nhà quản lý DN, ngân hàng, nhà đầu tư, chủ sở hữu
7	Hệ số khả năng chi trả lãi vay	Nhà quản lý DN, ngân hàng, chủ sở hữu

III	Nhóm chỉ tiêu phản ánh hiệu quả sinh lợi của cổ phiếu công ty	
1	Lãi cơ bản trên mỗi cổ phiếu (EPS)	Nhà quản lý DN, nhà đầu tư, chủ sở hữu
2	Mức chi trả cổ tức trên mỗi cổ phiếu (DPS)	Nhà quản lý DN, nhà đầu tư, chủ sở hữu
3	Mức chi trả cổ tức so với LN cổ phiếu (DPT)	Nhà quản lý DN, nhà đầu tư, chủ sở hữu
4	Mức cổ tức so với giá thị trường cổ phiếu (DYR)	Nhà quản lý DN, nhà đầu tư, chủ sở hữu
5	Hệ số giá cả so với LN cổ phiếu (P/E)	Nhà quản lý DN, nhà đầu tư, chủ sở hữu
6	Hệ số giá trị thị trường so với giá trị sổ sách (P/B)	Nhà quản lý DN, nhà đầu tư, chủ sở hữu

3.2.2 Hoàn thiện cách thức vận dụng phương pháp phân tích

Để thông tin phân tích về HQKD có thể đem lại giá trị hữu ích cho người sử dụng, các chỉ tiêu phân tích phải được xem xét, đánh giá dưới nhiều góc độ, khía cạnh khác nhau, phải đánh giá được xu hướng, triển vọng cũng như chỉ ra các nhân tố tác động để từ đó người sử dụng thông tin đưa ra những quyết định phù hợp. Hiện nay, việc phân tích HQKD tại các công ty niêm yết hầu hết mới chỉ sử dụng phương pháp so sánh để so sánh chỉ tiêu của kỳ phân tích với kỳ trước. Các phương pháp phân tích khác chưa được sử dụng để đánh giá mức độ của các nhân tố ảnh hưởng đến HQKD. Do đó, thông tin cung cấp cho người sử dụng rất hạn chế. Để khắc phục nhược điểm đó, theo chúng tôi khi phân tích HQKD trong các công ty niêm yết cần sử dụng các phương pháp phân tích một cách hết sức linh hoạt để đưa ra được những nhận xét, đánh giá toàn diện, cụ thể về HQKD của công ty. Các hướng hoàn thiện vận dụng phương pháp phân tích sau đây sẽ gắn với mục đích phân tích cụ thể.

3.2.2.1- Vận dụng kết hợp phương pháp so sánh với phương pháp đồ thị (hoặc phương pháp biểu đồ) để phân tích nhịp điệu và xu hướng tăng trưởng hiệu quả kinh doanh

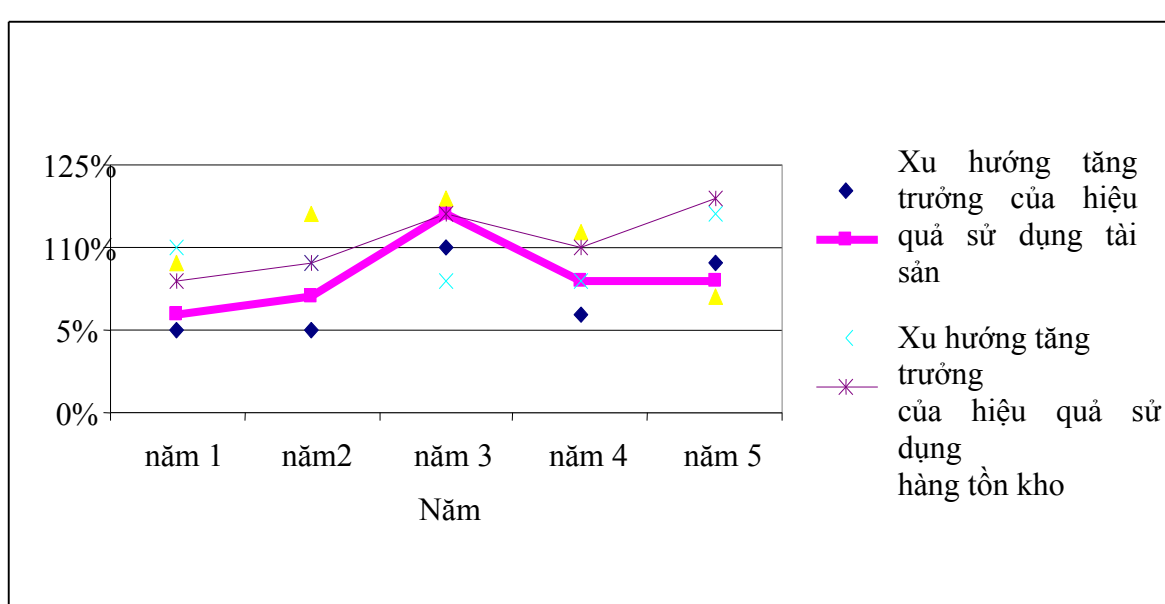
Yêu cầu đặt ra về HQKD đối với các DN là không chỉ có tốc độ tăng trưởng cao mà quan trọng hơn, tăng trưởng phải bền vững. Muốn vậy, DN phải bảo đảm

được nhịp điệu tăng trưởng ổn định, đều đặn. Chính vì thế, phân tích xu hướng và nhịp điệu tăng trưởng HQKD của DN là một nội dung thiết yếu, không những giúp cho các nhà quan trọng DN xác định chiến lược kinh doanh mà còn giúp cho các nhà đầu tư có cơ sở tin cậy để ra quyết định dài hạn.

Để phân tích nhịp điệu và xu hướng tăng trưởng HQKD, cần phải kết hợp phương pháp so sánh với phương pháp đồ thị hoặc phương pháp biểu đồ. Theo đó, trước hết các DN phải lựa chọn chỉ tiêu phản ánh rõ nét nhất HQKD của mình (chẳng hạn: ROE hoặc ROS, ...) rồi sử dụng cách thức so sánh bằng số tương đối động thái định gốc (nếu phân tích xu hướng tăng trưởng) hay so sánh bằng số tương đối động thái liên hoàn (nếu phân tích nhịp điệu tăng trưởng), sau đó, sử dụng đồ thị hoặc biểu đồ để thể hiện kết quả phân tích. Đường biểu diễn kết quả so sánh bằng số tương đối động thái định gốc $[y_i/y_0 \text{ (} i = 1, n \text{)}]$ sẽ thể hiện xu hướng tăng trưởng của HQKD (đi lên, đi xuống hay không thay đổi); còn đường biểu diễn kết quả so sánh bằng số tương đối động thái liên hoàn $[y_{(i+1)}/y_i \text{ (} i = 1, n \text{)}]$ lại thể hiện nhịp điệu tăng trưởng (ổn định, đều đặn hay bất bình).

**BẢNG 3.2: Bảng so sánh tốc độ tăng trưởng định gốc về
năng lực hoạt động**

Kỳ so sánh Chỉ tiêu	Năm (N-4)/ (N-5)	Năm (N-3)/ (N-5)	Năm (N-2)/ (N-5)	Năm (N-1)/ (N-5)	Năm N/ (N-5)
1. Tốc độ tăng trưởng về số vòng quay của tổng tài sản					
2. Tốc độ tăng trưởng về số vòng quay hàng tồn kho					
3...					



BIỂU ĐỒ 3.1: Xu hướng tăng trưởng về năng lực hoạt động của tổng tài sản và hàng tồn kho

BẢNG 3.3: Bảng so sánh tốc độ tăng trưởng liên hoàn về năng lực hoạt động

Kỳ so sánh Chỉ tiêu	Năm (N-4)/ (N-5)	Năm (N-3)/ (N-4)	Năm (N-2)/ (N-3)	Năm (N-1)/ (N-3)	Năm N/ (N-1)
1. Tốc độ tăng trưởng về số vòng quay của tổng tài sản					
2. Tốc độ tăng trưởng về số vòng quay hàng tồn kho					
3...					

3.2.2.2 - Vận dụng phương pháp so sánh bằng số bình quân để xác định vị trí hiện tại của doanh nghiệp

Khi so sánh các chỉ tiêu phản ánh HQKD của DN so với các DN khác trong cùng ngành, cùng lĩnh vực hoặc so với trung bình ngành nhà phân tích cũng có thể lập bảng phân tích dưới dạng bảng 3.3:

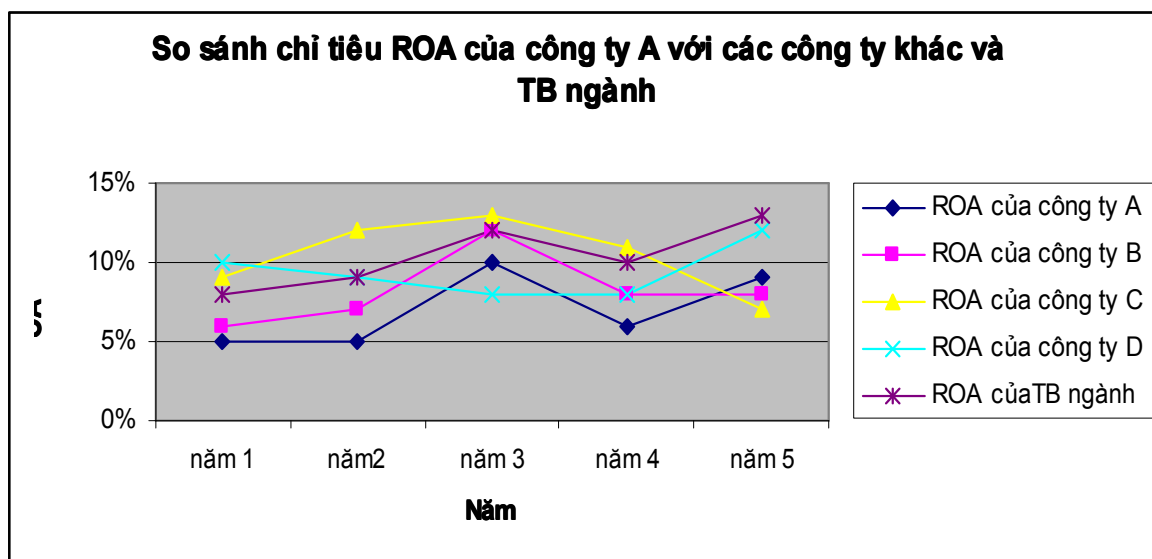
BẢNG 3.4: Bảng đánh giá khái quát HQKD so với các DN khác trong cùng ngành

Kỳ thông tin: N

Chỉ tiêu	TB ngành	(DN..)	(DN B)	(DNA)	DN	Chỉ tiêu của D N so với				
						TB ngành	(DN A)		(DN B)	
							±	%	±	%
I. Nhóm chỉ tiêu phản ánh hiệu quả hoạt động										
1. Vòng quay tổng tài sản										
2.Vòng quay HTK										
3.....										

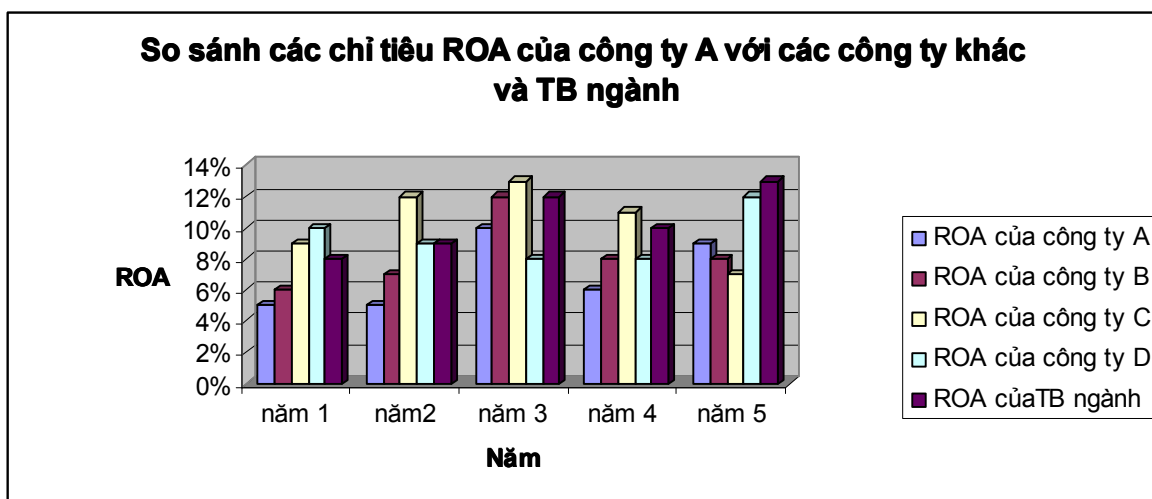
Có thể vận dụng kết hợp phương pháp so sánh bằng số BQ với phương pháp đồ thị để làm rõ hơn vị trí hiện tại của DN về HQKD. Đồ thị thể hiện trực quan và sinh động sự biến động của các chỉ tiêu giúp người sử dụng thông tin dễ dàng đánh giá được khái quát HQKD của DN.

Giả sử để đánh giá khái quát sự biến động của hệ số khả năng sinh lợi tổng tài sản (ROA) của công ty A giữa các năm, so với các công ty khác trong cùng ngành kinh doanh và so với số trung bình của ngành như biểu đồ 3.1



BIỂU ĐỒ 3.2: So sánh chỉ tiêu ROA của công ty với các công ty khác và so với TB của ngành kinh doanh (dạng dòng)

Hoặc có thể phản ánh khái quát chỉ tiêu ROA của công ty giữa các năm và so sánh với các công ty khác, so sánh với số BQ của ngành theo biểu đồ như biểu đồ 3.2:



BIỂU ĐỒ 3.3: So sánh chỉ tiêu ROA của công ty với các công ty khác và so với TB của ngành kinh doanh (dạng cột)

Căn cứ vào đồ thị trên, các nhà phân tích sẽ đưa các nhận xét, đánh giá sự biến động của chỉ tiêu phân tích về tốc độ, xu hướng, cũng như nhận định sự phát triển của các chỉ tiêu trong mối tương quan với các DN khác.

3.2.2.3. Vận dụng phương pháp loại trừ để xác định mức độ ảnh hưởng của các nhân tố đến sự biến động của chỉ tiêu phản ánh hiệu quả kinh doanh

Để xác định mức độ ảnh hưởng của từng nhân tố đến chỉ tiêu nghiên cứu, tùy thuộc vào mối quan hệ của chỉ tiêu nghiên cứu với các nhân tố nhà phân tích có thể sử dụng phương pháp loại trừ dưới dạng phương pháp thay thế liên hoàn hoặc phương pháp số chênh lệch. Để áp dụng phương pháp này cần thực hiện theo các bước sau:

- + Xác định chỉ tiêu phản ánh đối tượng nghiên cứu;
- + Xác định các nhân tố ảnh hưởng đến đối tượng nghiên cứu;
- + Thể hiện mối quan hệ giữa chỉ tiêu phản ánh đối tượng nghiên cứu với các nhân tố ảnh hưởng dưới dạng tích số hoặc thương số;
- + Sắp xếp các nhân tố ảnh hưởng và xác định ảnh hưởng của chúng đến chỉ tiêu nghiên cứu theo thứ tự nhân tố số lượng được xác định trước rồi mới đến nhân tố chất lượng; trường hợp có nhiều nhân tố số lượng hoặc nhiều nhân tố chất lượng thì xác định nhân tố chủ yếu trước rồi mới đến nhân tố thứ yếu sau;
- + Thay thế giá trị của từng nhân tố ảnh hưởng đến chỉ tiêu nghiên cứu một cách lần lượt. Cần lưu ý là có bao nhiêu nhân tố thì thay thế bấy nhiêu lần và nhân tố nào đã thay thế thì được giữ nguyên giá trị đã thay thế (kỳ phân tích) cho đến lần thay thế cuối cùng;
- + Tổng hợp nhân tố ảnh hưởng, rút ra nhận xét và kết luận.

Giả sử muốn phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến chỉ tiêu *thời gian 1 vòng quay HTK*, nhà phân tích có thể tiến hành theo bước sau:

- + Xác định chỉ tiêu phân tích:

$$\text{Thời gian 1 vòng quay HTK} = \frac{\text{Thời gian kỳ nghiên cứu}}{\text{Số vòng quay hàng tồn kho}} = \frac{\text{Thời gian kỳ nghiên cứu} \times \text{Hàng tồn kho BQ}}{\text{GVHB}} \quad (3.30)$$

Hay khi phân tích khả năng sinh lợi của tổng tài sản nhà phân tích có thể hiện hành như sau:

+ Xác định chỉ tiêu phân tích:

$$\text{Hệ số khả năng sinh lợi của tổng tài sản} = \frac{\text{LN sau thuế}}{\text{Tổng tài sản BQ}} \quad (3.33)$$

+ Xác định nhân tố ảnh hưởng đến chỉ tiêu phân tích là tổng tài sản BQ và LN sau thuế

+ Xác định mức độ ảnh hưởng của từng nhân tố đến chỉ tiêu phân tích:

$$\begin{aligned} \text{Mức ảnh hưởng của tổng tài sản BQ đến sự biến động của sức sinh lợi của tài sản} &= \frac{\text{LN sau thuế kỳ gốc}}{\text{Tổng TSBQ kỳ phân tích}} - \frac{\text{LN sau thuế kỳ gốc}}{\text{Tổng TSBQ kỳ gốc}} \quad (3.34) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Mức ảnh hưởng của LN sau thuế đến sự biến động của sức sinh lợi của tài sản} &= \frac{\text{LN sau thuế kỳ phân tích}}{\text{Tổng TSBQ kỳ phân tích}} - \frac{\text{LN sau thuế kỳ gốc}}{\text{Tổng TSBQ quân kỳ phân tích}} \quad (3.25) \end{aligned}$$

3.2.2.4- Vận dụng kết hợp phương pháp Dupont với phương pháp loại trừ

Để phản ánh được mối quan hệ giữa các bộ phận phản ánh HQKD với cấu trúc tài chính và sức sinh lợi của tài sản, cần sử dụng kết hợp phương pháp Dupont với phương pháp loại trừ. Để sử dụng phương pháp này, nhà phân tích cần thực hiện theo trình tự sau:

+ Xác định chỉ tiêu theo công thức gốc;

+ Vận dụng mô hình Dupont để biến đổi công thức gốc thành phương trình có nhiều biến số tác động;

+ Sử dụng phương pháp loại trừ để xác định mức độ ảnh hưởng của từng nhân tố đến chỉ tiêu phân tích;

+ Tổng hợp nhân tố ảnh hưởng, rút ra nhận xét, kiến nghị và đề xuất các giải pháp nâng cao HQKD.

Giả sử khi phân tích hệ số khả năng sinh lợi của tổng tài sản, từ công thức gốc, nhà phân tích tiến hành biến đổi công thức gốc bằng cách nhân (x) tử số và mẫu số với cùng VCSH, ta có:

$$\text{Hệ số khả năng sinh lợi của tổng tài sản} = \frac{\text{VCSH BQ}}{\text{Tổng tài sản BQ}} \times \frac{\text{LN sau thuế}}{\text{VCSH BQ}} \quad (3.36)$$

Trong đó:

$$\frac{\text{VCSH BQ}}{\text{Tổng tài sản BQ}} = \frac{\text{VCSH BQ}}{\text{Tổng nguồn vốn BQ}} = \text{Hệ số tài trợ BQ} \quad (3.37)$$

Vì thế:

$$\text{Khả năng sinh lợi của tổng tài sản} = \text{Hệ số tài trợ BQ} \times \frac{\text{Khả năng sinh lợi của VCSH}}{\text{VCSH}} \quad (3.38)$$

Thông qua mối quan hệ này, các nhà quản lý thấy được: Để nâng cao hiệu quả sử dụng tổng tài sản, cần có cấu trúc tài chính phù hợp, an toàn, sao cho vừa bảo đảm an ninh tài chính cho hoạt động của DN, vừa bảo đảm hiệu quả sử dụng tổng tài sản. Mối quan hệ này cho thấy: Khả năng sinh lợi của tổng tài sản chỉ cao khi hệ số tài trợ cao và ROE cao. Mức ảnh hưởng của từng nhân tố trên đến sự biến động của ROA giữa kỳ phân tích so với kỳ gốc được xác định như sau:

$$\begin{aligned} \text{Mức ảnh hưởng của} & \quad \text{Mức chênh lệch} \\ \text{hệ số tài trợ đến sự} & \quad \text{giữa kỳ phân tích} \\ \text{biến động của sức sinh} & \quad \text{với kỳ gốc của} \\ \text{lợi của tài sản} & \quad \text{Hệ số tài trợ} \end{aligned} \times \frac{\text{Khả năng sinh lợi của VCSH kỳ gốc}}{\text{VCSH}} \quad (3.39)$$

$$\begin{aligned} \text{Mức ảnh hưởng của} & \quad \text{Mức chênh lệch} \\ \text{khả năng sinh lợi} & \quad \text{giữa kỳ phân tích so} \\ \text{VCSH đến sự biến} & \quad \text{với kỳ gốc của khả} \\ \text{động của khả năng} & \quad \text{năng sinh lợi VCSH} \\ \text{sinh lợi của tài sản} & \end{aligned} \times \frac{\text{Hệ số tự tài trợ kỳ phân tích}}{\text{Hệ số tự tài trợ kỳ gốc}} \quad (3.40)$$

Để thuận lợi cho việc phân tích khả năng sinh lợi tổng tài sản, có thể lập bảng phân tích theo mẫu bảng 3.5:

BẢNG 3.6: Bảng phân tích khả năng sinh lợi của tổng tài sản

Kỳ phân tích: N

Chỉ tiêu	(N-...)	(N-3)	(N-2)	(N- 1)	N	Kỳ N so với				
						...	(N- 2)		(N - 1)	
							±	%	±	%
1. Tổng tài sản BQ										
2. LN sau thuế										
3. Hệ số khả năng sinh lợi của tổng tài sản										
4. Mức độ ảnh hưởng tổng tài sản BQ										
5. Mức độ ảnh hưởng của LN sau thuế										
6. Mức độ ảnh hưởng của hệ số tự tài trợ										
7. Mức độ ảnh hưởng của khả năng sinh lợi VCSH										

3.2.3 Hoàn thiện quy trình tổ chức phân tích

Việc hoàn thiện phân tích HQKD của các công ty niêm yết là việc làm thực sự cần thiết, xuất phát từ những đòi hỏi khách quan cũng như thực tế chủ quan tại các công ty này. Hoàn thiện quy trình phân tích HQKD yêu cầu phải hoàn thiện từ tổ chức phân tích, nội dung, chỉ tiêu phân tích và phương pháp phân tích. Hoàn thiện quy trình tổ chức phân tích HQKD với mục đích giúp cho quá trình thực hiện phân tích được diễn ra một cách khoa học, hợp lý và chuyên nghiệp từ đó thông tin phân tích cung cấp được chính xác, kịp thời và hiệu quả. Từ thực tế hiện nay tại các CTCP yết hầu hết cũng chưa xây dựng được một quy trình phân tích HQKD chuẩn, việc phân tích chủ yếu dựa vào sự tư vấn của các công ty chứng khoán như vậy sẽ không tạo ra sự chủ

động cho công ty. Với tiềm lực của các công ty niềm yết việc tự xây dựng một quy trình phân tích chuẩn cho DN mình là việc hết sức khả thi. Quy trình phân tích HQKD bao gồm 3 bước: chuẩn bị phân tích, tiến hành phân tích và kết thúc phân tích.

Nội dung công việc cụ thể trong quy trình phân tích HQKD như sau:

**** Giai đoạn chuẩn phân tích:***

Đây là bước đầu hết sức quan trọng, tạo tiền đề cho việc phân tích được diễn ra suôn sẻ và thu được kết quả tốt nhất. Trong giai đoạn này phải thực hiện các công việc như xây dựng kế hoạch phân tích, xác định chỉ tiêu phân tích, thu tập thông tin, tài liệu phục vụ phân tích và tính toán các chỉ tiêu phân tích.

@ Xây dựng kế hoạch phân tích: Trong việc xây dựng kế hoạch phân tích trước tiên phải xác định rõ mục tiêu, nội dung phân tích. Mục tiêu phân tích phụ thuộc vào đối tượng sử dụng thông tin, mỗi đối tượng khác nhau thì nhu cầu sử dụng thông tin sẽ khác, căn cứ vào nhu cầu sử dụng thông tin của họ mà DN xác định trọng tâm thông tin phân tích cần cung cấp.

BẢNG 3.7: Phân loại mục tiêu và nội dung phân tích theo đối tượng sử dụng thông tin

TT	Đối tượng sử dụng thông tin	Nhu cầu sử dụng thông tin	Mục tiêu và nội dung phân tích
1	Lãnh đạo, người quản lý DN	- Đánh giá được đúng đắn chất lượng sử dụng các yếu tố đầu vào - Đánh giá khả năng tạo ra lợi ích kinh tế của từng yếu tố. - Xác định giá trị DN - Dự đoán khả năng tăng trưởng của DN	- Phân tích hiệu quả sử dụng tài sản, nguồn vốn, chi phí phí thông qua các chỉ tiêu hiệu quả sử dụng như số vòng quay và thời gian quay vòng của các yếu tố. Việc phân tích vừa phải khái quát vừa chi tiết, cụ thể. - Phân tích khả năng sinh lợi từ tài sản, vốn kinh doanh của DN

2	Chủ sở hữu công ty	- Xác định khả năng sinh lợi của đồng vốn mà họ đã góp vào DN - Xác định mức độ an toàn và khả năng tăng trưởng của vốn. - Xác định giá trị DN	- Phân tích hiệu quả hoạt động của tài sản, vốn kinh doanh - Phân tích khả năng sinh lợi của tài sản, vốn kinh doanh đặc biệt là khả năng sinh lợi của VCSH, khả năng sinh lợi vốn đầu tư của chủ sở hữu, khả năng sinh lợi vốn cổ phần thường. - Phân tích hiệu quả khả năng sinh lợi của cổ phiếu công ty
3	Nhà đầu tư	- Xác định khả năng sinh lợi từ số vốn mà họ sẽ đầu tư - Xác định mức độ an toàn và khả năng tăng trưởng của vốn. - Đối chiếu, so sánh với các DN khác để quyết định phương án đầu tư	- Phân tích khả năng sinh lợi của VCSH, khả năng sinh lợi vốn đầu tư của chủ sở hữu, khả năng sinh lợi vốn cổ phần thường. - Phân tích hiệu quả sinh lợi của cổ phiếu công ty. - Xác định hệ số giá của cổ phiếu so với LN của cổ phiếu, mức chi trả cổ tức...
4	Ngân hàng, đơn vị cung cấp tín dụng	- Xác định khả năng thanh toán và hoàn trả các khoản nợ gốc cũng như lãi đi vay của DN	- Phân tích vòng quay các khoản phải trả, khả năng sinh lợi từ tài sản, VCSH, vốn hoạt động và vốn vay.
5	Cơ quan thuế	- Kiểm tra độ tin cậy của các số liệu thuế phải nộp mà các DN đã kê khai	- Phân tích hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lợi để xác định tính hợp lý về số LN phải chịu thuế trong kỳ.

Sau khi xác định được mục tiêu cung cấp thông tin DN sẽ xác định thời gian tiến hành phân tích và phân công trách nhiệm phân tích.

@ Xác định các chỉ tiêu phân tích: Trên cơ sở nội dung phân tích, các nhà phân tích cần tiến hành xác định các chỉ tiêu phân tích phù hợp với từng nội dung. Có xác định hệ thống chỉ tiêu phân tích phù hợp mới có thể chuyển tải được mục đích và nội dung phân tích đã đề ra, giúp những người sử dụng có được những thông tin quan trọng, cần thiết cho công việc của mình. Các chỉ tiêu này đã được đề cập ở mục 3.2.1

@ Thu thập và xử lý tài liệu phục vụ cho phân tích:

Để phục vụ cho việc phân tích HQKD, cần thiết phải thu thập đủ các tài liệu liên quan đến phân tích như hệ thống BCTC (đã được kiểm toán); kế hoạch về các hoạt động của công ty; dự toán tài sản, tiền, nguồn vốn, DT, chi phí; Nghị quyết Đại hội cổ đông, Hội đồng quản trị; báo cáo thường niên và các tài liệu khác (các báo cáo phân tích của các tổ chức, các chuyên gia; các kết luận thanh tra, kiểm tra; các báo cáo điều chỉnh; ...). Các số liệu phải được thu thập trong nhiều kỳ kế toán từ 3 đến 5 năm. Yêu cầu của việc thu thập tài liệu là phải bảo đảm đủ, không thừa, không thiếu. Nếu thu thập thừa tài liệu sẽ lãng phí công sức, tiền của; còn nếu thu thập tài liệu thiếu, kết luận phân tích sẽ không chính xác.

Tài liệu sử dụng cho phân tích phải có độ tin cậy cao, nếu tài liệu không chính xác hoặc phản ánh không trung thực thì việc phân tích sẽ không có giá trị. Do vậy, sau khi đã thu thập đầy đủ tài liệu, cần tiến hành kiểm tra nhằm bảo đảm độ tin cậy của tài liệu trên các mặt như tính hợp pháp, tính hợp lý, tính thống nhất và tính đầy đủ.

- Tính hợp pháp: Tài liệu phải được xác nhận của các cơ quan có thẩm quyền. Các báo cáo tài chính phải có ý kiến xác nhận của kiểm toán, trong trường hợp kiểm toán viên có ý kiến ngoại trừ thì khi phân tích DN phải giải trình cụ thể lý do nếu ý kiến đó có ảnh hưởng đến chỉ tiêu phân tích.

- Tính hợp lý: Các số liệu phải chi tiết cụ thể, ngắn gọn, dễ hiểu và được trình bày đúng theo hình thức quy định.

- Tính thống nhất: Các tài liệu phải có tính liên tục. Các số liệu trong từng báo cáo giữa các kỳ phải thống nhất nhau (thống nhất về cách tính, cách xác định, đánh giá)

- Tính đầy đủ: Các tài liệu thu thập phải đầy đủ để cung cấp thông tin cho quá trình phân tích.

Sau khi thực hiện xong 2 bước trên, nếu phát hiện ra những thông tin còn thiếu hoặc chưa chính xác để phân tích theo yêu cầu thì tiến hành sửa hoặc bổ sung. Trên cơ sở nguồn tài liệu đã thu thập, các nhà phân tích sẽ tiến hành tính toán các chỉ tiêu phục vụ cho công tác phân tích. Việc tính toán có thể được trợ giúp bởi các phương tiện kỹ thuật tiên tiến như máy tính với các phần mềm chuyên dụng

**** Giai đoạn thực hiện phân tích:***

Đây là giai đoạn quan trọng để đưa ra các kết luận phân tích. Tuy nhiên, do nhu cầu sử dụng thông tin của mỗi đối tượng khác nhau nên việc thực hiện phân tích có thể tiến hành ở các mức độ khác nhau. Song, xét trên góc độ chủ thể phân tích là các công ty niêm yết, phân tích để cung cấp thông tin cho các đối tượng nên việc phân tích vừa phải khái quát, vừa cụ thể, chi tiết để cung cấp được những thông tin chính xác, khách quan và toàn diện nhất về HQKD của công ty.

Thực tế hiện nay tại các công ty niêm yết, khi trình bày thông tin trên bản cáo bạch và báo cáo thường niên mới chỉ phân tích hết sức khái quát thông qua việc so sánh chỉ tiêu phân tích của kỳ này với các kỳ trước. Thực hiện phân tích đơn giản như vậy chưa đánh giá được chính xác HQKD, chưa chỉ ra được tác động của từng nhân tố cũng như nguyên nhân ảnh hưởng đến HQKD. Theo chúng tôi việc thực hiện phân tích trước hết cần đánh giá khái quát các chỉ tiêu, sau đó tiến hành phân tích chi tiết, xác định ảnh hưởng của từng nhân tố đến chỉ tiêu phân tích và cuối cùng đưa ra kết luận phân tích.

+Đánh giá khái quát HQKD của công ty:

Để có được những nhận định sơ bộ, khái quát về HQKD của công ty, nhà phân tích tính ra các chỉ tiêu phản ánh khái quát HQKD và sử dụng phương pháp so sánh để đánh

giá mức độ biến động của các chỉ tiêu so với kỳ gốc hoặc so với BQ của ngành, của lĩnh vực. Bên cạnh đó, nhà phân tích kết hợp với phương pháp biểu đồ, đồ thị để phản ánh sự biến động của các chỉ tiêu làm tăng sức thuyết phục. Ở Việt Nam, việc so sánh số liệu phân tích với BQ chung của ngành còn gặp khó khăn do chưa có một tổ chức chuyên nghiệp nào đứng ra cung cấp các số liệu phân tích BQ ngành để giúp các nhà phân tích. Năm 2010, Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam dưới sự bảo trợ của Văn phòng Chủ tịch nước có soạn thảo và phát hành *“Báo cáo thường niên: Chỉ số tín nhiệm Việt Nam”*, trong báo cáo này có phần xếp hạng tín nhiệm các DN đã lên sàn chứng khoán, trong đó có đưa ra một số các chỉ tiêu đánh giá khả năng sinh lợi BQ theo ngành. Nhưng số lượng các chỉ tiêu rất hạn chế, chỉ có vài chỉ tiêu như ROA, ROE, tỷ lệ lãi ròng trên DT, P/E, P/B. Ngoài ra, các công ty tư vấn chứng khoán, các tổ chức đầu tư chứng khoán và tài chính lớn của nước ngoài họ tự thu thập số liệu và tính toán các chỉ tiêu BQ này, nếu điều kiện cho phép DN có thể mua lại của họ để sử dụng. Hoặc có thể tham khảo các chỉ tiêu BQ ngành của thế giới. Còn về phía DN, việc so sánh này có thể thực hiện được khi so sánh với một số các DN có quy mô giống mình trong cùng ngành.

+Phân tích nhân tố ảnh hưởng và mức độ ảnh hưởng của từng nhân tố đến các chỉ tiêu phản ánh HQKD:

Để thông tin phân tích hữu ích với người sử dụng cần phải chỉ ra được các nhân tố ảnh hưởng đến HQKD của công ty và mức độ ảnh hưởng của từng nhân tố. Căn cứ vào mối quan hệ giữa chỉ tiêu phân tích và các nhân tố ảnh hưởng nhà phân tích xác định mức độ ảnh hưởng của từng nhân tố đến chỉ tiêu phản ánh HQKD thông qua các phương pháp như phương pháp loại trừ, phương pháp thay thế liên hoàn..Phân tích nhân tố ảnh hưởng có thể dựa trên công thức gốc hoặc phân tích theo công thức biến đổi của Dupont. Chẳng hạn, phân tích chỉ tiêu hệ số khả năng sinh lợi của tổng tài sản theo công thức gốc ảnh hưởng của 2 nhân tố là LN sau thuế và tổng tài sản BQ. Nhà phân tích sử dụng phương pháp số chênh lệch hoặc phương pháp thay thế liên hoàn để xác định mức độ ảnh hưởng của LN sau thuế và tổng tài sản đến sự biến động của hệ số khả năng sinh lợi tổng tài sản giữa kỳ phân tích so với kỳ gốc. Tuy nhiên, phân tích theo công thức gốc có hạn chế là không thấy được ảnh hưởng của các nhân tố mang tính bản chất quyết định đến khả năng sinh lợi của tổng tài sản như như tổ chức quản lý tài sản, quản lý chi phí, chính sách bán hàng, cấu trúc tài

chính...Do vậy, nhà phân tích có thể biến đổi công thức gốc theo mô hình Dupont về dạng hàm số có nhiều biến số để phân tích (trình bày chi tiết trong mục 3.2.1). Ngoài ra, trong quá trình phân tích, nhà phân tích nên đưa thêm tác động của các nhân tố định tính có ảnh hưởng đến HQKD như tổ chức quản lý, năng lực lãnh đạo, khả năng cạnh tranh, hoặc các nguyên nhân khác quan khác như lạm phát, trình hình chính trị...

+Tổng hợp kết quả phân tích, rút ra nhận xét, kết luận:

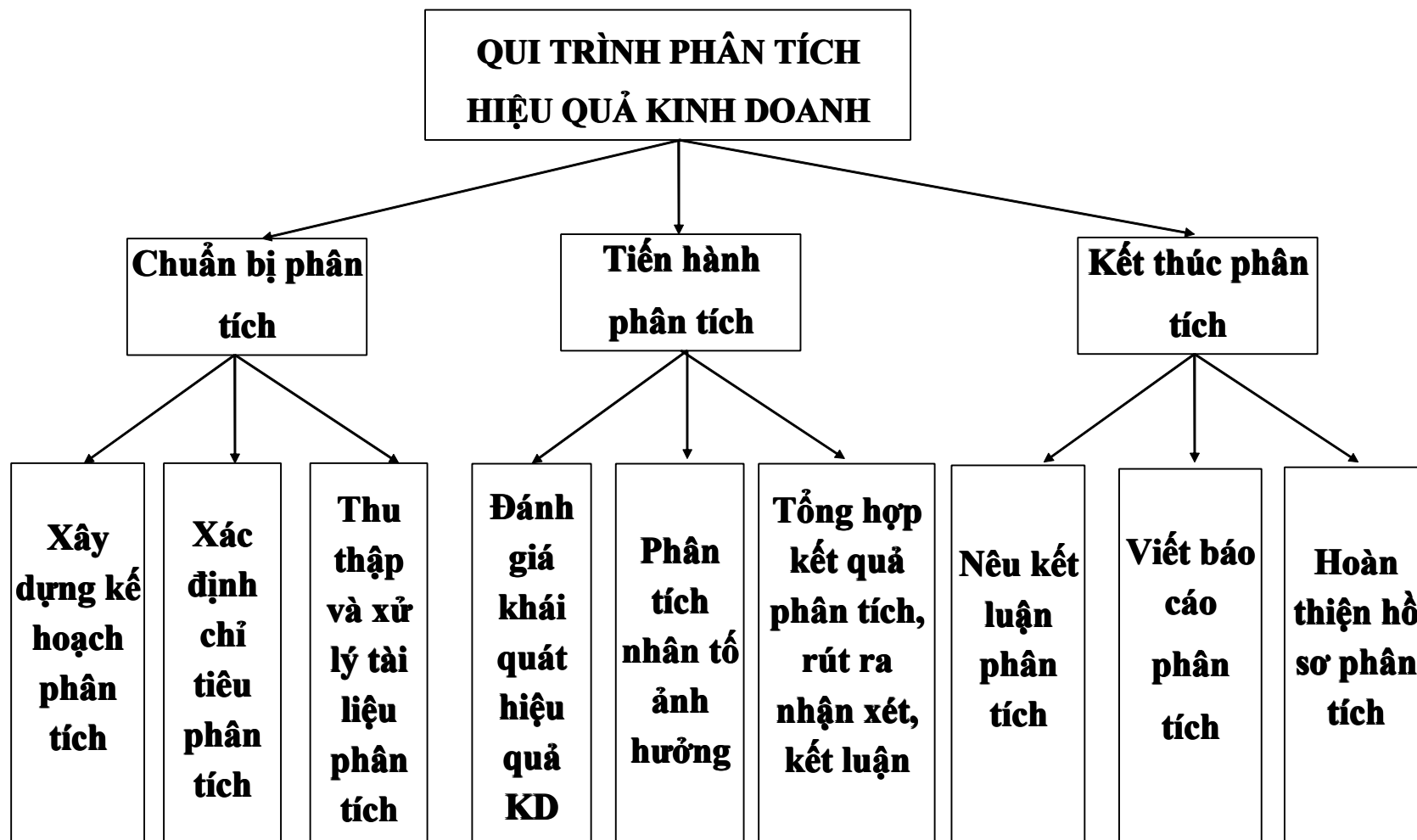
Trên cơ sở tính toán cũng như phân tích sự ảnh hưởng của các nhân tố đến HQKD của DN, nhà phân tích nên tổng hợp lại ảnh hưởng của tất cả các nhân tố, chỉ ra nhân tố chủ quan, nhân tố khách quan, nhân tố tích cực, tiêu cực... và đưa ra các nhận định, dự đoán cho các năm tương lai để người sử dụng thông tin đưa ra quyết định.

**** Giai đoạn kết thúc phân tích:***

Sau khi tiến hành phân tích, nhà phân tích cần kết luận lại những vấn đề cốt lõi mà nội dung phân tích đã đạt được, sau đó viết các báo cáo phân tích và lập hồ sơ phân tích.

Báo cáo phân tích trình bày lại các kết quả phân tích. Trong báo cáo ngoài những thông tin chung về DN, phần nội dung báo cáo cần trình bày đầy đủ các chỉ tiêu phân tích. Đồng thời phần phân tích, đánh giá, ảnh hưởng của các nhân tố cũng phải được trình bày cụ thể. Đối với báo cáo phân tích sử dụng phục vụ cho nội bộ DN cần đề xuất các kiến nghị giải pháp mang tính chất tư vấn cho nhà quản lý DN để khai thác các tiềm năng, lợi thế của DN, cũng như hạn chế rủi ro để nâng cao HQKD của DN một cách bền vững. Báo cáo phân tích có thể được trình bày trước Ban Giám đốc, Đại hội cổ đông... và được trình bày thành một báo cáo chi tiết kèm theo bản cáo bạch và báo cáo thường niên. Ngoài ra, báo cáo phân tích HQKD của công ty nên được công khai trên website của công ty để các nhà đầu tư, các đối tượng quan tâm có thể dễ dàng tra cứu.

Các tài liệu liên quan đến hoạt động phân tích và báo cáo phân tích được lập thành bộ hồ sơ và lưu lại tại DN. Hồ sơ phân tích bao gồm toàn bộ các tài liệu liên quan đến quá trình phân tích từ tài liệu, thông tin thu thập, dữ liệu làm cơ sở phân tích, báo cáo phân tích và các sản phẩm khác của quá trình phân tích. Hồ sơ phân tích phải được lưu giữ như một tài liệu quản lý quan trọng của công ty.



SƠ ĐỒ 3.1: Quy trình tổ chức phân tích HQKD

3.3 Điều kiện thực hiện các giải pháp

Hoàn thiện phân tích HQKD trong các công ty niêm yết theo hướng cung cấp thông tin hữu ích và minh bạch về HĐKD của công ty niêm yết cho các đối tượng sử dụng thông tin, đặc biệt là cho các nhà đầu tư là việc làm hết sức cần thiết để tăng chất lượng hoạt động của TTCK, giúp thị trường lấy được niềm tin của nhà đầu tư, từ đó phát triển ổn định và bền vững. Bên cạnh đó, hoàn thiện phân tích HQKD cũng nhằm góp thêm cho các nhà quản lý công cụ hữu ích trong quản trị kinh doanh và quản lý kinh tế tài chính của các DN, giúp DN hoạt động bền vững và có hiệu quả. Tuy nhiên, các giải pháp đưa ra có phát huy được tác dụng hay không cần có các điều kiện từ Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và các Sở GDCK cũng như từ các công ty niêm yết và các bên có liên quan.

3.3.1 Về phía Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

Để thực hiện các giải pháp hoàn thiện phân tích HQKD trong các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam về phía Ủy Ban Chứng khoán Nhà nước bên cạnh những giải pháp vĩ mô để ổn định và phát triển thị trường quan tâm đến hoàn thiện các vấn đề sau:

- Hoàn thiện hệ thống các văn bản pháp luật về công bố thông tin trên TTCK. Theo đó, các thông tin về tình hình tài chính cũng như HQKD của các công ty niêm yết cần cụ thể hơn theo hướng minh bạch hoá thông tin. Bên cạnh đó, cũng cần có những hướng dẫn cụ thể các nội dung cần trình bày về HQKD để các công ty có thể áp dụng thống nhất. Yêu cầu các công ty phải giải trình rõ ràng hơn về các biến động của tình hình tài chính cũng như HQKD của DN, chỉ ra những nguyên nhân, nhân tố tác động cả về mặt định tính và định lượng để người sử dụng thông tin hiểu một cách thấu đáo hơn. Yêu cầu các công ty trình bày các thông tin về phân tích tình hình tài chính cũng như HQKD của công ty niêm yết không chỉ trình bày qua một vài chỉ tiêu đơn giản mà nên có một báo cáo riêng như một phụ lục kèm theo các bản cáo bạch cũng như các báo cáo thường niên. Đồng thời, việc công bố thông tin phải được công khai trên website của công ty và dễ dàng cho người sử dụng.

- Hỗ trợ cho các DN khi phân tích, cần xây dựng hệ thống chỉ tiêu tài chính theo ngành, theo lĩnh vực kinh doanh, thường xuyên cập nhật để tạo cơ sở cho các DN có số liệu so sánh. Hạn chế lớn nhất hiện nay khi phân tích tài chính nói chung hay phân tích HQKD tại các công ty là thiếu số liệu so sánh của ngành. Trên thực tế các DN không đủ khả năng để có thể tự thu thập thông tin và xây dựng các chỉ tiêu chung của ngành nên việc này cần sự hỗ trợ từ phía các cơ quan của nhà nước.

- Cần có cơ chế thưởng, phạt rõ ràng hơn. Các công ty công bố thông tin minh bạch, chính xác cần được động viên, khuyến khích cụ thể bằng các hình thức thích hợp. Những công ty chưa làm tốt cần có những chế tài xử phạt nghiêm khắc, đồng thời thông báo rộng rãi trên các phương tiện thông tin đại chúng cho các nhà đầu tư biết. Để làm được điều đó về phía Ủy ban Chứng khoán Nhà nước cần xây dựng cụ thể khung pháp lý hết sức chi tiết cho từng nội dung mà DN cần công bố.

3.3.2 Về phía các công ty niêm yết

Để các giải pháp hoàn thiện phân tích HQKD trở thành công cụ công cấp thông tin hữu ích cho cả phía DN và người sử dụng thông tin, từ phía các công ty niêm yết cần quan tâm đến các điều kiện sau:

- Tăng cường nhận thức về sự cần thiết và ý nghĩa của việc công bố minh bạch và chính xác các thông tin tài chính, cũng như thông tin về HQKD cho các đối tượng quan tâm. Tư tưởng đó phải được thông suốt từ những người lãnh đạo cấp cao cho đến những nhân viên chuyên trách về công tác tài chính của DN. Thông tin về phân tích tình hình tài chính cũng HQKD của công ty cần trình bày thành một báo cáo chi tiết hay phụ lục gắn kèm theo bản cáo bạch, hay báo cáo thường niên.

- Tổ chức một bộ phận chuyên trách về phân tích tài chính chịu trách nhiệm thu thập, xử lý, phân tích và lập các báo cáo phân tích một cách chuyên nghiệp. Người phụ trách bộ phận này có thể là kế toán trưởng, trưởng phòng tài chính hoặc một chuyên gia tài chính cấp cao trong đơn vị, có kiến thức chuyên sâu về kế toán, tài chính và phân tích kinh doanh. Các cán bộ chuyên trách cần phải có trình độ trình độ tài chính, có kinh nghiệm lâu năm trong công tác tài chính của đơn vị, có

kiến thức và kinh nghiệm sâu rộng liên quan đến hoạt động sản xuất, kinh doanh của DN cũng như am hiểu thị trường, luật pháp và môi trường xã hội có ảnh hưởng đến hoạt động của đơn vị.

- Tiến hành phân tích HQKD thường xuyên hàng quý và năm.

- Nâng cao trình độ chuyên môn nghiệp vụ cho cán bộ phân tích để có hiểu biết đầy đủ và toàn diện về phân tích tài chính cũng như phân tích HQKD của DN.

- Đầu tư cơ sở vật chất thoả đáng để có thể đáp ứng được các kỹ thuật tính toán, tạo cho công việc phân tích đơn giản hơn nhờ sự hỗ trợ của phần mềm hay máy tính. Xây dựng phần mềm cung cấp thông tin phân tích trực tuyến ngay trên các website của công ty để người sử dụng có thể tra cứu dễ dàng.

KẾT LUẬN CHƯƠNG 3

Sau khi khảo sát và nghiên cứu thực trạng phân tích HQKD trong các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam, luận án đã có những đánh giá và chỉ ra những hạn chế đang còn tồn tại trong phân tích HQKD tại các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam. Với quan điểm nâng cao tính minh bạch của thông tin cung cấp cho nhà đầu tư về thực trạng HQKD của các công ty niêm yết, trong chương này luận án đã đưa ra một số các giải pháp nhằm hoàn thiện phân tích HQKD trong các công ty cả về tổ chức phân tích, nội dung, chỉ tiêu và phương pháp phân tích. Để các giải pháp có tính khả thi và phát huy được giá trị chúng tôi cũng đã đưa ra các điều kiện thực hiện cả về phía nhà nước mà đại diện là Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và về phía các công ty niêm yết. Tuy nhiên, sự hạn chế của chương này ở chỗ chỉ nghiên cứu và hoàn thiện việc phân tích HQKD chủ yếu dựa trên các chỉ số tài chính được thu thập từ các báo cáo tài chính, phản ánh các thông tin quá khứ mà chưa đề cập được các mô hình dự đoán các chỉ tiêu hiệu quả tương lai của DN.

KẾT LUẬN

CTCP niêm yết trên TTCK được coi là những DN đầu tàu của nền kinh tế, HQKD của các công ty niêm yết không chỉ là mối quan tâm của DN, mà còn là mối quan tâm của đông đảo các nhà đầu tư, ngân hàng, tổ chức tài chính, công ty chứng khoán, các cơ quan quản lý của nhà nước. Việc minh bạch hoá HQKD của công ty niêm yết nhằm góp phần làm minh bạch TTCK tạo môi trường lành mạnh cho các nhà đầu tư. Trên thực tế, những thông tin về công ty niêm yết nói chung cũng như những thông tin về HQKD của các công ty niêm yết cung cấp chưa thực sự chính xác. Do vậy, việc hoàn thiện phân tích HQKD của các công ty niêm yết là một đề tài có ý nghĩa cả về lý luận và thực tiễn. Trong phạm vi nội dung của luận án đã tập trung giải quyết các vấn đề sau:

- Hệ thống hoá và làm rõ lý luận chung về HQKD và phân tích HQKD theo các quan điểm khác nhau của các nhà nghiên cứu trong nước và quốc tế, từ đó chỉ rõ đặc điểm phân tích HQKD cho các CTCP niêm yết.
- Khảo sát, thu thập thực trạng phân tích HQKD trong các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam. Đánh giá, nhận xét, chỉ ra những hạn chế đang tồn tại trong phân tích HQKD tại các CTCP niêm yết trên TTCK Việt Nam.
- Đề xuất phương hướng và giải pháp hoàn thiện phân tích HQKD của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam theo hướng minh bạch và công khai các thông tin về HQKD của các công ty niêm yết cho người sử dụng.

Bên cạnh những việc đã làm được, luận án vẫn còn những hạn chế tồn tại đó là mới chỉ nghiên cứu được việc phân tích HQKD của các công ty niêm yết dựa trên các chỉ số tài chính được tính toán trên số liệu của các báo cáo tài chính mà chưa đưa ra được mô hình phân tích HQKD qua các thông tin phi tài chính như thương hiệu, uy tín, môi trường kinh doanh, khả năng cạnh tranh, trình độ chuyên môn hoá, trình độ trang bị công nghệ....Đây cũng là hướng nghiên cứu cho các đề tài tiếp theo về phân tích HQKD của các CTCP niêm yết trên TTCK.

DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH ĐÃ CÔNG BỐ CỦA TÁC GIẢ

- 1. Trần Thị Thu Phong (2008),** “*Hoàn thiện hệ thống chỉ tiêu đánh giá khái quát HQKD của các công ty niêm yết*”, Tạp chí Nghiên cứu Khoa học Kiểm toán, Số 07, tháng 4 năm 2008, trang 44-47.
- 2. Trần Thị Thu Phong (2011),** “*Hệ thống chỉ tiêu đánh giá khả năng sinh lợi của các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam- Thực trạng và hướng hoàn thiện*”, Tạp chí Kinh tế & Phát triển, Số Chuyên san, tháng 2 năm 2011, trang 12-16.
- 3. Trần Thị Thu Phong (2011),** “*Hệ thống chỉ tiêu đánh giá HQKD của công ty niêm yết*” Tạp chí Kế toán & Kiểm toán, Số 04/ 2011, trang 15-17, 8.
- 4. Trần Thị Thu Phong (2011),** “*Thực trạng và giải pháp hoàn thiện phân tích HQKD trong các công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam*”, Tạp chí Nghiên cứu Khoa học Kiểm toán, Số 42 tháng 4 năm 2011, trang 36-41.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

Tiếng Việt

1. Nguyễn Tấn Bình (2005), *Phân tích hoạt động DN*, NXB Thống kê, Thành phố Hồ Chí Minh.
2. Phạm Trọng Bình (2000), “*Xây dựng hệ thống tiêu chuẩn đánh giá các DN tham gia niêm yết trên Trung tâm GDCK Việt Nam*”, đề tài nghiên cứu cấp bộ của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước mã số UB 03.00, Hà Nội.
3. Nguyễn Trọng Cơ (1994), “*Hoàn thiện chỉ tiêu phân tích tài chính trong các CTCP phi tài chính*”, Luận án Tiến sỹ Kinh tế, Học viện Tài chính, Hà Nội
4. Ngô Thế Chi, Nguyễn Trọng Cơ (2008), *Phân tích tài chính DN*, NXB Tài chính, Hà Nội
5. Nguyễn Văn Công (2005), *Chuyên khảo về báo cáo tài chính, lập đọc, kiểm tra, phân tích báo cáo tài chính*, NXB Tài chính, Hà Nội
6. Nguyễn Văn Công (2010), “*Phân tích báo cáo tài chính*”, NXB Giáo dục Việt Nam, Hà Nội.
7. Công ty niêm yết, *Báo cáo tài chính, báo cáo thường niên, bản cáo bạch của các công ty niêm yết năm 2008, 2009*.
8. Chính phủ nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt nam (2007), *Nghị định số 14/2007/NĐ-CP ngày 19/01/2007, Quy định chi tiết một số điều của Luật Chứng khoán*, Hà Nội.
9. Chuyên san của Báo đầu tư Chứng khoán, *Báo cáo thường niên tốt nhất 2010*, tháng 7/2010.
10. Bộ Tài chính (2005), *Quyết định số 100/2005/QĐ-BTC ngày 28/12/2005 ban hành chuẩn mực kế toán số 30 “Lãi cơ bản trên cổ phiếu”*, Hà Nội.
11. Bộ Tài chính (2006), *Thông tư số 21/2006/TT-BTC ngày 20/3/2006 hướng dẫn kê toán thực hiện 06 chuẩn mực kế toán ban hành tại Quyết định số 100/2005/QĐ-BTC*, Hà Nội.

12. Bộ Tài Chính (2007), *Quyết định số 12/2007/QĐ-BTC ngày 13/03/2007 năm 2007 quy chế quản trị công ty niêm yết*, Hà Nội.
13. Bộ Tài Chính (2007), *Quyết định số 15/2007/QĐ-BTC ngày 19/03/2007 năm 2007 ban hành điều lệ mẫu công ty niêm yết*, Hà Nội.
14. Bộ Tài Chính (2007), *Quyết định số 13/2007/QĐ-BTC ngày 13/03/2007 năm 2007, Ban hành mẫu bản cáo bạch trong hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng và hồ sơ đăng ký niêm yết chứng khoán tại sở GDCK, trung tâm GDCK*, Hà Nội.
15. Bộ Tài chính (2010), *Thông tư số 09/2010/TT- BTC ngày 15 tháng 01 năm 2010 hướng dẫn công bố thông tin trên TTCK*, Hà Nội.
16. Đảng Cộng Sản Việt Nam (2001), *Văn kiện Đại hội Đại biểu toàn quốc lần thứ IX*, Nhà XB Chính trị, trang 100, Hà Nội.
17. Đảng Cộng sản Việt Nam (2002), *Nghị quyết 14-NQ/TW ngày 18 tháng 03/2002*, Hà Nội.
18. Phạm Thị Gái (1988), “*Hiệu quả kinh tế và phân tích HQKD trong các DN khai thác*”, Luận án Tiến sỹ Kinh tế, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân, Hà Nội.
19. Phạm Thị Gái (2004), *Giáo trình phân tích HĐKD*, NXB Thống kê, Hà Nội.
20. Nguyễn Duy Gia (2003), *TTCK Việt Nam*, NXB Chính trị Quốc Gia, Hà Nội.
21. Ngô Đình Giao (1984), *Những vấn đề cơ bản về hiệu quả kinh tế trong xí nghiệp công nghiệp*, NXB Lao động, , Hà Nội.
22. Lê Thị Mỹ Hạnh (2006), *Thông tin tài chính và công bố thông tin tài chính trong mối quan hệ với các quyết định đầu tư chứng khoán*, Luận văn thạc sỹ, Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh, trang 84, Thành phố Hồ Chí Minh
23. Nguyễn Thị Mai Hương (2008), *Phân tích HQKD của các DN khai thác khoáng sản*, Luận án Tiến sỹ Kinh tế, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân, Hà Nội.

24. Josette Peyrard (2005), *Phân tích tài chính DN*, NXB Tổng hợp thành phố Hồ Chí Minh, Thành phố Hồ Chí Minh.
25. Lê nin (1955), *Kế hoạch điện khí hoá toàn quốc*, NXB Matxcova, Matxcova.
26. Vũ Thị Kim Liên - Phó Chủ tịch UBCKNN, “10 năm xây dựng và phát triển UBCKNN”, *Tạp chí Chứng khoán Việt Nam*, số 11, ngày 15/11/2007, Hà Nội.
27. Huỳnh Đức Lộng (1999), *Hoàn thiện chỉ tiêu đánh giá hiệu quả kinh doanh của DN nhà nước*, Luận án Tiến sỹ.
28. Bùi Xuân Phong (2004), *Phân tích HĐKD*, NXB Thống kê, Hà Nội
29. Phạm Đình Phùng (2000), *Vận dụng phương pháp phân tích hệ thống và mô hình hoá trong phân tích hoạt động kinh tế*, Luận án Tiến sỹ.
30. Nguyễn Năng Phúc, Nghiêm Văn Lợi, Nguyễn Ngọc Quang (2006), *Phân tích tài chính CTCP*, NXB Tài chính, Hà Nội.
31. Phạm Phúc, “Bàn về vấn đề tăng trưởng kinh tế toàn cầu”, *Tạp chí Lao động và Xã hội* số, 2004(03), tr.10-13.
32. Paul A Samuelson và Wiliam Dnordhau (1997), *Kinh tế học*, Lần thứ 15, Nhà xuất bản Chính trị Quốc gia
33. Quốc hội nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam, *Luật Chứng khoán số 70/2006/QH 11 ngày 29 tháng 6 năm 2006*.
34. Nguyễn Ngọc Quang (2002), *Hoàn thiện chỉ tiêu phân tích tài chính các DN xây dựng của Việt Nam*, Luận án Tiến sỹ Kinh tế, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân, Hà Nội
35. Nguyễn Văn Tạo (2004), “Nâng cao HĐKD của DN trong nền kinh tế thị trường”, *Tạp chí Thương Mại*, số 13, Hà Nội.
36. Nguyễn Sĩ Thịnh, Lê Sĩ Thiệp, Nguyễn Kế Tuấn (1985), *Hiệu quả kinh tế trong xí nghiệp công nghiệp*, NXB Thống kê, Hà Nội.

37. Thủ Tướng Chính Phủ, *Quyết định số 163/2003/QĐ-TTg*, ban hành ngày 5/8/2003 về Chiến lược phát triển TTCK đến năm 2010.
38. 2009. *eFinance* [Trực tuyến]. Cục Tin học và Thống kê tài chính (DFIS) . Địa chỉ www.taichinhdientu.vn/Home/Cong-bo-thong-tin.../53538.dfis [Truy cập: ngày 10/12/2010]

Tiếng Anh

39. A.J.Singh và Raymond S.Schmidgall (2002), “Analysis of financial ratios commonly used by US lodging financial executives” , *Journal of Leisure Property*, Aug 2002, 2, page 201-213.
40. ACCA (2010), *P3, Business analysis*, BBP Learning Media.
41. ACCA (2010), *F5, Performance management*, BBP Learning Media.
42. Blaine, Michael (1994), *Comparing the profitability of firm in Germany, Japan, and the United States*, *Management International Review*, 34,2 (Second Quarter 1994), 125.
43. CIMA (2011), *F2, Financial management* BBP Learning Media.
44. CFA (2008), *Financial reporting and analysis*, Kaplan Schweser.
45. Cheng-Min Feng và Rong-Tsu Wang (2000), “Performance evaluation for airlines including the consideration of financial ratios” *Journal of Air Transport Management*, Volume 6, Issue 3, July 2000, Pages 133-142
46. Chen and Dodd, 1997 S. Chen and J.L. Dodd, Economic value added (EVA): “An empirical examination of a new corporate performance measure”, *Journal of Managerial Issues* 9 (3) (1997), pp. 318–333.
47. Guihai Huang, Frank M.Song (2004), “The financial and operating performance of China’s newly listed H-firm”, *Pacific-Basin Finance Journal*, vol 13 (2005), 53-80.

48. Haitham Nobanee, Modar Abdullatif, Maryam AlHajjar (2011), “Cash conversion cycle and firm’s performance of Japanese firms”, *Asian Review of Accounting*, Vol 19 No2, 2011.
49. Hery E. Riggo (2007), *Understanding the Financial Score*, NXB Morgan & Claypool.
50. Ilhan Meric, Linda W.Ross, Stephanie M.Weidman, Gulser Meric (1997), “A comparison of the financial characteristics of US and Japanese chemical firms ”, *Multinational Business Review*, Fall 1997;5,2; ProQuest Central.
51. Ilhan Meric, Carol N. Welsh, Robert E. Pritchard , Gulser Meric (2000), “A comparison of the financial characteristics of US and Japanese electronics firms”, *Asia Pacific Journal of Management*, vol 17, 175-185.
52. Fang- Mei Tseng, Yu-Jing Chiu, Ja-Shen Chen (2005), “Measuring business performance in the high- tech manufacturing industry: A case of Taiwan’s large-sized TFT-LCD panel companies”, *Elsevier Journal*.
53. Palepu, K.G, Healy, P.M, Bernard V.L (1999), *Business analysis valuation using financial statements*, USA South- Western Educational Publishing.
54. Shuanglin LIN, Wei ROWE (2005), “Determinants of the profitability of China’s regional SOEs” , *China Economic Review*, 17(2006), 120-141.

PHỤ LỤC

DANH MỤC PHỤ LỤC

Phụ lục 01: Danh sách công ty niêm yết lựa chọn để khảo sát

Phụ lục 02: Mẫu Bản cáo bạch (theo Quyết định số 13/2007/QĐ-BTC ngày 13 tháng 3 năm 2007- Bộ Tài chính)

Phụ lục 03: Mẫu Báo cáo thường niên (theo Thông tư số 09/2010/TT-BTC ngày 15 tháng 01 năm 2010 của Bộ Tài chính)

Phụ lục 04: Báo cáo phân tích Công ty Dược phẩm Hậu Giang của Công ty Chứng khoán Rồng Việt

Phụ lục 05: Báo cáo phân tích Công ty Dược phẩm Hậu Giang của Công ty Chứng khoán VNDirect

Phụ lục 06: Báo cáo phân tích Công ty Dược phẩm Hậu Giang của Công ty Chứng khoán Miền Nam

Phụ lục 07 : Báo cáo phân tích Công ty Dược phẩm Hậu Giang của Công ty Chứng khoán SaiGon Bank Berjayra

Phụ lục 08 : Báo cáo phân tích Công ty Dược phẩm Hậu Giang của Công ty Chứng khoán Bảo Việt

Phụ lục 09: Mẫu phiếu điều tra nhà đầu tư

Phụ lục 10: Thống kê kết quả điều tra từ các nhà đầu tư

Phụ lục 11: Hồ sơ phân tích hiệu quả kinh doanh tại Công ty Vàng Bạc Phú Nhuận (PNJ)

Phụ lục 12: Hồ sơ phân tích khả năng sinh lợi tại Công ty Cổ phần Nhựa Tiền Phong (NTP)

Phụ lục 13: Hồ sơ phân tích hiệu quả kinh doanh tại Công ty Cổ phần Pin Ác quy Miền Nam (PAC)

Phụ lục 14: Hồ sơ phân tích hiệu quả kinh doanh tại Công ty Cổ phần Tập đoàn công nghệ CMC (CMG)

Phụ lục 15: Hồ sơ phân tích hiệu quả kinh doanh tại Công ty Cổ phần Xi măng Bút Sơn (BTS)

Phụ lục 16: Hồ sơ phân tích hiệu quả kinh doanh tại Công ty Cổ phần Vải Sợi May mặc Miền Bắc (TET)

Phụ lục số 01: Danh sách công ty niêm yết lựa chọn để khảo sát

Lĩnh vực hoạt động	Tên công ty	Mã CK	Vốn hoá thị trường (tỷ đồng)	Sàn GD
1. Sản xuất nông, lâm nghiệp	1. Công ty cổ phần Cao su Đồng Phú	DPR	2666	HOSE
	2. Công ty Cổ phần Cao su Tây Ninh	TRC	1935	HOSE
	3. Công Ty Cổ Phần Cao Su Đà Nẵng	DRC	991	HOSE
2. Khai khoáng	1. Tổng công ty cổ phần Khoan và Dịch vụ khoan dầu khí	PVD	10525	HOSE
	2. Công ty cổ phần Khoáng sản Sài Gòn - Quy Nhơn	SQC	8390	HNX
3. Tiện ích công cộng	1. Công ty cổ phần Nhiệt điện Phả Lại	PPC	3686	HOSE
	2. Công ty cổ phần thủy điện Vĩnh Sơn- Sông Hinh	VSH	2310	HOSE
	3. Công ty cổ phần Kinh doanh khí hóa lỏng miền Nam	PGS	464	HNX
3. Xây dựng, bất động sản	1. Công ty Cổ phần VINCOM	VIC	28905	HOSE
	2. Công ty cổ phần Hoàng Anh Gia Lai	HAG	22670	HOSE
	3. Tổng công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc-CTCP	KBC	8457	HOSE
	4. Tổng công ty CP Xuất nhập khẩu và xây dựng Việt Nam	VCG	6264	HNX
	5. Công ty cổ phần Đầu tư – Công nghiệp Tân Tạo	ITA	4543	HOSE
	6. Công ty cổ phần Đầu tư và Kinh doanh nhà	ITC	1154	HOSE
4. Thực phẩm, đồ uống	1. CTCP Tập đoàn Ma San	MSN	30095	HOSE
	2. Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam	VNM	29835	HOSE
	3. Công ty cổ phần Kinh Đô	KDC	5004	HOSE
	4. Công ty cổ phần Dabaco Việt Nam	DBC	669	HNX
5. Dệt may	1. Công ty cổ phần Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành	TCM	795	HOSE
	2. Công ty cổ phần Vải sợi May mặc miền Bắc	TET	173	HNX
	1. Công ty cổ phần Tập đoàn HAPACO	HAP	220	HOSE
	2. Công ty cổ phần SADICO Cần Thơ	SDG	182	HNX
7. Dược phẩm, hoá chất	1. Tổng công ty cổ phần Phân bón và Hóa chất dầu khí	DPM	13490	HOSE
	2. Công ty cổ phần Dược Hậu Giang	DHG	2960	HOSE
	3. Công ty cổ phần Traphaco	TRA	532	HOSE
	4. Công ty cổ phần Dược phẩm Hà Tây	DHT	214	HNX
8. Nhựa, cao su	1. Công Ty Cổ Phần Nhựa Thiếu Niên Tiền Phong	NTP	1751	HNX
	2. Công ty cổ phần nhựa Bình Minh	BMP	1689	HOSE
9. Vật tư xây dựng	1. Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát	HPG	11340	HOSE
	2. Công ty cổ phần Thép Pomina	POM	5305	HOSE
	3. Công ty cổ phần Cơ điện lạnh	REE	2608	HOSE
	4. Công ty cổ phần Xi măng Bút Sơn	BTS	908	HNX
	5. Công ty Cổ phần Đá xây dựng Hoà Phát	HPS	18	HNX
10. Máy móc, phương tiện	1. Công ty cổ phần Ô tô TMT	TMT	432	HOSE
	2. Công ty cổ phần Nagakawa Việt Nam	NAG	110	HNX
11. Thiết bị, điện tử viễn thông	1. Công ty Cổ phần Pin Ác quy miền Nam	PAC	1229	HOSE
	2. Công ty cổ phần Đầu tư và Phát triển SACOM	SAM	1151	HOSE
12. Kinh doanh thương mại	1. Công ty cổ phần Vàng bạc đá quý Phú Nhuận	PNJ	2022	HOSE
	2. Công ty cổ phần Xuất nhập khẩu Tổng hợp I Việt Nam	TH1	298	HNX
13. Công nghệ thông tin	1. Công ty cổ phần FPT	FPT	13701	HOSE
14. Công nghệ truyền thông	1. Công ty cổ phần Tập đoàn Công nghệ CMC	CMG	966	HOSE
	2. Công ty cổ phần Kỹ thuật điện toàn cầu	GLT	217	HNX
15. Tư vấn khoa học kỹ thuật	1. Công ty Cổ phần Tư vấn Xây dựng Điện 1	TV1	174	HOSE
	2. Công ty cổ phần Tư vấn Xây dựng điện 2	TV2	83	HNX
16. Vận tải, kho bãi	1. Tổng Công ty cổ phần Vận tải dầu khí	PVT	2233	HOSE
	2. Công ty cổ phần Đại lý Liên hiệp vận chuyển	GMD	2186	HOSE
17. Du lịch, dịch vụ	1. Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Du lịch Vinacore	VCR	8450	HNX
	2. Công ty Cổ phần Vinpearlland	VPL	5613	HOSE
	3. Công ty Cổ phần Quốc tế Hoàng Gia	RIC	235	HOSE
	4. Công ty Cổ phần Xuyên Thái Bình	PAN	189	HNX

Phụ lục: 02

Trích Nội dung mẫu bản cáo bạch trong Hồ sơ đăng ký chào bán chứng khoán ra công chúng và Hồ sơ đăng ký niêm yết chứng khoán tại Sở giao dịch chứng khoán, Trung tâm giao dịch chứng khoán
(Ban hành kèm theo Quyết định số 13/2007/QĐ-BTC ngày 13 tháng 3 năm 2007 của Bộ trưởng Bộ Tài chính)

7. Báo cáo kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh trong 2 năm gần nhất

7.1. Tóm tắt một số chỉ tiêu về hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty trong 2 năm gần nhất

– Kết quả hoạt động kinh doanh

Chỉ tiêu	Năm X-1	Năm X	% tăng giảm
<i>* Đối với tổ chức không phải là tổ chức tín dụng và tổ chức tài chính phi ngân hàng:</i>			
Tổng giá trị tài sản			
Doanh thu thuần			
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh			
Lợi nhuận khác			
Lợi nhuận trước thuế			
Lợi nhuận sau thuế			
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức			
<i>* Đối với tổ chức tín dụng và tổ chức tài chính phi ngân hàng:</i>			
Tổng giá trị tài sản			
Doanh thu			
Thuế và các khoản phải nộp			
Lợi nhuận trước thuế			
Lợi nhuận sau thuế			

– Các chỉ tiêu khác (tùy theo đặc điểm riêng của ngành, của công ty để làm rõ kết quả hoạt động kinh doanh trong hai năm gần nhất)

7.2. Những nhân tố ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty trong năm báo cáo (Nêu rõ những nhân tố tác động chính đến tình hình kinh doanh của công ty trong năm báo cáo. Trường hợp tình hình kinh doanh của công ty giảm sút, cần giải trình rõ nguyên nhân)

8. Vị thế của công ty so với các doanh nghiệp khác trong cùng ngành

- Vị thế của công ty trong ngành;
- Triển vọng phát triển của ngành;
- Đánh giá về sự phù hợp định hướng phát triển của công ty với định hướng của ngành, chính sách của Nhà nước, và xu thế chung trên thế giới.

9.Chính sách đối với người lao động

- Số lượng người lao động trong công ty;
- Chính sách đào tạo, lương thưởng, trợ cấp, . . .

10.Chính sách cổ tức *(nêu rõ tỷ lệ cổ tức trong hai năm gần nhất và các chính sách liên quan đến việc trả cổ tức)*

11.Tình hình tài chính

11.1. Đối với các tổ chức không phải là tổ chức tín dụng và tổ chức tài chính phi ngân hàng:

11.1.1 Các chỉ tiêu cơ bản *(trong năm gần nhất)*

- Trích khấu hao TSCĐ: *(theo đúng chế độ quy định? có thay đổi gì trong chính sách khấu hao?)*
- Mức lương bình quân: *(so với mức lương bình quân của các doanh nghiệp khác cùng ngành trong cùng địa bàn?)*
- Thanh toán các khoản nợ đến hạn: *(có thanh toán đúng hạn và đầy đủ các khoản nợ không?)*
- Các khoản phải nộp theo luật định: *(có thực hiện theo luật định?)*
- Trích lập các quỹ theo luật định: *(có đúng theo Điều lệ và luật định?)*
- Tổng dư nợ vay: *(ghi rõ nợ quá hạn, tổng dư nợ bảo lãnh (nếu có), quá hạn ngắn hạn, trung hạn và dài hạn, nguyên nhân dẫn đến nợ quá hạn, khả năng thu hồi)*
- Tình hình công nợ hiện nay: *(tổng số nợ phải thu, tổng số nợ phải trả)*

11.1.2 Các chỉ tiêu tài chính chủ yếu *(tùy theo từng ngành)*

Các chỉ tiêu	Năm X - 1	Năm X	Ghi chú
1. Chỉ tiêu về khả năng thanh toán + Hệ số thanh toán ngắn hạn: TSLĐ/Nợ ngắn hạn + Hệ số thanh toán nhanh: TSLĐ - Hàng tồn kho Nợ ngắn hạn			
2. Chỉ tiêu về cơ cấu vốn + Hệ số Nợ/Tổng tài sản + Hệ số Nợ/Vốn chủ sở hữu			
3. Chỉ tiêu về năng lực hoạt động + Vòng quay hàng tồn kho: Giá vốn hàng bán Hàng tồn kho bình quân + Doanh thu thuần/Tổng tài sản			
4. Chỉ tiêu về khả năng sinh lời + Hệ số Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần + Hệ số Lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu + Hệ số Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản + Hệ số Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh/Doanh thu thuần			

11.2. Đối với tổ chức tín dụng và tổ chức tài chính phi ngân hàng:

Chỉ tiêu	Năm X-1	Năm X	Ghi chú
1. Quy mô vốn			
- Vốn điều lệ			
- Tổng tài sản có			
- Tỷ lệ an toàn vốn			
2. Kết quả hoạt động kinh doanh			
- Doanh số huy động tiền gửi			
- Doanh số cho vay			
- Doanh số thu nợ			
- Nợ quá hạn			
- Nợ khó đòi			
- Hệ số sử dụng vốn			
- Tỷ lệ nợ bảo lãnh quá hạn/Tổng số dư bảo lãnh			
- Tỷ lệ nợ quá hạn/Tổng dư nợ			
- Tỷ lệ nợ khó đòi/Tổng dư nợ			
3. Khả năng thanh khoản			
- Khả năng thanh toán ngay			
- Khả năng thanh toán chung			

(Tính toán các hệ số trên áp dụng theo Quyết định số 292/1998/QĐ-NHNN5 ngày 27/08/1998 của Thống đốc NHNN ban hành quy chế xếp loại các tổ chức tín dụng cổ phần Việt Nam).

12. Hội đồng quản trị, Ban giám đốc, Ban kiểm soát, Kế toán trưởng

-Danh sách (Tên, tuổi, số CMND)

-Sơ yếu lý lịch, bao gồm các nội dung sau:

- + Chức vụ hiện tại, chức vụ đang nắm giữ ở các tổ chức khác, các công tác đã trải qua, bằng cấp, tỷ lệ sở hữu chứng khoán của bản thân và những người liên quan;
- + Các khoản nợ đối với công ty (nếu có)
- + Lợi ích liên quan đối với tổ chức phát hành (nếu có)

13.Tài sản (Những nhà xưởng, tài sản thuộc sở hữu của công ty)

14.Kế hoạch lợi nhuận và cổ tức năm tiếp theo

Chỉ tiêu	Năm X+1	
	Kế hoạch	% tăng giảm so với năm X
Doanh thu thuần		
Lợi nhuận sau thuế		
Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần		
Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu		
Cổ tức		

–Nêu căn cứ để đạt được kế hoạch lợi nhuận và cổ tức nói trên.

15.Đánh giá của tổ chức tư vấn về kế hoạch lợi nhuận và cổ tức

16.Thông tin về những cam kết nhưng chưa thực hiện của tổ chức phát hành (thông tin về trái phiếu chuyển đổi, thông tin về các hợp đồng thuê sử dụng đất...);

17.Các thông tin, các tranh chấp kiện tụng liên quan tới công ty mà có thể ảnh hưởng đến giá cả cổ phiếu chào bán (nếu có)

V.CỔ PHIẾU CHÀO BÁN

1.Loại cổ phiếu

2.Mệnh giá

3.Tổng số cổ phiếu dự kiến chào bán (nếu rõ tỷ lệ cổ phiếu được bán thẳng cho các nhà đầu tư có tổ chức, nếu có)

4.Giá chào bán dự kiến

5.Phương pháp tính giá

6.Phương thức phân phối (Đại lý hay bảo lãnh phát hành, tên, trách nhiệm của từng tổ chức tham gia phân phối cổ phiếu)

7.Thời gian phân phối cổ phiếu

8.Đăng ký mua cổ phiếu (Thời hạn, số lượng, phương thức thanh toán, chuyển giao cổ phiếu, quyền lợi người mua cổ phiếu, số lượng cổ phiếu đặt mua tối thiểu, thời hạn và cách thức trả lại tiền đặt mua cổ phiếu trong trường hợp số lượng cổ phiếu đăng ký mua không đạt mức tối thiểu)

9.Phương thức thực hiện quyền (trong trường hợp chào bán cổ phiếu tăng vốn có kèm theo quyền mua cổ phần, chào bán cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi hoặc có kèm theo chứng quyền)

-Điều kiện, thời gian thực hiện quyền;

-Tỷ lệ chuyển đổi và phương pháp tính giá mua và/hoặc chuyển đổi;

-Phương pháp tính và đền bù thiệt hại trong trường hợp không thực hiện được quyền;

-Các điều khoản khác liên quan đến quyền lợi của người sở hữu quyền mua cổ phần hoặc chứng quyền.

10. Giới hạn về tỷ lệ nắm giữ đối với người nước ngoài

11. Các hạn chế liên quan đến việc chuyển nhượng

12. Các loại thuế có liên quan (thuế thu nhập và các thuế khác liên quan đến cổ phiếu chào bán)

13. Ngân hàng mở tài khoản phong toả nhận tiền mua cổ phiếu

VI. MỤC ĐÍCH CHÀO BÁN

1. Mục đích chào bán

2. Phương án khả thi

–Nêu rõ phương án khả thi (hoặc luận chứng kinh tế) do cơ quan nào lập (trường hợp do chính tổ chức phát hành lập phải nói rõ), đã được cấp có thẩm quyền phê duyệt (nếu có).

–Trình bày các nội dung chính của phương án khả thi (luận chứng kinh tế) như: mục đích, cơ sở lý luận và thực tiễn, kế hoạch triển khai, đối tác tham gia, các vấn đề về tài chính

–Trường hợp huy động vốn để thực hiện dự án đầu tư có tài trợ bổ sung của ngân hàng, cần nêu rõ cam kết cấp hạn mức tín dụng của ngân hàng.

–Ý kiến của tổ chức chuyên môn độc lập về phương án khả thi (nếu có).

VII. KẾ HOẠCH SỬ DỤNG SỐ TIỀN THU ĐƯỢC TỪ ĐỢT CHÀO BÁN

(Nêu rõ từng bước kế hoạch sử dụng số tiền thu được từ đợt chào bán).

VIII. CÁC ĐỐI TÁC LIÊN QUAN TỚI ĐỢT CHÀO BÁN

-Nêu tên, địa chỉ trụ sở chính và giới thiệu sơ bộ các đối tác có liên quan đến đợt chào bán: tổ chức bảo lãnh phát hành hoặc đại lý phát hành, tổ chức kiểm toán, tư vấn...

-Tổ chức bảo lãnh phát hành (hoặc tư vấn phát hành) phải nêu rõ ý kiến của mình về đợt chào bán; số lượng cổ phiếu bảo lãnh phát hành hoặc đại lý; các khoản phí và điều kiện kèm theo.

IX. PHỤ LỤC

1. Phụ lục I: Bản sao hợp lệ Giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh

2. Phụ lục II: Bản sao hợp lệ Điều lệ công ty

3. Phụ lục III: Báo cáo kiểm toán (nguyên văn báo cáo kiểm toán)

4. Phụ lục IV: Các báo cáo tài chính

5. Phụ lục V: Sơ yếu lý lịch các thành viên HĐQT, BGD, BKS

6. Phụ lục VI: Giới thiệu những văn bản pháp luật liên quan đến tổ chức phát hành và đợt chào bán Biên bản xác định giá trị tài sản (nếu có)

7. Phụ lục VII: Bản định giá trang thiết bị, nhà xưởng, ... (nếu có)

8. Phụ lục VIII: Báo cáo về những tranh chấp pháp luật

9. Các phụ lục khác (nếu có)

Phụ lục số 03

BÁO CÁO THƯỜNG NIÊN

(Ban hành kèm theo Thông tư số 09/2010/TT-BTC ngày 15 tháng 01 năm 2010 của Bộ trưởng Bộ Tài chính hướng dẫn về việc Công bố thông tin trên thị trường chứng khoán)

BÁO CÁO THƯỜNG NIÊN

Tên công ty đại chúng/tổ chức phát hành trái phiếu ra công chúng/tổ chức niêm yết, đăng ký giao dịch/ công ty chứng khoán/công ty quản lý quỹ/ công ty đầu tư chứng khoán đại chúng.

Năm báo cáo..

a. I. Lịch sử hoạt động của Công ty

1. Những sự kiện quan trọng:

- + Việc thành lập
- + Chuyển đổi sở hữu thành công ty cổ phần (nếu có)
- + Niêm yết
- + Các sự kiện khác

2. Quá trình phát triển

- + Ngành nghề kinh doanh
- + Tình hình hoạt động

3. Định hướng phát triển

- + Các mục tiêu chủ yếu của Công ty
- + Chiến lược phát triển trung và dài hạn

II. Báo cáo của Hội đồng quản trị/Hội đồng thành viên/Chủ tịch công ty

1. Những nét nổi bật của kết quả hoạt động trong năm (lợi nhuận, tình hình tài chính của công ty tại thời điểm cuối năm....)

2. Tình hình thực hiện so với kế hoạch (tình hình tài chính và lợi nhuận so với kế hoạch)

3. Những thay đổi chủ yếu trong năm (những khoản đầu tư lớn, thay đổi chiến lược kinh doanh, sản phẩm và thị trường mới...)

4. Triển vọng và kế hoạch trong tương lai (thị trường dự tính, mục tiêu...)

III. Báo cáo của Ban Giám đốc

1. Báo cáo tình hình tài chính

- Khả năng sinh lời, khả năng thanh toán
- Phân tích các hệ số phù hợp trong khu vực kinh doanh
- Phân tích những biến động-những thay đổi lớn so với dự kiến và nguyên nhân dẫn đến biến động)
 - Giá trị sổ sách tại thời điểm 31/12 của năm báo cáo
 - Những thay đổi về vốn cổ đông/vốn góp
 - Tổng số cổ phiếu theo từng loại (cổ phiếu thường, cổ phiếu ưu đãi...)

- Tổng số trái phiếu đang lưu hành theo từng loại (trái phiếu có thể chuyển đổi, trái phiếu không thể chuyển đổi...)

- Số lượng cổ phiếu đang lưu hành theo từng loại
- Số lượng cổ phiếu dự trữ, cổ phiếu quỹ theo từng loại (nếu có)
- Cổ tức/lợi nhuận chia cho các thành viên góp vốn

2. Báo cáo kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh

Phân tích tổng quan về hoạt động của công ty so với kế hoạch/dự tính và các kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh trước đây.

Trường hợp kết quả sản xuất kinh doanh không đạt kế hoạch thì nêu rõ nguyên nhân và trách nhiệm của Ban Giám đốc đối với việc không hoàn thành kế hoạch sản xuất kinh doanh (nếu có).

3. Những tiến bộ công ty đã đạt được

- Những cải tiến về cơ cấu tổ chức, chính sách, quản lý
- Các biện pháp kiểm soát.....

4. Kế hoạch phát triển trong tương lai.

IV. Báo cáo tài chính

Các báo cáo tài chính: Bảng cân đối kế toán; báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh; Báo cáo lưu chuyển tiền tệ; Bản thuyết minh báo cáo tài chính; Báo cáo kiểm toán theo quy định của pháp luật về kế toán. Trong trường hợp doanh nghiệp có công ty con và công ty liên kết mà trong đó doanh nghiệp nắm quyền kiểm soát và/hoặc chi phối, thì thuyết trình báo cáo tài chính hợp nhất và báo cáo tài chính của doanh nghiệp mẹ trước hợp nhất cùng các thuyết minh tài chính đi kèm. Báo cáo tài chính sau hợp nhất và trước hợp nhất có thể trình bày riêng cho từng báo cáo hoặc trình bày gộp trên một mẫu, các chi tiêu được trình bày riêng cho trước hợp nhất và sau hợp nhất.

V. Bản giải trình báo cáo tài chính và báo cáo kiểm toán

1. Kiểm toán độc lập

- Đơn vị kiểm toán độc lập
- Ý kiến kiểm toán độc lập
- Các nhận xét đặc biệt.

2. Kiểm toán nội bộ

- Ý kiến kiểm toán nội bộ
- Các nhận xét đặc biệt

VI. Các công ty có liên quan

- Công ty nắm giữ trên 50% vốn cổ phần/vốn góp của tổ chức, công ty
- Công ty có trên 50% vốn cổ phần/vốn góp do tổ chức, công ty nắm giữ
- Tình hình đầu tư vào các công ty có liên quan
- Tóm tắt về hoạt động và tình hình tài chính của các công ty liên quan

VII. Tổ chức và nhân sự

- Cơ cấu tổ chức của công ty
- Tóm tắt lý lịch của các cá nhân trong Ban điều hành
- Thay đổi Giám đốc (Tổng Giám đốc) điều hành trong năm
- Quyền lợi của Ban Giám đốc: Tiền lương, thưởng của Ban Giám đốc và các quyền lợi khác của Ban Giám đốc
- Số lượng cán bộ, nhân viên và chính sách đối với người lao động

- Thay đổi thành viên Hội đồng quản trị/thành viên Hội đồng thành viên/Chủ tịch, Ban Giám đốc, Ban kiểm soát, kế toán trưởng.

VIII. Thông tin cổ đông/thành viên góp vốn và Quản trị công ty

1. Hội đồng quản trị/Hội đồng thành viên/Chủ tịch và Ban kiểm soát/Kiểm soát viên:

- Thành viên và cơ cấu của HĐQT, Ban kiểm soát (nêu rõ số thành viên độc lập không điều hành), thành viên và cơ cấu Hội đồng thành viên, Kiểm soát viên, Chủ tịch công ty

- Hoạt động của HĐQT/Hội đồng thành viên
- Hoạt động của thành viên HĐQT độc lập không điều hành
- Hoạt động của các tiểu ban trong HĐQT/Hội đồng thành viên (ví dụ tiểu ban lương thưởng, tiểu ban đầu tư và tiểu ban nhân sự...)
- Hoạt động của Ban kiểm soát/Kiểm soát viên
- Kế hoạch để tăng cường hiệu quả trong hoạt động quản trị công ty
- Thù lao, các khoản lợi ích khác và chi phí cho từng thành viên HĐQT/Hội đồng thành viên/Chủ tịch và thành viên Ban kiểm soát/Kiểm soát viên, Giám đốc hoặc Tổng Giám đốc điều hành. Giá trị các khoản thù lao và chi phí này phải được công bố chi tiết cho từng người, ghi rõ số tiền cụ thể.

- Số lượng thành viên HĐQT/Hội đồng thành viên, Ban Kiểm soát/Kiểm soát viên, Ban Giám đốc đã có chứng chỉ đào tạo về quản trị công ty

- Tỷ lệ sở hữu cổ phần/vốn góp và những thay đổi trong tỷ lệ nắm giữ cổ phần/vốn góp của thành viên HĐQT/Hội đồng thành viên (so với thời điểm lập BCTC năm trước)

- Thông tin về các giao dịch cổ phiếu/chuyển nhượng phần vốn góp của công ty của các thành viên Hội đồng quản trị/Hội đồng thành viên, Ban Giám đốc điều hành, Ban kiểm soát/Kiểm soát viên và những người liên quan tới các đối tượng nói trên.

- Thông tin về hợp đồng, hoặc giao dịch đã được ký kết với công ty của thành viên Hội đồng quản trị/Hội đồng thành viên, Ban Giám đốc điều hành, Ban kiểm soát/Kiểm soát viên và những người liên quan tới các đối tượng nói trên.

2. Các dữ liệu thống kê về cổ đông/thành viên góp vốn

2.1. Cổ đông/thành viên góp vốn Nhà nước

- Thông tin chi tiết về cơ cấu cổ đông/thành viên góp vốn Nhà nước
- Thông tin chi tiết về từng cổ đông lớn/thành viên góp vốn theo nội dung: Tên; Địa chỉ liên lạc; Ngành nghề kinh doanh; số lượng và tỷ lệ cổ phần sở hữu/vốn góp trong công ty.

2.2. Cổ đông/thành viên góp vốn sáng lập

- Thông tin chi tiết về cơ cấu cổ đông/thành viên sáng lập
- Thông tin chi tiết về cổ đông sáng lập/thành viên góp vốn theo nội dung: Tên, năm sinh (cổ đông/thành viên góp vốn cá nhân); Địa chỉ liên lạc; Nghề nghiệp (cổ đông/thành viên góp vốn cá nhân), ngành nghề hoạt động (cổ đông/thành viên góp vốn tổ chức); số lượng và tỷ lệ cổ phần sở hữu/vốn góp trong công ty; những biến động về tỷ lệ sở hữu cổ phần/tỷ lệ vốn góp.

2.3. Cổ đông/thành viên góp vốn nước ngoài

- Thông tin chi tiết về cơ cấu cổ đông/thành viên góp vốn nước ngoài
- Thông tin chi tiết về từng cổ đông lớn (tại thời điểm cuối năm)/thành viên góp vốn theo nội dung: Tên, năm sinh (cổ đông/thành viên góp vốn cá nhân); Địa chỉ liên lạc; Nghề nghiệp (cổ đông/thành viên góp vốn cá nhân), ngành nghề hoạt động (cổ đông/thành viên góp vốn tổ chức); số lượng và tỷ lệ cổ phần sở hữu/vốn góp trong công ty; những biến động về tỷ lệ sở hữu cổ phần/vốn góp.

MCK: DHG (HSX)

CÔNG TY CỔ PHẦN DƯỢC HẬU GIANG

NĂM GIỮ

DÀI HẠN

ĐỊNH GIÁ

132.000

DƯỢC

Chuyên viên: Võ Hoàng Chương

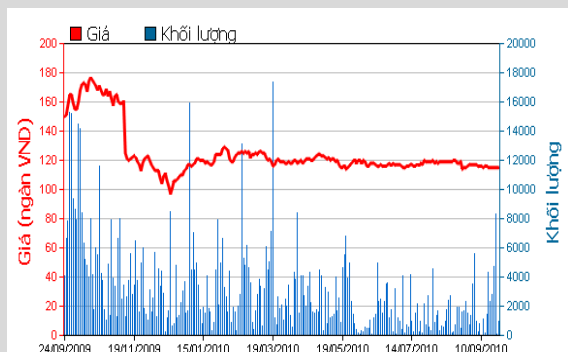
Email: chuong.vh@vdsc.com.vn

ĐT: 08 6299 2006 – Ext 344

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (ngày 24/09/10) (VND)	115.000
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	132.550
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	99.727
Số CP đang lưu hành	26.662.962
KLGDBQ/phiên (30 phiên gần nhất)	21.959
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	3.065,1
Trailing P/E (2009) (x)	8,6
Forward P/E (2010) (x)	8,5
P/BV (BV 30/06/10) (x)	2,8

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2009	6T/10	2010KH	2010F
DT	1746,0	865,8	1.920,0	1.920,6
LNTT	409,6	192,1	310,0	407,7
LNST	362,3	169,6		359,8
VĐL	266,6	266,6		266,6
VCSH	1010,4	1.091,8		1.217,4
TTS	1.522,0	1.570,5		1.730,9
ROA (%)	23,5%	-		20,8%
ROE (%)	35,1%	-		29,1%
EPS (VND)	13.396	-		13.495
GTSS (VND)	37.899	40.953		45.660
Cổ tức	30,0%	-	25%	30%

Nguồn: BCTC DHG

Trên cơ sở những giả định và ước tính thận trọng, EPS năm 2010 của DHG được dự báo sẽ vào khoảng 13.495 đồng/cp, tương đương mức P/E forward 8,5 lần. Chúng tôi cho rằng giá trị hợp lý của cổ phiếu DHG tại thời điểm này xoay quanh mức 132.000 đồng (tương đương mức vốn hóa 3.519,5 tỷ), cao hơn gần 14,8% so với giá tham chiếu ngày 27/09/2010 (115.000 đồng). Trong điều kiện thị trường hiện tại, mức giá này chưa thật sự hấp dẫn. Vì vậy, mặc dù DHG là cổ phiếu tốt và có sự tăng trưởng bền vững nhưng chúng tôi chỉ đưa ra khuyến nghị nắm giữ đối với cổ phiếu này.

DHG là công ty dẫn đầu trong ngành dược với thị phần lớn và hệ thống phân phối mạnh. Ngành dược là một trong những ngành được Chính phủ đặc biệt quan tâm và đã có được sự tăng trưởng mạnh mẽ. Giá trị thuốc sản xuất trong nước tăng trưởng với tốc độ bình quân gần 20%/năm trong vòng 10 năm trở lại đây. Trong giai đoạn 2009-2012, RNCOS dự báo ngành dược ở các nước đang phát triển có thể tăng trưởng 12-15%/năm. DHG đang là công ty dẫn đầu trong ngành và chiếm khoảng 12% thị phần thuốc sản xuất trong nước. Hệ thống phân phối của DHG được xem là mạnh nhất trong ngành với 43 đại lý/chi nhánh và 54 quầy thuốc tại các bệnh viện. Hệ thống bán hàng tiếp cận trực tiếp hơn 40.000 khách hàng và trải rộng trên cả nước đến từng ấp thôn.

Công ty được kỳ vọng sẽ hoàn thành kế hoạch doanh thu và vượt mức kế hoạch lợi nhuận trong năm nay. Trong 6 tháng đầu năm, doanh thu và LNTT đạt 865,8 tỷ và 192,1 tỷ đồng, tương đương 45% doanh thu và 62% lợi nhuận kế hoạch. Thông thường, trong 2 quý cuối năm, DHG đều có kết quả kinh doanh tốt hơn với doanh thu tăng khoảng 20% do không chịu ảnh hưởng từ kỳ nghỉ Tết. Vì vậy, trong năm nay doanh thu được dự báo sẽ tăng khoảng 10%, đạt 1.920,6 tỷ và LNST tương ứng có thể đạt 359,8 tỷ đồng.

Việc di dời và xây dựng nhà máy mới sẽ tạo động lực lớn cho sự tăng trưởng của DHG trong tương lai. Tổng giá trị sản xuất của DHG thuộc loại cao nhất ngành với công suất hiện tại ước khoảng 3 tỷ đơn vị sản phẩm. Tuy nhiên, do Công ty đã hoạt động hết công suất nên khả năng tăng trưởng bị hạn chế. Vì vậy, DHG đang tiến hành xây dựng nhà máy mới ở KCN Tân Phú Thạnh (8 ha) với nhiều điều khoản thuận lợi. Vốn đầu tư ban đầu là 310 tỷ đồng (từ nguồn vốn tự có) và dự kiến hoàn thành vào đầu năm 2013. Khi đó, tổng công suất của Công ty là 6 tỷ đơn vị sản phẩm.

Rủi ro:

Chi phí nguyên liệu nhập khẩu chiếm tỷ trọng lớn trong giá thành (50%) nên lợi nhuận của DHG chịu ảnh hưởng mạnh từ sự biến động của giá nguyên liệu cũng như tỷ giá. Ngoài ra, do hạn chế về mặt công nghệ và tâm lý thích dùng hàng ngoại của người dân, DHG sẽ gặp rất nhiều khó khăn để cạnh tranh với các công ty nước ngoài trong phân khúc thuốc đặc trị.

Từ năm 2012, hàng rào thuế quan bị hạ thấp nên các tập đoàn nước ngoài sẽ có nhiều thuận lợi hơn để thâm nhập vào thị trường tuy nhiên việc thiết lập hệ thống phân phối ở Việt Nam là điều không hề dễ dàng và cần nhiều thời gian.

CTCP Dược Hậu Giang

288 Bis Nguyễn Văn Cừ, P. An Hòa

Q. Ninh Kiều, Tp. Cần Thơ

ĐT: (84 – 710) 3891433 - 3890032

Fax: (84 – 710) 3895209

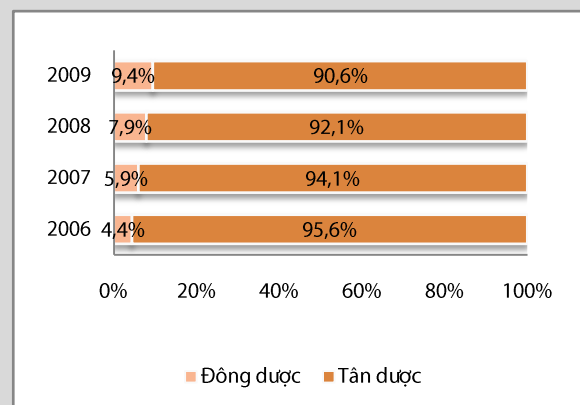
Website: <http://www.dhgpharma.com.vn>

Thành lập: Năm 1974
Cổ phần hóa: Năm 2004
Nhân viên: 2.290 người

Quản trị - Điều hành

- Phạm Thị Việt Nga, CT. HĐQT - TGD
- Lê Minh Hồng, TV. HĐQT - PTGD
- Lê Chánh Đạo, TV. HĐQT - PTGD
- Nguyễn Thị Hồng Loan, TV. HĐQT
- Lê Đình Bửu Trí, TV. HĐQT
- Nguyễn Như Song, TV. HĐQT
- Nguyễn Sĩ Trung Kỳ, TV. HĐQT

Cơ cấu doanh thu theo tân dược và đông dược:



Nguồn: Báo cáo thường niên DHG 2009

CÔNG TY

Dược Hậu Giang (DHG), tiền thân là Xí nghiệp Dược phẩm 2/9, được thành lập năm 1974. Hiện tại, DHG đang là Công ty dẫn đầu trong ngành dược, với các chứng nhận: hệ thống quản lý chất lượng ISO 9001:2000 và ISO 9002:1994; và đáp ứng các tiêu chuẩn của ngành: WHO-GMP/ GSP/ GLP.

Trong cơ cấu cổ đông, SCIC nắm giữ 44% và các tổ chức bên ngoài như Citigroup Global Markets, Dragon Capital, Viet Capital... nắm giữ khoảng 46%.

Hoạt động sản xuất kinh doanh

Hoạt động kinh doanh chính của DHG là sản xuất dược phẩm chủ yếu là tân dược thuộc nhóm hàng Generic.

Sản phẩm chính, hệ thống phân phối và năng lực sản xuất

Doanh thu của Công ty chủ yếu đến từ dược phẩm mà chủ yếu là hàng tự sản xuất. Tỷ trọng của hàng tự sản xuất trong doanh thu có xu hướng tăng dần trong các năm qua từ 89,2% trong năm 2005 lên 94% trong năm 2009. Trong khi đó, tỷ trọng doanh thu từ hoạt động kinh doanh hàng hóa giảm dần chỉ còn 2,2% trong năm 2009 do DHG ưu tiên kinh doanh hàng tự sản xuất.

Công ty đang sản xuất cả tân dược và đông dược. Hiện tại, đông dược chỉ chiếm 9,4% doanh thu của Công ty tuy nhiên có sự tăng trưởng khá nhanh (trong năm 2006 chỉ chiếm 4,39% doanh thu). Điều này phù hợp với chủ trương của Công ty là giảm dần sự phụ thuộc vào nguyên liệu hóa dược nhập khẩu và sử dụng nguồn thảo dược trong nước.

DHG có cơ cấu sản phẩm tương đối ổn định với các nhóm chiếm tỷ trọng cao là kháng sinh (41,82%), giảm đau-hạ sốt (15,97%), tai mũi họng (15,47%) và vitamin khoáng chất (10,12%). Ngoài ra, các nhóm sản phẩm tim mạch, hệ thần kinh và tiểu đường đang có tỷ trọng tăng dần. Các sản phẩm chủ lực như Hapacol (giảm đau – hạ sốt), Eugica (trị ho) và Haginat – Klamentin (điều trị nhiễm khuẩn) chiếm gần 40% doanh thu của DHG trong năm 2009.

DHG còn có 3 công ty con hoạt động trong lĩnh vực khác:

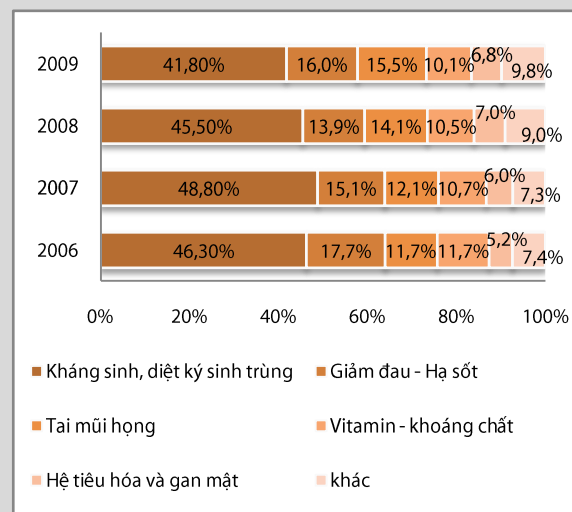
Công ty	Vốn điều lệ	Hoạt động chính	Doanh thu 2009	LNTT 2009
DHG Travel	3 tỷ	Dịch vụ lữ hành nội địa	14,6 tỷ	1,8 tỷ
DHG Nature	5 tỷ	Nuôi trồng, chế biến và kinh doanh dược liệu; sản xuất, kinh doanh hóa dược và thực phẩm bổ sung	22,4 tỷ	2,8 tỷ
DHG PP	5 tỷ	Sản xuất, kinh doanh bao bì nhựa, nhôm, giấy cho ngành dược	102,0 tỷ	23,9 tỷ

DHG đang nắm giữ vốn góp vào CTCP Tảo Vĩnh Hảo (sản xuất tảo Spirulina), CTCP Bao bì công nghệ cao Vĩnh Tường (sản xuất bao bì thuốc) và CTCP Dược phẩm nang mềm DHG (sản xuất dược phẩm dạng bào chế viên nang mềm). Ngoài trừ nang mềm DHG, các công ty còn lại đều bắt đầu tạo ra lợi nhuận.

Hệ thống phân phối và Năng lực sản xuất

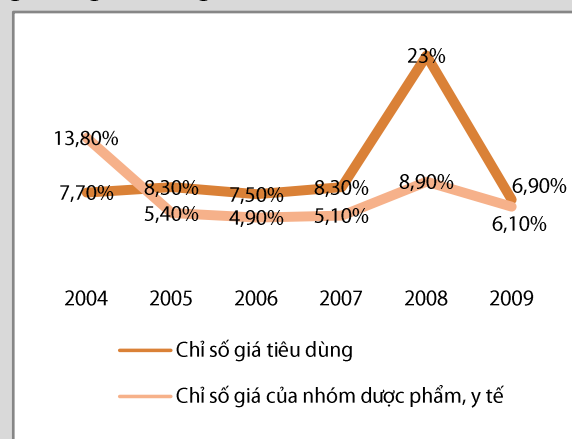
Hệ thống phân phối của DHG được xem là mạnh nhất trong ngành. Công ty có 7 công ty con phân phối ở Hậu Giang, Cà Mau, Kiên Giang, Đồng Tháp, Sóc Trăng, An Giang và Cần Thơ. Trong năm 2009, DHG đã chuyển 9 trung tâm phân phối liên kết với các Công ty dược địa phương thành Chi nhánh để chủ động trong kinh doanh. Hiện tại, Công ty có 43 đại lý/chi nhánh và 54 quầy thuốc tại các bệnh viện trong đó có 22 chi nhánh và công ty con đạt GDP và

Cơ cấu doanh thu theo nhóm sản phẩm:



Nguồn: Báo cáo thường niên DHG 2009

Chỉ số giá nhóm hàng dược phẩm, y tế so với chỉ số giá hàng tiêu dùng



Nguồn: Tổng cục thống kê

10 nhà thuốc trực thuộc đạt GPP. Hệ thống bán hàng của Công ty tiếp cận trực tiếp hơn 40.000 khách hàng và trải rộng trên cả nước đến từng ấp thôn.

Năng lực sản xuất: tổng giá trị sản xuất đứng đầu ngành với công suất luôn ở mức tối đa. Công suất hiện tại là 3 tỷ đơn vị sản phẩm/năm. Năm 2009, DHG đã sản xuất được 2,976 tỷ đơn vị sản phẩm, tăng 3,6% so với năm 2008.

Nguyên vật liệu:

Nguyên liệu: 80% nguyên liệu chính được nhập khẩu trong đó chủ yếu là dùng cho sản xuất tân dược và chiếm 50% giá thành. Để bắt đầu giảm sự phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu này, Công ty đã nuôi tảo Spirulina thành công ở Vĩnh Hảo để cung cấp nguyên liệu cho sản phẩm Spivital. Ngoài ra, DHG Nature đã mua đất, thuê đất để nuôi trồng dược liệu tại Tây Ninh, Đà Lạt để cung cấp dược liệu cho sản xuất đông dược. Về bao bì, khoảng 20% nhu cầu bao bì thuốc của DHG được cung cấp bởi CTCP Bao bì công nghệ cao Vĩnh Tường còn công ty con in – bao bì DHG chỉ cung cấp bao bì bên ngoài.

Trong giai đoạn 2007-2009, mặc dù giá cả biến động khá mạnh, DHG cho thấy sự hiệu quả trong quản lý nguồn nguyên liệu đầu vào và đầu ra với tỷ suất lãi gộp được duy trì ổn định (53%). Tuy nhiên, trong 6 tháng đầu năm nay, chỉ số này lại sụt giảm xuống còn 49% do giá nguyên liệu nhập khẩu biến động phức tạp nhưng giá hàng bán lại khá ổn định. Theo Bộ Công Thương, hai quý đầu năm nay, chỉ số giá của nhóm hàng dược phẩm y tế là 1,84% đứng thứ 9/11 về chỉ số tăng giá của các nhóm hàng thiết yếu.

Thị trường và vị thế Công ty

Các đối thủ cạnh tranh chính của DHG ngoài các tập đoàn lớn của nước ngoài như Sanofi – Aventis, GSK và Pfizer còn có các công ty trong nước như DVD, DMC và IMP. Nhìn chung, mức độ cạnh tranh trong ngành là rất cao. Với quá trình phát triển lâu dài, thương hiệu của Công ty đã được khẳng định trên thị trường. DHG đang là Công ty dẫn đầu trong ngành dược Việt Nam với giá trị sản xuất cũng như thị phần lớn nhất so với các công ty trong nước. Năm 2009, DHG chiếm 12% thị phần thuốc sản xuất trong nước và trên 5% thị trường tiêu thụ thuốc tại Việt Nam (chỉ sau 2 tập đoàn lớn của nước ngoài là Sanofi – Aventis và GSK). Về thị trường xuất khẩu, DHG xuất các sản phẩm chủ yếu là đông dược sang các nước lân cận và Châu Phi.

Tiềm năng tăng trưởng

Do công suất nhà máy hiện tại đã hết nên DHG có kế hoạch xây dựng nhà máy mới. Khu đất cạnh trụ sở chính có diện tích 28.330,9 m² ở đường Nguyễn Văn Cừ, Cần Thơ ban đầu được dự định sẽ sử dụng để xây nhà máy này tuy nhiên do ở trong thành thị nên không phù hợp. Vì vậy, mảnh đất này sẽ chuyển mục đích sử dụng sang “đất ở đô thị”. Hiện tại, DHG vẫn chưa có dự án cụ thể đối với lô đất này.

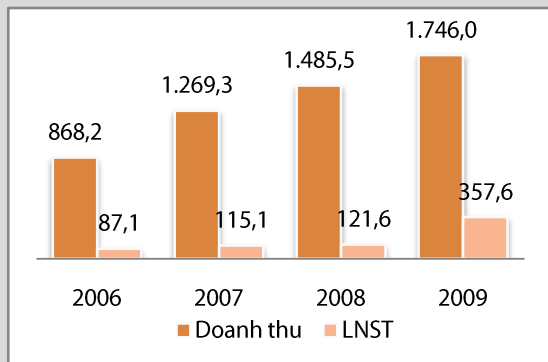
Nhà máy mới dự định sẽ xây ở KCN Trà Nóc II nhưng sau đó được chuyển đến KCN Tân Phú Thạnh (8 ha) với giá thuê rẻ hơn, điều kiện vệ sinh tốt hơn, khuôn viên rộng lớn hơn và chính sách ưu đãi về thuế tốt hơn (dự tính thuế TNDN được miễn giảm từ 2013 – 2027 là 710 tỷ đồng).

Dự án xây dựng nhà máy mới gồm 2 giai đoạn. Giai đoạn 1 có vốn đầu tư là 310 tỷ đồng (từ nguồn vốn tự có) và dự kiến hoàn thành vào đầu năm 2013 với công suất 4 tỷ đơn vị sản phẩm. Ngoài ra, nhà máy hiện tại sau khi di dời và cấu trúc lại sẽ có công suất 2 tỷ đơn vị sản phẩm. Như vậy, tổng công suất của Công ty vào năm 2013 là 6 tỷ đơn vị sản phẩm.

Do thuốc là nhu cầu thiết yếu của người dân và ngành dược ở Việt Nam vẫn

Doanh thu thuần và Lợi nhuận qua các năm

Đvt: tỷ đồng



Nguồn: BTC DHG

Khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động

Chỉ số	2007	2008	2009	Ngành
Lãi gộp/DT	52,7%	53,3%	52,9%	34,1%
Lãi hoạt động/DT	11,0%	11,1%	22,9%	14,6%
LNST/DT	9,1%	8,2%	20,5%	12,2%
ROE	18,0%	17,5%	35,1%	22,9%
ROA	12,2%	11,2%	23,5%	14,8%
DT/TTS	1,3	1,4	1,1	1,2
Vòng quay hàng tồn kho	2,6	2,3	2,7	3,7
Vòng quay khoản phải thu	4,9	5,8	5,9	4,1
Vòng quay khoản phải trả	2,3	1,9	2,0	3,9

Nguồn: BCTC DHG và VDSC tổng hợp

Khả năng thanh toán và Cấu trúc tài chính

Khả năng thanh toán	2008	2009	Q2/10	Ngành
Thanh toán hiện hành	2,13	2,52	2,9	2,1
Thanh toán nhanh	1,29	1,88	2,0	0,8
Thanh toán tiền mặt	0,58	1,25	1,2	0,5

Cấu trúc tài chính

Cấu trúc tài chính	2008	2009	Q2/10	Ngành
Tổng nợ/VCSH	55,0%	48,7%	43,1%	55,3%
Tổng nợ/TTS	35,4%	32,6%	30,0%	35,6%
Vay ngắn hạn/VCSH	1,2%	7,3%	1,9%	18,8%
Vay dài hạn/VCSH	-	-	-	3,5%
Vay ngắn hạn/TTS	0,8%	4,9%	1,3%	12,1%
Vay dài hạn/TTS	-	-	-	2,2%

Nguồn: BCTC DHG và VDSC tổng hợp

còn đang trong giai đoạn phát triển nên triển vọng của Công ty là khá lớn. Tuy nhiên, do Công ty đang hoạt động hết công suất và nhà máy mới sẽ đi vào hoạt động trong năm 2013. Mặc dù Công ty có thể tăng doanh thu và lợi nhuận bằng cách thay đổi cơ cấu sản phẩm nhưng sự gia tăng này là không nhiều. Vì vậy, kết quả kinh doanh của Công ty trong năm nay và 2 năm tới nhiều khả năng sẽ không có sự đột biến. Đến năm 2013, tình hình hoạt động của Công ty sẽ có sự cải thiện rõ rệt khi nhà máy mới đi vào hoạt động.

Rủi ro kinh doanh

Giá nguyên liệu biến động mạnh sẽ ảnh hưởng đến tính ổn định trong sản xuất kinh doanh. Rủi ro tỷ giá: VND có thể tiếp tục trượt giá so với USD, làm tăng thêm chi phí nguyên vật liệu nhập khẩu.

DHG vẫn phải chịu sức ép lớn từ các đối thủ nước ngoài với lợi thế về công nghệ, thương hiệu và tâm lý ưa dùng hàng ngoại của người dân. Tuy nhiên, với lợi thế về hệ thống phân phối, DHG vẫn có thể duy trì được sự tăng trưởng.

Tình hình tài chính

Doanh thu và LNST của DHG có sự tăng trưởng khá ổn định trong giai đoạn 2006-2009. Bên cạnh đó, tỷ suất lãi gộp của DHG cũng được duy trì ổn định ở mức 53% trong giai đoạn đầy biến động vừa qua cho thấy sự ổn định trong hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty. Không giống như phần lớn các công ty khác trong ngành vừa kinh doanh hàng tự sản xuất vừa phân phối sản phẩm của các công ty khác, DHG chỉ tập trung kinh doanh hàng tự sản xuất (chiếm 94% doanh thu) nên dẫn đến sự vượt trội về tỷ suất lãi gộp. Hiện tại, DHG là một trong hai công ty có tỷ trọng hàng tự sản xuất trong doanh thu cao nhất ngành. Ngoài ra, quy mô sản xuất lớn và nguyên liệu tồn trữ hợp lý cũng góp phần tạo ra tỷ suất lãi gộp cao.

Trong năm 2009, các chỉ số thể hiện khả năng sinh lời như tỷ suất lãi gộp, ROE và ROA đều tăng mạnh so với các năm trước và cao hơn nhiều so với bình quân ngành. Nguyên nhân chính là do chi phí bán hàng được cắt giảm nhiều (giảm gần 112 tỷ đồng so với năm 2008) trong khi doanh thu tăng trưởng 17,5%. Công ty đã điều chỉnh một số loại chi phí mua ngoài, giảm hoa hồng đại lý do các đại lý được sát nhập vào các chi nhánh hoặc được chuyển thành chi nhánh dẫn đến sự sụt giảm lớn về chi phí bán hàng. Điều này cho thấy sự cắt giảm chi phí này mang tính chất bền vững. Bên cạnh đó, các khoản lãi tiền gửi mang lại cho DHG lợi nhuận là 27,3 tỷ và các yếu tố khác quan như biến động tỷ giá cũng góp phần tạo ra lợi nhuận đột biến cho Công ty.

Lũy kế 6 tháng đầu năm 2010, DHG đã đạt 865,8 tỷ doanh thu (hoàn thành 45% kế hoạch) và 192,1 tỷ LNTT (hoàn thành 62% kế hoạch). So với cùng kỳ năm trước, doanh thu chỉ tăng 7,4% nhưng LNTT tăng gần 18% chủ yếu là do Công ty chủ trương không tiếp tục sử dụng khoản chiết khấu thanh toán và không phải dự phòng giảm giá các khoản đầu tư ngắn hạn và dài hạn. Nhờ vậy, chi phí tài chính giảm gần 20 tỷ so với cùng kỳ năm trước.

Khả năng thanh toán và Cấu trúc tài chính

DHG chỉ vay một ít nợ ngắn hạn và đang có tiền (gồm cả tiền gửi ngân hàng) lớn, gần 490 tỷ đồng, nên khả năng thanh toán của Công ty là rất tốt và vượt trội so với bình quân ngành. Bên cạnh đó, các chỉ số nợ đều thấp hơn so với bình quân ngành. Tuy nhiên, việc duy trì lượng tiền lớn như vậy ảnh hưởng không tốt đến hiệu quả sử dụng vốn lưu động của Công ty. Trong thời gian tới, do phải xây dựng nhà máy mới với vốn đầu tư là 310 tỷ đồng thì lượng tiền này sẽ bắt đầu giảm xuống.

P/E ngành

Mã	Vốn hóa TT (tỷ VND)	Trailing P/E
PMC	173,7	6,3
DHT	251,1	14,5
OPC	368,6	7,0
MKP	465,1	7,6
DCL	495,7	8,7
TRA	533,6	9,4
DMC	609,1	6,7
IMP	684,6	9,3
SPM	945,0	15,2
DVD	2.030,7	11,0
DHG	3.065,1	7,9
Bình Quân		9,0

DỰ PHÓNG

Năm 2010, kế hoạch Công ty đặt ra đối với tổng doanh thu là 1.290 tỷ và lợi nhuận trước thuế là 310 tỷ. Chúng tôi cho rằng DHG có thể đạt được mục tiêu doanh thu và vượt mục tiêu lợi nhuận với những kết quả mà Công ty đã đạt được sau 6 tháng đầu năm nay.

Kết quả kinh doanh. Do công suất máy móc hiện tại đã sử dụng hết nên khả năng tăng trưởng bị hạn chế mặc dù Công ty có thể thay đổi cơ cấu sản phẩm để tăng doanh thu. Ngoài ra, lũy kế 6 tháng đầu năm nay, Công ty chỉ hoàn thành 45% kế hoạch doanh thu. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh của Công ty thông thường trong 2 quý cuối năm đều tốt hơn 2 quý đầu năm (tăng khoảng 20%). Vì vậy, mặc dù đây là một thách thức không nhỏ nhưng chúng tôi cho rằng DHG có thể đạt được mức doanh thu này. Như vậy, doanh thu năm 2010 sẽ tăng 10% so với năm 2009 và Công ty cũng được kỳ vọng sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu này trong vòng 2 năm tiếp theo. Khi nhà máy mới đi vào hoạt động trong năm 2013 với công suất tăng gấp đôi thì doanh thu của Công ty được dự báo sẽ tăng 30% trong năm này và năm tiếp theo.

Tỷ suất lãi gộp sau 2 quý đầu năm là 49% nhưng do tình hình kinh doanh được cải thiện trong 2 quý còn lại nên dự báo tỷ suất này là 51% cho cả năm 2010. Trong các năm sau, tỷ suất lãi gộp sẽ giảm dần do áp lực cạnh tranh và giá cả đầu vào và đầu ra biến động khó lường. Ngoài ra, cũng do cạnh tranh, các chỉ số chi phí bán hàng/doanh thu và chi phí quản lý/doanh thu sẽ tăng dần.

Bảng cân đối kế toán

Do Công ty có lượng tiền và các khoản tương đương tiền lớn nên không phải chịu áp lực về vốn cho dự án xây dựng nhà máy mới. Vì vậy, cấu trúc vốn hiện tại của Công ty sẽ tiếp tục được duy trì với tỷ lệ nợ rất thấp.

Hàng tồn kho, các khoản phải thu và phải trả được dự báo sẽ tăng trưởng tương xứng với tốc độ tăng trưởng của doanh thu.

Về đầu tư vào tài sản cố định, do ảnh hưởng của dự án nhà máy mới, nguyên giá TSCĐ sẽ tăng mạnh đến năm 2012. Cụ thể, giá trị tài sản đầu tư thêm trong năm 2010, 2011 và 2012 lần lượt là 81 tỷ, 95 tỷ và 111 tỷ. Các năm còn lại, nguyên giá TSCĐ sẽ tăng trưởng chậm lại.

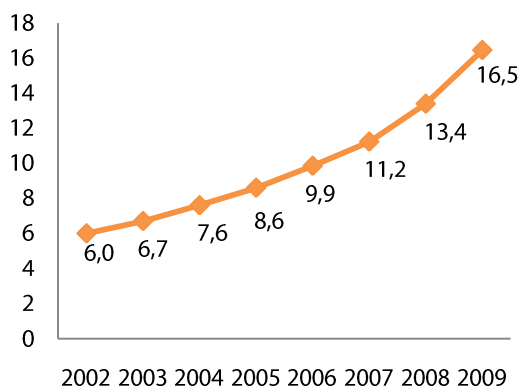
Trên cơ sở những dự phóng trên, doanh thu trong năm 2010 của DHG là 1920,6 tỷ. Lợi nhuận sau thuế sẽ vào khoảng 359,8 tỷ, tương đương mức EPS với số lượng cổ phiếu hiện hành 26.662.962 vào khoảng 13.495 đồng/cp.

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFE và P/E để định giá DHG với P/E được tham chiếu từ trung bình ngành được. Trailing P/E của ngành hiện nay khoảng 9,0. Cần nhắc thêm một số yếu tố vĩ mô trong và ngoài nước hiện nay cùng với tình hình thực tế của Công ty, trên quan điểm thận trọng chúng tôi sử dụng hệ số P/E với một tỷ lệ chiết khấu 5%. Trong phương pháp FCFE, chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu và tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFE sau năm 2014 được ước tính lần lượt là 16,6% và 6,9%.

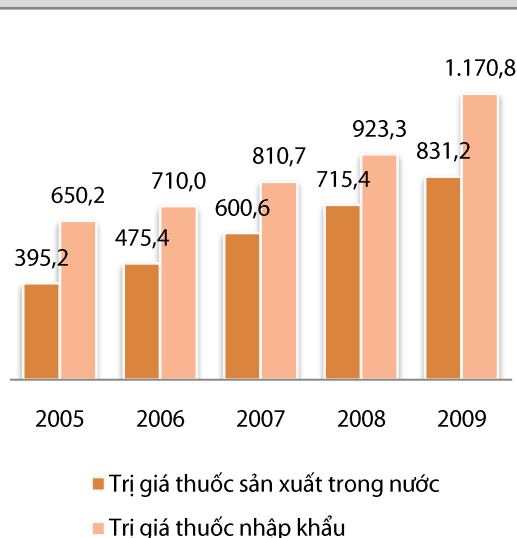
Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
P/E	116.057	30%	34.817
FCFE	139.464	70%	97.625
Giá bình quân		100%	132.442

Tiền thuốc bình quân đầu người (USD/người):



Nguồn: Bộ Y Tế

Tăng trưởng sản xuất trong nước:



Nguồn: Bộ Y Tế

SƠ LƯỢC NGÀNH DƯỢC

Những nét chính trong thời gian qua

Dược phẩm là một trong những mặt hàng thiết yếu của người dân nên ngành Dược ít chịu ảnh hưởng của chu kỳ kinh tế và có tốc độ tăng trưởng ổn định. Ngành Dược Việt Nam vẫn còn non trẻ với chỉ tiêu cho ngành năm 2009 chỉ chiếm 1,6% GDP. Chi tiêu y tế của người dân tăng gần 3 lần từ 5,4 USD/người/năm lên 19,6 USD/người/năm trong giai đoạn 2000-2009. Tuy nhiên, mức chi tiêu này vẫn thấp so với mức chi tiêu trung bình của thế giới (40USD/người/năm).

Mặc dù vậy, ngành Dược ở Việt Nam có nhiều tiềm năng để phát triển: dân số đông và ngày càng tăng, mức sống người dân cũng được nâng lên và vấn đề sức khỏe cũng được quan tâm nhiều hơn. Thị phần thuốc sản xuất trong nước tăng trưởng với tốc độ bình quân gần 20%/năm trong vòng 10 năm trở lại đây nhưng chỉ chiếm khoảng 49% tổng thị phần thuốc sử dụng. Nguyên nhân là do phần lớn thuốc sản xuất trong nước đều là thuốc generic có giá trị bằng 1/2 hoặc 1/3 so với thuốc ngoại. Các tập đoàn Dược lớn trên thế giới như Sanofi – Aventis, GSK và Pfizer đang chiếm lĩnh phân khúc thuốc đặc trị có giá trị cao.

Tính đến năm 2009, cả nước có 98 nhà máy đạt chuẩn GMP, 98 cơ sở đạt GLP và 126 nhà kho đạt GSP. Do hạn chế về mặt công nghệ, các công ty dược trong nước phải nhập khẩu khoảng 90% nhu cầu nguyên vật liệu từ nước ngoài.

Triển vọng ngành

RNCOS dự báo trong giai đoạn 2009-2012, ngành dược ở các nước đang phát triển có thể tăng trưởng 12-15%/năm.

Chính phủ chủ trương đưa thị phần thuốc sản xuất trong nước đạt từ 60% trở lên và khuyến khích gia tăng sản xuất nguyên phụ liệu trong nước để thay thế nguồn nguyên liệu nhập khẩu.

Theo lộ trình gia nhập WTO, ngành Dược sẽ dần mất đi sự bảo hộ từ Chính Phủ nên các công ty trong nước sẽ chịu áp lực cạnh tranh gay gắt từ các tập đoàn nước ngoài. Tuy nhiên, với lợi thế về hệ thống phân phối với 2 kênh chủ yếu là hệ điều trị-bệnh viện và hệ thương mại, các công ty trong nước vẫn đủ sức cạnh tranh và tiếp tục tăng trưởng.

Chỉ tiêu tài chính một số công ty tiêu biểu

Mã CK	Market Cap	DT 2009		LNST 2009		EPS		BV		P/BV		6 tháng/2010			
	23/09/10	(tỷ VND)	(tỷ VND)	(tỷ VND)	(tỷ VND)	4 quý	(VND/cp)	30/06/10	(VND/cp)	Trailing P/E	(x)	30/06/10	(x)	Doanh thu	LNST
												(tỷ VND)	%KH	(tỷ VND)	% KH
MKP	465,1	646,84	61,19	6.644	37.231	7,6	1,3	396,4	55,1%	37,2	49,6%				
DCL	495,7	575,52	68,85	5.733	29.639	8,7	1,7	298,8	39,8%	28,4	54,1%				
TRA	533,6	747,04	51,05	4.662	25.520	9,4	1,7	395,4	43,9%	32,1	52,4%				
DMC	609,1	1.067,90	76,36	5.164	29.355	6,7	1,2	516,5	43,0%	56,2	57,4%				
IMP	684,6	660,08	65,71	6.316	47.034	9,3	1,3	315,6	41,4%	39,0	57,8%				
SPM	945,0	254,69	62,39	4.456	17.325	15,2	3,9	159,8	-	43,9	-				
DVD	2.030,7	917,19	108,75	10.018	28.245	11,0	3,8	686,3	57,2%	101,9	70,2%				
DHG	3.065,1	1.746,02	362,34	14.503	40.872	7,9	2,8	841,2	43,8%	176,6	63,4%				

Nguồn: Stox, VDSC tổng hợp

PHỤ LỤC

	2007	2008	2009	2010E
Báo cáo kết quả kinh doanh (Đơn vị: tỷ đồng)				
Doanh thu	1.269,3	1.485,5	1.746,0	1.920,6
Lợi nhuận HĐKD	139,4	165,6	400,3	391,2
Lợi nhuận trước thuế	128,3	145,0	409,6	407,7
Lợi nhuận sau thuế	115,1	121,6	357,6	359,8
EBIT	143,7	150,2	413,0	410,1
EBITDA	167,8	178,8	442,8	447,7
Bảng cân đối kế toán (Đơn vị: tỷ đồng)				
Tiền mặt	135,0	211,7	584,1	659,0
Tài sản ngắn hạn	678,8	783,5	1.212,5	1.402,6
Tài sản cố định	216,6	224,0	231,8	278,9
Tổng tài sản	944,7	1.081,8	1.522,0	1.784,2
Tổng nợ vay	43,4	8,5	74,0	20,2
Tổng nợ	303,8	382,7	496,2	486,2
Vốn chủ sở hữu	622,6	701,1	1.010,4	1.270,8
Tốc độ tăng trưởng (%)				
Doanh thu	46,2%	17,0%	17,5%	10,0%
Lợi nhuận trước thuế	47,4%	13,0%	182,4%	-0,5%
Lợi nhuận sau thuế	32,3%	5,6%	194,2%	0,6%
Tổng tài sản	95,6%	14,5%	40,7%	17,2%
Vốn chủ sở hữu	274,6%	9,0%	46,3%	26,6%
Khả năng sinh lợi (%)				
Lợi nhuận gộp / Doanh thu	52,7%	53,3%	52,9%	51,0%
Lợi nhuận trước thuế / Doanh thu	10,1%	9,8%	23,5%	21,2%
Lợi nhuận sau thuế / Doanh thu	9,1%	8,2%	20,5%	18,7%
ROA	12,2%	11,2%	23,5%	20,2%
ROE	18,0%	17,5%	35,1%	27,9%
Hiệu quả hoạt động (lần)				
Vòng quay Tổng tài sản	1,3	1,4	1,1	1,1
Vòng quay Vốn chủ sở hữu	2,0	2,1	1,7	1,5
Vòng quay các khoản phải thu	4,9	5,8	5,9	5,7
Vòng quay hàng tồn kho	2,6	2,3	2,7	2,4
Vòng quay các khoản phải trả	2,3	1,9	2,0	2,1
Khả năng thanh toán (lần)				
Khả năng thanh toán hiện hành	2,2	2,1	2,5	3,0
Khả năng thanh toán nhanh	1,5	1,3	1,9	2,2
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,6	0,6	1,2	0,1
Cấu trúc vốn (%)				
Tổng nợ/ Vốn chủ sở hữu	47,6%	55,0%	48,7%	37,7%
Nợ vay / Tổng tài sản	4,6%	0,8%	4,9%	1,1%
Tổng nợ / Tổng tài sản	32,2%	35,4%	32,6%	27,2%

LỊCH SỬ PHÂN TÍCH

Ngày phát hành Loại báo cáo Khuyến nghị Giá tại ngày phát hành Giá định giá

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

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

Các loại khuyến cáo

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

GIỚI THIỆU

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

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

Hệ thống mạng lưới**Trụ sở chính**

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

Chi nhánh Sài Gòn

147-149 Võ Văn Tần – Quận 3 – TP.HCM

Chi nhánh Đà Nẵng

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

Chi nhánh Hà Nội

74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm – Hà Nội

Chi nhánh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VDSC tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VDSC thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. **Bản quyền thuộc VDSC, 2010.**

DHG: CÔNG TY CỔ PHẦN DƯỢC HẬU GIANG

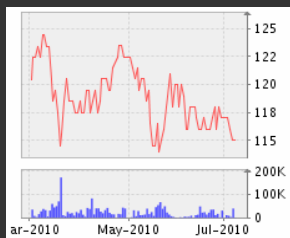
Giới thiệu chung

Tiền thân là Xí nghiệp dược phẩm 2/9 thành lập năm 1974, cổ phần hóa năm 2004 với vốn điều lệ ban đầu 80 tỷ đồng, cổ phiếu DHG chính thức niêm yết trên sàn HOSE vào tháng 12/2006. Hiện tại vốn điều lệ của DHG xấp xỉ 266 tỷ đồng.

Hoạt động chính của DHG là sản xuất, kinh doanh tân dược với các sản phẩm tiêu biểu như Hapacol, Haginat, Klamentin,...

Thông tin cổ phiếu

(12/07/10)



Giá cổ phiếu (VND)	116.000
Số CP đang lưu hành	26.651.672
Vốn hóa (tỷ đ)	3.092
% sở hữu Nhà nước	44,25%
% sở hữu nhà ĐTN	43,76%
% sở hữu BGD&HQĐT	0,85%
KL trung bình 3 tháng	22.773

DHG PHARMA
Vi một cuộc sống khỏe đẹp hơn

Thông tin doanh nghiệp:

Địa chỉ: 288 Bis Nguyễn Văn Cừ,
Q. Ninh Kiều TP Cần Thơ
Điện thoại: 07103 891 433
Fax : 07103 895209
<http://dhgpharma.com.vn>

Người được phỏng vấn:

Bà: Lê Thị Hồng Nhung
Trưởng Ban Quan hệ Đầu tư

Chuyên viên phân tích:

Hồng Nguyệt Minh
minh.hong@vndirect.com.vn

Năm	2008A	2009A	2010E	Năm	2008A	2009A
Doanh thu (tỷ đ)	1.485	1.746	1.920	Tổng tài sản (tỷ đ)	1.082	1.522
TSLN gộp%	53	53	49	Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	699	1.026
TSLN HĐKD %	11	23	17	Tài sản ngắn hạn (tỷ đ)	783	1.212
Lợi nhuận ròng (tỷ đ)	129	357	318	Vay ngắn hạn (tỷ đ)	367	482
EPS (đ)	6.443	13.413	11.923	Nợ vay/Vốn CSH (%)	1	7
P/E (lần)	8,40	9,56	9,73	Hệ số thanh toán tức thời	2,13	2,52
P/B (lần)	3,66	3,68	2,55	Hệ số thanh toán nhanh	1,28	1,86
Cổ tức/giá (%)	1,62	2,59	2,16	Số ngày tồn kho	162	136
ROA (%)	12%	24%	17%	Số ngày phải thu	62,69	62,08
ROE (%)	19%	35%	25%	Số ngày phải trả	35,61	31,67

Quan điểm đầu tư:

Công ty Cổ phần Dược Hậu Giang (DHG) là doanh nghiệp dược phẩm hàng đầu Việt Nam xét về quy mô và hiệu quả hoạt động. Năm 2009 là năm thứ 5 liên tiếp DHG giữ được tốc độ tăng trưởng cao kể từ khi cổ phần hóa (lợi nhuận sau thuế tăng trưởng trung bình ~ 65%/năm) và là năm thứ 14 có doanh thu hàng sản xuất dẫn đầu ngành Công nghiệp Dược Việt Nam.

Không có thế mạnh nổi trội về sản phẩm, song DHG có lợi thế đặc biệt ở hệ thống phân phối sâu rộng và cách làm marketing hiệu quả, hoạt động theo nguyên lý 20/80. Tăng trưởng ấn tượng năm 2009 đến từ việc cơ cấu lại sản phẩm và sự thận trọng trong việc trích lập dự phòng.

Sang năm 2010, chúng tôi cho rằng DHG khó có khả năng đạt tỷ suất lợi nhuận cao như năm 2009 do ảnh hưởng của giá nguyên liệu tăng và tỷ giá tăng. Chi phí bán hàng cũng có xu hướng tăng trong điều kiện cạnh tranh ngày càng gay gắt hơn.

Với ước tính thận trọng, chúng tôi cho rằng DHG có khả năng đạt 1.920 tỷ đồng doanh thu và 315 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương ứng với mức tăng trưởng 10% & -11%. Với mức giá 116.000 đồng/cổ phiếu, DHG đang được giao dịch ở mức PE 2010 ~ 9,73 & PB 2010 ~ 2,55 (cao hơn trung bình ngành với PE 2010 ~ 8,28 & PB 2010 ~ 1,89). Đây là mức định giá hợp lý, xét trên vị thế và tiềm năng tăng trưởng của DHG.

Rủi ro đầu tư là (1) thị trường dược phẩm có mức độ cạnh tranh cao; (2) phụ thuộc nhiều vào giá nguyên liệu nhập khẩu.

Vừa qua chúng tôi đã có cuộc trao đổi với bà Lê Thị Hồng Nhung - Trưởng Ban Quan hệ Đầu tư về kết quả kinh doanh năm 2009 tới hết quý 1/2010 và triển vọng những quý còn lại trong năm 2010 của DHG.

Hoạt động:

Hoạt động sản xuất dược phẩm chiếm 94% doanh thu và 98% lợi nhuận của DHG (năm 2009), trong đó chủ yếu là nhóm sản phẩm tân dược. Nhóm thực phẩm bổ sung & dược mỹ phẩm tuy rất tiềm năng bởi tỷ suất lợi nhuận cao, nhu cầu lớn & không bị khống chế giá như đối với dược phẩm song chỉ chiếm tỷ trọng khiêm tốn do vẫn đang trong giai đoạn đầu tư, xây dựng năng lực sản xuất & xây dựng nhãn hiệu.

DHG không có thế mạnh nổi trội về sản phẩm - tình trạng chung của các doanh nghiệp dược Việt Nam. Sản phẩm tân dược DHG sản xuất có đến 95% là thuốc generic (đã hết thời hạn bảo hộ công thức), thuộc các nhóm thuốc thông thường như nhóm thuốc kháng sinh - nấm - diệt ký sinh trùng, nhóm thuốc giảm đau - hạ sốt & nhóm thuốc tai mũi họng (lần lượt chiếm 39%, 15%, 14% doanh thu hàng sản xuất). Đây là những nhóm sản phẩm chịu cạnh tranh gay gắt của các sản phẩm cùng loại trên thị trường, song DHG vẫn đứng vững với tăng trưởng doanh thu bình quân giai đoạn 2005 - 2009 xấp xỉ 35% (thực tế có thể cao hơn vì trong năm 2009 DHG thay đổi cách hạch toán doanh thu), công suất khai thác gần như tối đa. Thêm vào đó, tăng trưởng doanh thu của DHG còn đi kèm hiệu quả thể hiện

ở tỷ suất lợi nhuận luôn được duy trì và cải thiện, mặc dù các yếu tố đầu vào như giá nguyên liệu và tỷ giá (80% nguyên liệu nhập khẩu) biến động phức tạp theo chiều hướng tăng, chi phí bán hàng tăng do cạnh tranh trong khi giá bán lại bị khống chế theo quy định của ngành.

Vị thế của DHG có được trước hết là nhờ định hướng chiến lược đúng đắn: đầu tư có trọng điểm, đa dạng hóa đồng tâm theo nguyên lý 20/80. Nguyên lý 20/80 được DHG vận dụng trong tất cả các mặt hoạt động (chiến lược sản phẩm, khách hàng, đội ngũ nhân sự,...) nhằm sử dụng hiệu quả các nguồn lực của Công ty. Cụ thể, DHG chuyển đổi hợp lý cơ cấu sản phẩm, tập trung vào sản xuất nhóm sản phẩm mang lại doanh thu và lợi nhuận cao, đồng thời tập trung chăm sóc nhóm khách hàng có doanh số lớn,... Hoạt động của hệ thống phân phối và đội ngũ marketing cũng được định hướng theo mục tiêu này nên mặc dù sản lượng trong suốt giai đoạn 2005 - 2009 gần như không tăng, giá bán bị khống chế song doanh thu của DHG vẫn tăng trưởng ấn tượng (~ 35%/năm như đề cập ở trên).

Hệ thống phân phối sâu rộng là thế mạnh nổi trội của DHG so với các doanh nghiệp khác trong ngành. Với hệ thống phân phối này, sản phẩm của DHG đã có mặt tại 64/64 tỉnh thành cả nước và hầu hết các bệnh viện trên toàn quốc, thị phần được phẩm đứng thứ 3 tại thị trường Việt Nam, chỉ sau 2 tập đoàn lớn là Sanofi - Anvetis & GSK (theo số liệu quý 3/2009 của IMS). Định hướng của DHG là tiếp tục chuyển trọng tâm phân phối thành chi nhánh, chi nhánh thành công ty con, đồng thời phát triển hệ thống quầy bán lẻ tại bệnh viện, từng bước hoàn thiện mô hình tổ chức theo công ty mẹ - công ty con. Mô hình này giúp các công ty con tự chủ hơn trong hoạt động phân phối của mình, nâng cao hiệu quả, đồng thời tăng cường khả năng quản trị của công ty mẹ do rút ngắn được thời gian lập báo cáo. Doanh thu tăng trưởng, hiệu quả hoạt động được duy trì và nâng cao, kỳ thu tiền bình quân rút ngắn đã khẳng định phần nào hiệu quả từ mô hình này.

Hoạt động marketing khá hiệu quả khi đã xây dựng được 11 nhãn hàng chủ lực (Hapacol, Haginat, Klamentin,...) chiếm ~ 49,4% doanh thu và 32,7% lợi nhuận năm 2009. Trong năm 2010, dự kiến các nhãn hàng này sẽ đóng góp trên 50% doanh thu và lợi nhuận, đồng thời tiếp tục khai thác các nhãn hàng mới.

Hiện nay, DHG đã hoạt động với công suất gần như tối đa, trong khi nhu cầu đối với dược phẩm tại thị trường Việt Nam vẫn gia tăng không ngừng cùng với sự gia tăng của quy mô dân số và nhu cầu chăm sóc sức khỏe của dân cư. Kế hoạch xây dựng Nhà máy mới có công suất ~ 4 tỷ đơn vị sản phẩm/năm (nâng công suất lên gấp đôi), ban đầu dự kiến hoàn thành vào quý 2/2011 song đã phải lùi lại tới cuối quý 2/2012 do việc chuyển đổi địa điểm. Địa điểm mới có lợi hơn cho DHG về diện tích thuê, chi phí thuê, điều kiện môi trường, ưu đãi thuế,... song sự chậm trễ triển khai dự án này có thể ảnh hưởng đến khả năng chiếm lĩnh thị trường & khai thác tối đa công suất trong điều kiện nhiều nhà máy mới của các công ty dược khác sẽ hoàn thành và đưa vào hoạt động trong năm 2010 & 2011.

Kết quả 2009

Theo số liệu kiểm toán, năm 2009 DHG đạt 1.746 tỷ đồng doanh thu và 357 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương ứng với 116% kế hoạch doanh thu và & 146% kế hoạch lợi nhuận (đã điều chỉnh), ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu 18% và tăng trưởng lợi nhuận sau thuế 177% so với năm 2008.

Tăng trưởng doanh thu thực tế là 27% do trong năm 2009, DHG thay đổi cách hạch toán - thực hiện chiết khấu trên hóa đơn. Trong điều kiện sản lượng tiêu thụ giảm 13% so với năm trước, chỉ một số nhóm hàng được phép tăng giá với mức tăng từ 5% - 15% thì mức tăng trưởng trên đến từ việc thay đổi cơ cấu sản phẩm theo hướng tăng tỷ trọng sản phẩm có giá trị cao. Thay đổi này chủ yếu xảy ra trong nhóm vitamin - khoáng chất, kháng sinh - nấm - ký sinh trùng và nhóm tai mũi họng.

Việc thay đổi cơ cấu sản phẩm còn giúp DHG cải thiện đáng kể tỷ suất lợi nhuận gộp từ 53% lên 57% (tính trên doanh thu chưa trừ chiết khấu - với mục đích đưa về cùng mặt bằng so sánh). Đây là mức cải thiện rất lớn, và là nguyên nhân chủ yếu giúp DHG đạt được tăng trưởng lợi nhuận sau thuế đột biến trong năm 2009.

Bên cạnh đó, việc hoàn nhập ~ 22 tỷ chi phí khuyến mại, quảng cáo, hoa hồng, chi phí hội thảo trích trước và ~ 15 tỷ hoàn nhập dự phòng phải thu khó đòi (do các năm trước DHG thận trọng nên trích lập dự phòng, trích trước nhiều hơn thực tế phát sinh) cũng góp phần vào tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của DHG trong năm 2009.

Dự báo 2010

Tại Đại hội cổ đông thường niên, DHG đã đặt mục tiêu 1.920 tỷ đồng doanh thu và 270 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong năm 2010, tương ứng với mức tăng trưởng 10% & -24%.

Theo ước tính thận trọng của chúng tôi, năm 2010 DHG có khả năng đạt được 1.920 tỷ đồng doanh thu & 318 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương ứng với mức tăng trưởng 10% & -11%, dựa trên các căn cứ sau:

- ❖ DHG tiếp tục điều chỉnh cơ cấu sản phẩm, đẩy mạnh các nhãn hàng chủ lực, là cơ sở cho tăng trưởng doanh thu & cải thiện tỷ suất lợi nhuận trong năm 2010. Tuy nhiên, với sự gia tăng của giá nguyên liệu (ước tính ~ 10%) và tỷ giá (ước

tính ~ 7%), một cách thận trọng chúng tôi cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp của DHG sẽ giảm xuống còn 49%. Quý 1/2010, tỷ suất lợi nhuận gộp của DHG ~ 48%.

- ❖ Tỷ lệ chi phí bán hàng / doanh thu dự kiến sẽ tăng để duy trì và mở rộng thị phần. Trong quý 1/2010, DHG trích trước chi phí khuyến mại, hoa hồng,... ít hơn ~ 23 tỷ đồng so với cuối năm 2009, do đó tỷ lệ chi phí bán hàng / doanh thu của DHG trong quý 1/2010 ~ 23% (tương đương năm 2009). Theo đánh giá của chúng tôi, đó là do giai đoạn trước DHG thận trọng nên trích trước nhiều & đang điều chỉnh về số dư hợp lý hơn. Tỷ lệ chi phí bán hàng / doanh thu năm 2010 nhiều khả năng sẽ ở mức ~ 26%.
- ❖ Tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp /doanh thu dự kiến sẽ giảm từ 7% còn 6% do trong năm 2010 DHG chưa có kế hoạch trích lập thêm Quỹ dự phòng Khoa học công nghệ. Trong quý 1/2010, tỷ lệ này ~ 6%.

Rủi ro đầu tư

- 1) Ngành sản xuất kinh doanh dược phẩm của Việt Nam có mức độ cạnh tranh rất cao, đặc biệt là đối với phân khúc thuốc generic. Vì vậy, sẽ ngày càng khó khăn hơn cho DHG để duy trì vị thế của mình.
- 2) Nguyên liệu nhập khẩu chiếm 80% trong khi có mặt đến 50% trong cơ cấu giá thành sản phẩm. Do vậy, biến động của tỷ giá và giá nguyên liệu trong điều kiện giá bán bị khống chế sẽ ảnh hưởng không nhỏ đến kết quả kinh doanh của DHG.

Định giá

Với giá đóng cửa ngày 12/07/2010 là 116.000 đồng/cp, EPS 2010 là 11.923 đồng/cp, DHG đang giao dịch với mức P/E 2010 ~ 9,73 và P/B 2010 ~ 2,55 (so với trung bình ngành là P/E 2010 ~ 8,28 & P/B 2010 ~ 1,89). Đây là mức định giá hợp lý để nắm giữ.

Khuyến cáo :

Những thông tin đưa ra trong báo cáo được lấy từ những nguồn đáng tin cậy, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo tính chính xác và đầy đủ. Báo cáo thể hiện quan điểm của nhóm tác giả về vấn đề đang xem xét, không được coi là quan điểm của VNDirect và chỉ có giá trị khuyến nghị tại thời điểm làm báo cáo, VNDirect không chịu trách nhiệm trước mọi khoản thua lỗ do sử dụng những thông tin cung cấp trong báo cáo. Ngoài ra, VNDirect không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi và thông báo cho người đọc trong trường hợp những quan điểm, dự báo, ước tính trở nên không chính xác.

Mọi hành vi sao chép, phát hành, phân phối từng phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của công ty chứng khoán VNDirect và nhóm tác giả. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn những thông tin có trong báo cáo.

Địa chỉ liên hệ:

Hà Nội

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền, Q. Hai Bà Trưng
Hà Nội – Việt Nam
Tel: +84-34-941 0510
Fax: +84-34-972 4600

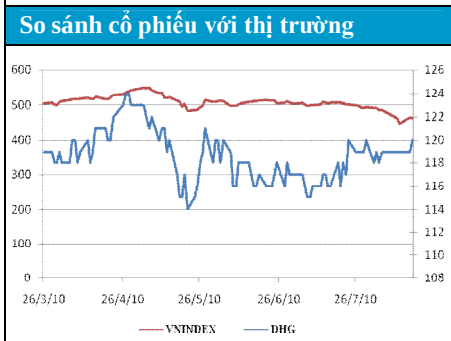
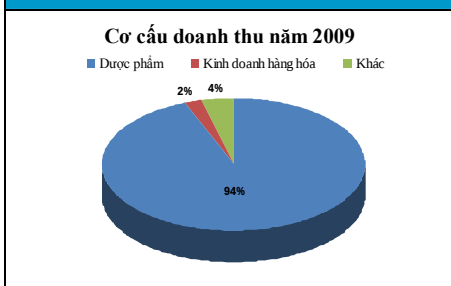
TP. Hồ Chí Minh

Tòa nhà FIDECO, 81-85 Hàm Nghi, Q1
TP.HCM – Việt Nam
Tel: +84-38-9.146.925
Fax: +84-38-9.146.924

Ngày 17/08/2010	
Giá đóng cửa	120,000
P/E 2010	8.3x
Giá mục tiêu	140,000

Ngành	Dược
Vốn điều lệ (tỷ VND)	266
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	3,059
Sở hữu nước ngoài	44.3%
Sở hữu nhà nước	44.2%
Tỷ lệ HĐQT	4.3%

Khuyến nghị gần nhất		
Ngày xuất bản	Giá đóng cửa tại ngày khuyến nghị	Khuyến nghị



Tên công ty	CT CỔ PHẦN DƯỢC HẬU GIANG (DHG)
Khuyến nghị	MUA

Khuyến nghị đầu tư

Công ty cổ phần Dược Hậu Giang là doanh nghiệp dẫn đầu ngành công nghiệp Dược Việt Nam. Với hơn 35 năm kinh nghiệm, DHG có nhiều lợi thế cạnh tranh về thương hiệu, công nghệ, hệ thống phân phối... Nhìn chung, các chỉ số tài chính cơ bản của công ty khá ổn định. Giai đoạn 2006 – 2009, DHG có tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận khá cao, bình quân 4 năm đạt lần lượt 26% và 60.8%.

EPS 2009 của DHG đạt 13,392 đồng, EPS dự phóng 2010 đạt 14,449 đồng. Tốc độ tăng trưởng của ngành dược khá cao và ổn định, DHG lại là doanh nghiệp đầu ngành hoạt động kinh doanh hiệu quả do đó chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư Năm giữ hay Mua vào với giá kỳ vọng mục tiêu đạt 140,000 đồng.

Những điểm chú ý

- DHG hoạt động trong lĩnh vực nghiên cứu và sản xuất các loại tân dược và đông dược. Doanh thu chủ yếu của công ty đến từ doanh thu bán hàng do công ty sản xuất chiếm 94%.
- Năm 2009, tổng giá trị sản xuất của DHG tiếp tục là năm thứ 14 đứng đầu ngành công nghiệp dược Việt Nam (1,638 tỷ đồng).
- Thị trường tiêu thụ chủ yếu là thị trường nội địa, chiếm 99% cơ cấu doanh thu. Sản phẩm của DHG có mặt trong 98% hệ thống bệnh viện đa khoa trên 64 tỉnh thành và các trung tâm Y tế.
- Sản phẩm của DHG còn xuất khẩu thuốc sang các nước Moldova, Ukraina, Nga, Mông Cổ, Rumani, Campuchia, Lào và Hàn Quốc...
- Ngành dược còn nhiều tiềm năng để phát triển, hiện nay chi tiêu bình quân cho dược phẩm và y tế của nước ta khá thấp 19.6 USD/ người, trong khi các nước phát triển là 40USD/người.
- Ước tính doanh thu năm 2010 sẽ đạt 2,028.5 tỷ đồng tăng 16.18%, lợi nhuận sau thuế đạt 385.2 tỷ tăng 7.89% so với năm 2009.

Chỉ tiêu	Q4-09	Q1-2010	Q2-2010	Q3-2010F	Q4-2010F	2009	2010F
Doanh thu thuần(triệu đồng)	527,461	405,442	449,444	530,179	643,502	1,746,022	2,028,567
Tăng trưởng	39.08%	6.91%	11.66%	25.00%	22.00%	17.54%	16.18%
Tỷ lệ lợi nhuận gộp trên doanh thu	52.68%	47.86%	50.11%	48.60%	50.00%	52.90%	49.23%
Tỷ lệ lợi nhuận thuần trên doanh thu	31.06%	20.12%	24.60%	20.10%	21.50%	23.36%	21.55%
Lợi nhuận trước thuế (triệu đồng)	165,098	82,230	109,875	107,296	139,239	409,590	438,639
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	146,178	72,368	95,801	94,482	122,610	357,071	385,261
Tăng trưởng	329.61%	82.28%	127.84%	26.57%	-16.12%	177.10%	7.89%
EPS (Đồng)	5,482	2,714	3,593	3,544	4,599	13,392	14,449

GIỚI THIỆU CÔNG TY



DHG là doanh nghiệp dẫn đầu ngành công nghiệp Dược Việt Nam.

Tỷ lệ sở hữu của công ty gồm: 44.2% sở hữu nhà nước, 44.3% sở hữu nước ngoài và 11.5% sở hữu khác.

Doanh thu từ sản xuất dược phẩm đóng góp đến 94% trong cơ cấu tổng doanh thu của công ty.

DHG đã có hơn 270 sản phẩm được lưu hành trong nước và chia thành 12 nhóm sản phẩm chính.

Hiện tại công suất của các nhà máy DHG được khai thác tối đa.

Do công ty nhập khẩu nguyên vật liệu từ các nhà sản xuất lớn và có uy tín trên thế giới vì vậy nhìn chung nguồn nguyên liệu của Công ty trong những năm qua khá ổn định.

1. Giới thiệu về công ty:

Tên công ty : Công ty cổ phần Dược Hậu Giang
Mã giao dịch: DHG **Sàn GD:** HOSE
Tên viết tắt : HG. PHARM
Địa chỉ : 288 Bis Nguyễn Văn Cừ, Quận Ninh Kiều, Tp. Cần Thơ
Điện thoại : (84-71) 891433 - 890095
Website : www.dhgpharma.com.vn.

Công ty Cổ phần Dược Hậu Giang (DHG) tiền thân là Xí nghiệp Dược phẩm 2/9 thành lập năm 1974. Năm 2004 chuyển sang hoạt động theo mô hình cổ phần và chính thức niêm yết trên sàn HOSE vào ngày 21/12/2006 với mức vốn điều lệ là 80 tỷ đồng. Vốn điều lệ của công ty hiện nay là 266.63 tỷ đồng. Qua hơn 35 năm hình thành và phát triển, hiện nay, Dược Hậu Giang là doanh nghiệp dược hàng đầu Việt Nam.

Cơ cấu sở hữu của công ty gồm 44.2% sở hữu nhà nước, 44.3% sở hữu nước ngoài và 11.5% sở hữu khác.

2. Sản phẩm chính:

DHG hoạt động trong lĩnh vực nghiên cứu và sản xuất các loại tân dược và đông dược. Doanh thu chủ yếu của công ty đến từ doanh thu bán hàng do công ty sản xuất chiếm 94%.

DHG đã có hơn 270 sản phẩm được lưu hành trong nước và chia thành 12 nhóm sản phẩm chính: kháng sinh, nấm-diệt ký sinh trùng; Hệ thần kinh; Giảm đau-Hạ sốt; Mắt; TMH-hen suyễn, sổ mũi; Tim mạch; Tiêu hóa-gan mật; Cơ xương khớp; Chăm sóc sắc đẹp; Da liễu; Vitamin và khoáng chất; Tiểu đường.

Trong đó các nhóm sản phẩm chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu doanh thu của công ty gồm: kháng sinh chiếm 41.82%, giảm đau – hạ sốt chiếm 15.97%, tai mũi họng chiếm 15.47%, vitamin chiếm 10.12%.

Hiện nay công ty đang chú trọng phát triển các nhóm thuốc đặc trị nhằm cạnh tranh với các công ty nước ngoài đang hoạt động trên thị trường Việt Nam.

3. Năng lực sản xuất:

DHG có hệ thống nhà xưởng, dây chuyền máy móc hiện đại, công nghệ tiên tiến đạt tiêu chuẩn GMP-WHO, GLP, GSP do Cục Quản lý Dược Việt Nam chứng nhận và hệ thống quản lý chất lượng đạt tiêu chuẩn ISO 9001:2000 do tổ chức quốc tế Anh BVQI chứng nhận.

Năm 2009, tổng giá trị sản xuất của DHG tiếp tục là năm thứ 14 đứng đầu ngành công nghiệp dược Việt Nam (1,638 tỷ đồng) và công suất các nhà máy luôn được khai thác tối đa. Công suất nhà máy hiện nay khoảng 3 tỷ viên/năm.

4. Nguồn nguyên liệu:

Nguyên vật liệu mà chủ yếu là dược chất dùng để sản xuất các sản phẩm dược của DHG chiếm tỷ trọng từ 40% - 60% trong cơ cấu giá vốn, vì vậy, sự biến động giá nguyên vật liệu tất yếu sẽ ảnh hưởng đến kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty.

Nguyên vật liệu dùng cho sản xuất thuốc của DHG hơn 80% được nhập khẩu từ Châu Âu, Mỹ, Nhật, Hàn Quốc... Do công ty nhập khẩu nguyên vật liệu từ các nhà sản xuất lớn và có uy tín trên thế giới như: Mallinckrodt INC (Mỹ), ACS Dobfar (Italia), Antibioticos SA (Tây Ban Nha), Moehs Catalana SA (Tây Ban Nha),vì vậy nhìn chung nguồn nguyên liệu của Công ty trong những năm qua khá ổn định.

Thị trường tiêu thụ chủ yếu là thị trường nội địa, chiếm 99% cơ cấu doanh thu.

DHG đã xây dựng được hệ thống phân phối rộng khắp cả nước.

Tốc độ tăng trưởng ngành dược khá cao, trung bình tăng 16%/năm trong giai đoạn 2000-2009.

Doanh thu tiêu thụ dược phẩm năm 2008 tăng 22% và năm 2009 đạt 1.71 tỷ USD, tăng 20% so với 2008.

Giai đoạn năm 2000 – 2009, chi tiêu y tế của người dân tăng cao lên đến 3 lần từ 5.4 USD - 19.6 USD/người/năm.

Mảng tân dược gồm thuốc generic và thuốc biệt dược.

5. Thị trường tiêu thụ và mạng lưới phân phối:

Thị trường tiêu thụ chủ yếu là thị trường nội địa, chiếm 99% cơ cấu doanh thu. Sản phẩm của DHG có mặt trong 98% hệ thống bệnh viện đa khoa trên 64 tỉnh thành và các trung tâm Y tế.

Bên cạnh đó, Dược Hậu Giang đã xây dựng được mạng lưới bán hàng tại các thị trường xuất khẩu truyền thống ở Moldova, Ukraina, Nga, Mông Cổ, Rumani, Campuchia, Lào và Hàn Quốc... Tổng số sản phẩm được cấp phép lưu hành tại các nước này là trên 50 sản phẩm, chia làm 03 nhóm chính: nhóm thảo dược; nhóm kháng sinh, kháng viêm, giảm đau; nhóm vitamin. Xuất khẩu chỉ chiếm một tỷ trọng nhỏ trong tổng doanh thu của DHG, khoảng 1%.

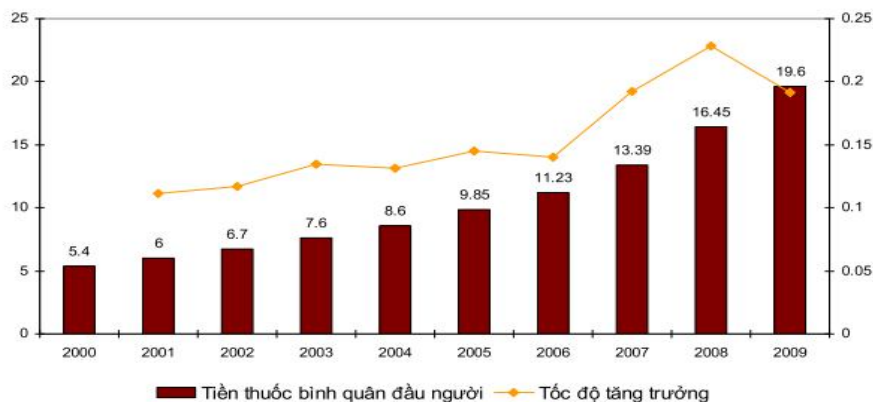
Hệ thống phân phối rộng khắp cả nước với các kênh phân phối đa dạng, có thể cung cấp sản phẩm đến tay người tiêu dùng một cách thuận tiện nhất. Đây là điểm mạnh nổi trội của DHG so với các doanh nghiệp cùng ngành. DHG đã xây dựng được hệ thống phân phối gồm: 7 công ty con phân phối, 43 đại lý/chi nhánh, 54 quầy thuốc tại các bệnh viện trong các nước... và hơn 1,000 nhân viên bán hàng.

PHÂN TÍCH NGÀNH

Quy mô ngành dược Việt Nam hiện nay còn nhỏ nhưng là ngành luôn có tốc độ tăng trưởng cao. Trong giai đoạn 2000-2009, ngành có mức tăng trưởng trung bình là 16% và được dự báo sẽ còn tiếp tục tăng trưởng mạnh.

Năm 2008, doanh thu tiêu thụ dược phẩm đạt 1.36 tỷ USD, chiếm 1.78% GDP, tăng 22% so với năm 2007. Trong đó, giá trị sản xuất nội địa đạt 749 triệu USD, tăng 33.8% so với năm 2007, đáp ứng 50.3% nhu cầu cả nước. Năm 2009, doanh thu tiêu thụ dược phẩm đạt 1.71 tỷ USD, tăng 20% so với 2008.

CHI TIÊU TIỀN THUỐC BÌNH QUÂN ĐẦU NGƯỜI/NĂM



Nguồn: Cục Quản lý Dược Việt Nam

Giai đoạn năm 2000 – 2009, chi tiêu y tế của người dân tăng cao, đặc biệt là chi tiêu cho dược phẩm, mức tăng lên đến 3 lần từ 5.4 USD - 19.6 USD/người/năm. Song mức chi tiêu này còn thấp so với các nước trong khu vực và thấp hơn rất nhiều so với chi tiêu bình quân của các nước phát triển cho dược phẩm và y tế mỗi năm trên 40USD/người.

Các doanh nghiệp dược Việt Nam hoạt động kinh doanh và sản xuất trong 3 phân khúc chính: sản xuất tân dược, đồng dược và xuất nhập khẩu.

- ❖ **Mảng tân dược:** bao gồm thuốc generic và thuốc biệt dược. Thuốc Generic tính theo giá trị chiếm 11% thị trường dược Việt Nam và tính theo sản lượng chiếm 35%. Còn về thuốc biệt dược thì Việt Nam hầu như không sản xuất vì thiếu vốn, công nghệ và uy tín.

Mảng đông dược chỉ chiếm 0.5% đến 1.5% và có xu hướng ngày càng tăng.

Thị phần thuốc nhập khẩu chiếm 60% doanh thu toàn ngành.

Ngành dược còn nhiều tiềm năng để phát triển.

- ❖ **Mảng đông dược:** hiện chỉ chiếm 0.5% - 1.5% giá trị sản xuất toàn ngành. Cả nước có khoảng 30% số bệnh nhân được khám và điều trị bằng y học cổ truyền. Dự báo mảng thị trường đông dược sẽ phát triển mạnh trong thời gian tới một phần do thói quen sử dụng đông dược của người Việt Nam, một phần do xu hướng quay lại các sản phẩm có nguồn gốc tự nhiên trên thế giới.
- ❖ **Xuất nhập khẩu:** Thị phần thuốc nhập khẩu chiếm 60% doanh thu toàn ngành. Trong đó nhóm kháng sinh, chuyển hóa dinh dưỡng, tim mạch, tiêu hóa, chống viêm – giảm đau – hạ sốt là các nhóm có tỷ trọng nhập khẩu lớn và chủ yếu nhập từ Pháp (tỷ trọng 19%), Hàn Quốc (tỷ trọng 12%), Ấn Độ (tỷ trọng 11%). Còn thị phần thuốc xuất khẩu của Việt Nam rất nhỏ, chủ yếu sang Nga, Đông Âu.

Hiện tại dược phẩm nội địa mới chỉ chiếm 40% doanh thu toàn ngành. Mục tiêu đến năm 2010, thuốc sản xuất trong nước sẽ đáp ứng được 60% nhu cầu của người dân và đến năm 2015 là 70%.

Việt Nam luôn là một trong những nước có tốc độ tăng trưởng GDP cao nhất thế giới và thu nhập bình quân đầu người ngày càng tăng, thêm vào đó, dân số Việt Nam trên 86 triệu người, tốc độ tăng trưởng bình quân khá cao, 1.25%/năm trong khi chỉ tiêu y tế bình quân đầu người lại đang thấp 19.6 USD/người/năm, tăng trung bình 7.4% năm và nhu cầu chăm sóc sức khỏe ngày càng được quan tâm nên dự báo ngành dược còn nhiều tiềm năng để phát triển.

PHÂN TÍCH CẠNH TRANH

DHG hiện là DN đầu ngành công nghiệp dược Việt Nam.

Năm 2009 công ty chiếm gần 12% thị phần thuốc sản xuất trong nước và trên 5% thị trường thuốc tiêu thụ tại Việt Nam.

Cạnh tranh trong ngành khá lớn và ngày càng gia tăng.

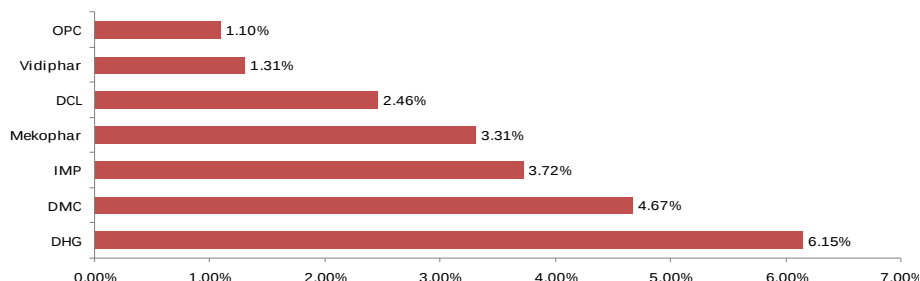
Mức độ cạnh tranh trong ngành dược hiện nay khá cao, cả nước hiện đang có khoảng 180 doanh nghiệp sản xuất hóa dược, 84 doanh nghiệp sản xuất dược liệu, 89 doanh nghiệp xuất nhập khẩu thuốc, 900 cơ sở phân phối thuốc và 57,000 quầy bán lẻ. DHG được công nhận là doanh nghiệp dẫn đầu ngành công nghiệp dược Việt Nam, và đứng thứ 6 trong top 10 doanh nghiệp có doanh thu đứng đầu ngành dược (5 doanh nghiệp đứng đầu thuộc sở hữu của các doanh nghiệp nước ngoài).

Năm 2009 thị phần của công ty đạt gần 12% thị phần thuốc sản xuất trong nước và trên 5% thị trường thuốc tiêu thụ tại Việt Nam. Đến cuối Quý I công ty mở rộng thị phần lên 6.15%.

Đối thủ cạnh tranh của DHG là tất cả các công ty hoạt động trong ngành dược, về tân dược có những đối thủ lớn như Domesco, Imexpharm, về đông dược có Trapaco, OPC, Mekophar, dược Bảo Long, dược Pharma...

Ngoài ra, còn chịu sự cạnh tranh gay gắt từ các công ty dược nước ngoài, đặc biệt trong mảng tân dược do kể từ năm 2009, các công ty dược nước ngoài được thành lập chi nhánh và thực hiện các hoạt động xuất nhập khẩu dược phẩm theo lộ trình cam kết mở cửa của WTO.

Thị phần các công ty trong ngành dược hiện nay



Điểm mạnh

- Hơn 35 năm kinh nghiệm, DHG được mọi người biết đến là doanh nghiệp hàng đầu trong ngành công nghiệp Dược và là thương hiệu mạnh của Việt Nam với thị phần, năng lực sản xuất và hiệu quả kinh doanh lớn nhất ngành Dược trong nhiều năm liền.
- Nguồn cung ứng nguyên vật liệu đầu vào ổn định và chất lượng.
- Hệ thống phân phối sâu rộng và hiệu quả. Sản phẩm của DHG có mặt khắp 64/64 tỉnh thành cả nước và hầu hết các bệnh viện trên toàn quốc.
- Trình độ công nghệ hiện đại, tiên tiến: DHG có hệ thống nhà xưởng, dây chuyền máy móc hiện đại, công nghệ tiên tiến đạt tiêu chuẩn GMP-WHO, GLP, GSP...

Điểm yếu

- Công suất hiện tại gần như khai thác tối đa, nhà máy mới chưa kịp hoàn thành đưa vào hoạt động ảnh hưởng đến chiến lược chung của công ty.
- Danh mục sản phẩm của công ty chủ yếu thuộc nhóm hàng generic, giá thấp.
- Mặc dù chú trọng đầu tư đến mảng xuất khẩu tuy nhiên doanh thu đem lại cho công ty khá thấp.
- Vẫn chưa đào tạo kịp thời đội ngũ nhân lực có tay nghề phục vụ cho quá trình phát triển của công ty, đặc biệt là dược sĩ đại học và sau đại học có trình độ Anh ngữ tốt. Điều này hạn chế phần nào việc tiếp cận công nghệ từ các nước phát triển trên thế giới.

Cơ hội

- Dân số Việt Nam ngày càng tăng, mức sống người dân ngày càng nâng cao, sức khỏe con người được quan tâm nhiều hơn tạo điều kiện phát triển cho ngành Dược.
- Thị phần thuốc sản xuất trong nước chỉ mới đáp ứng 50% nhu cầu điều trị của người dân Việt Nam.
- Chính phủ đang khuyến khích gia tăng sản xuất nguyên phụ liệu.
- Rào cản gia nhập ngành hiện nay còn cao đối với doanh nghiệp mới muốn tham gia sản xuất thuốc hoặc phân phối, do các tiêu chuẩn của Ngành Dược Việt Nam và Tổ chức Y tế thế giới.

Thách thức

- Giá bán sản phẩm chịu sự kiểm soát chặt chẽ của nhà nước.
- 80% nguyên liệu chính nhập khẩu vì vậy tỷ giá ngoại tệ thay đổi, giá nguyên vật liệu biến động ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh của công ty.
- Một số chính sách trong quản lý ngành chưa đồng bộ, chưa hoàn chỉnh nên doanh nghiệp thường lung tung khi thực hiện.

PHÂN TÍCH TĂNG TRƯỞNG

Giai đoạn 2006 – 2009, DHG có tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận khá cao bình quân đạt lần lượt 26% và 60.8%.

Nhìn chung hiệu suất sinh lời của DHG khá cao so với các doanh nghiệp trong ngành.

Kết thúc năm 2009, hiệu quả kinh doanh của DHG tăng vọt trở lại ROE đạt 35.07% và ROA đạt 23.46%.

1. Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận:

Chỉ tiêu tăng trưởng	2007	2008	2009
Doanh Thu	46.20%	17.03%	17.54%
Lợi nhuận sau thuế	32.26%	12.90%	178.73%

Giai đoạn 2006 – 2009, DHG có tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận khá cao, bình quân đạt lần lượt 26% và 60.8%. Năm 2009, là năm liên tiếp thứ 5 DHG có mức tăng trưởng doanh thu cao kể từ khi cổ phần hóa.

Tuy nhiên tốc độ tăng trưởng doanh thu năm 2008, năm 2009 có phần chậm lại so với các năm trước do chịu sự tác động của kinh tế khó khăn.

Kết thúc năm 2009, DHG đạt 1,746 tỷ đồng doanh thu và 362.34 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế tăng lần lượt 17.54% và 178.73% so với cùng kỳ năm ngoái. Nguyên nhân dẫn đến lợi nhuận tăng đột biến trong năm 2009 chủ yếu do các khoản chi phí giảm mạnh, đặc biệt là chi phí bán hàng.

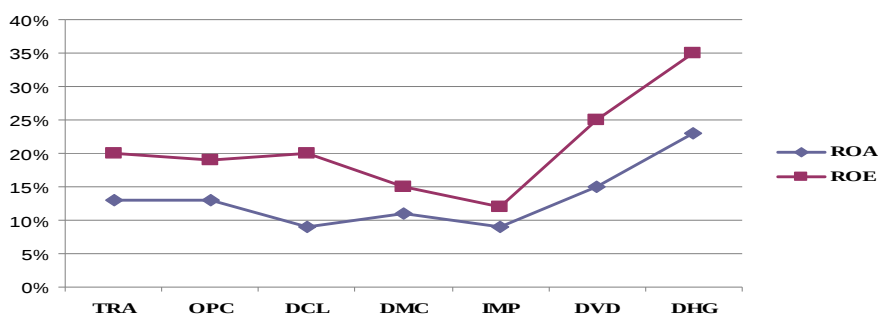
Trong những năm gần đây, cơ cấu doanh thu của công ty có sự chuyển dịch nhẹ về nhóm đông dược, từ 4.39% năm 2006 lên đến 9.14% tổng doanh thu của DHG. Sự chuyển dịch này hoàn toàn phù hợp với định hướng chiến lược của công ty nhằm giảm dần sự phụ thuộc vào các nguyên liệu tân dược nhập khẩu thay thế bằng nguồn thảo dược phong phú của Việt Nam.

2. Khả năng sinh lời:

	2006	2007	2008	2009
LN gộp / DT	53.61%	52.67%	53.25%	52.90%
LN HKKD / DT	10.01%	10.07%	10.07%	23.36%
LNST /DT	10.03%	9.07%	8.75%	20.75%
ROE	51.08%	18.04%	18.52%	35.07%
ROA	18.03%	12.19%	11.91%	23.46%

Nhìn chung hiệu suất sinh lời của DHG khá cao so với các doanh nghiệp trong ngành, ROE và ROA tăng mạnh trong năm 2006 đạt lần lượt 51.08% và 18.03% do tỷ lệ nợ trong năm 2006 khá cao 64.7%, sau đó có sự giảm nhẹ năm 2007 và 2008 chủ yếu do công ty gia tăng vốn điều lệ và tài sản cố định. Kết thúc năm 2009, hiệu quả kinh doanh của DHG tăng vọt trở lại ROE đạt 35.07% và ROA đạt 23.46%, đứng đầu trong các doanh nghiệp niêm yết trên sàn.

So sánh ROA & ROE các công ty trong ngành



Tỷ trọng giá vốn hàng bán/ doanh thu qua các năm của công ty duy trì tương đối ổn định, giao động xung quanh mức 46.5%.

Giai đoạn 2006 – 2008, chi phí bán hàng thường chiếm khoảng 35% doanh thu nhưng năm 2009 chỉ chiếm 23% doanh thu.

Tỷ lệ nợ của công ty có xu hướng giảm qua các năm, từ 64.5% năm 2006 xuống còn 32.6% năm 2009.

3. Hiệu quả hoạt động:

	2006	2007	2008	2009
GVHB/ DTT	46.39%	47.33%	46.75%	47.10%
Chi phí bán hàng/DTT	35.93%	36.98%	35.11%	23.46%
Chi phí QLDN/DTT	6.44%	4.71%	7.00%	6.51%

Tỷ trọng giá vốn hàng bán/ doanh thu qua các năm của công ty duy trì tương đối ổn định, giao động xung quanh mức 46.5%. Mặc dù nguyên vật liệu của DHG chủ yếu nhập khẩu nhưng với chính sách quản trị rủi ro tốt vì vậy ảnh hưởng của tỷ giá hay giá nguyên vật liệu tăng đến hoạt động kinh doanh của công ty được giảm thiểu tối đa.

Nguyên nhân chính dẫn đến tăng trưởng lợi nhuận đột biến năm 2009 là đến từ chi phí bán hàng giảm mạnh. Giai đoạn 2006 – 2008, chi phí bán hàng thường chiếm khoảng 35% doanh thu nhưng năm 2009 chỉ chiếm 23% doanh thu. Nguyên nhân chủ yếu là do công ty tập trung vào nhóm sản phẩm có lợi thế cạnh tranh, đã xây dựng được thương hiệu và có sự tăng trưởng mạnh, đồng thời công ty điều chỉnh một số loại chi phí dịch vụ mua ngoài, giảm chi phí hoa hồng cho các đại lý...

Chi phí QLDN/ DT chỉ giảm nhẹ so với năm 2008 từ 7% xuống còn 6.51%.

4. Cơ cấu nguồn vốn:

	2006	2007	2008	2009
Tỷ lệ nợ (%)	64.70%	32.16%	35.37%	32.60%
Tỷ lệ Nợ/ VCSH (%)	183.29%	47.59%	54.98%	48.74%
Nợ NH/Tổng nợ (%)	93.19%	99.73%	96.03%	97.13%

Tỷ lệ nợ của công ty có xu hướng giảm qua các năm, từ 64.5% năm 2006 xuống còn 32.6% năm 2009. Hầu hết các khoản nợ của công ty là nợ ngắn hạn và cơ cấu nguồn vốn khá an toàn, ít chịu biến động của lãi suất.

DHG sử dụng đòn bẩy thấp là do công ty huy động vốn thành công thông qua phát hành cổ phiếu trên thị trường chứng khoán (năm 2007 tăng vốn điều lệ từ 80 tỷ đồng lên 200 tỷ đồng, năm 2009 tăng vốn điều lệ từ 200 lên 266.63 tỷ đồng), trong khi nguồn vốn giải ngân cho các dự án chưa sử dụng hết.

TRIỂN VỌNG KINH DOANH

Năm 2009 đã có 45 sản phẩm mới được tung ra, dự kiến năm 2010 sẽ có 30 sản phẩm mới.

Hiện tại các nhà máy của DHG đã hoạt động hết công suất. Để đảm bảo tăng trưởng công ty tiến hành xây dựng nhà máy mới ở khu công nghiệp Tân Phú Thạnh; tập trung nghiên cứu và tung ra thị trường những sản phẩm mới, năm 2009 đã có 45 sản phẩm mới được tung ra, dự kiến năm 2010 sẽ có 30 sản phẩm mới; và đẩy mạnh phát triển mạng lưới phân phối.

Các dự án năm 2010:

Đầu tư xây dựng nhà máy mới Non Beta-Lactam: với công suất 4 tỷ đơn vị sản phẩm nâng công suất sản xuất của DHG lên gấp đôi, đây là dây chuyền sản xuất thuốc nước vô trùng và thuốc viên Non Betalactam theo tiêu chuẩn GMP WHO và tiêu chuẩn GMP EU. Dự kiến sẽ khởi công vào quý III/2010 và hoàn thành vào năm 2012.

Tiếp tục đầu tư cơ sở hạ tầng cho hệ thống phân phối: Mua đất cho 5 chi nhánh thuộc DHG tại Vĩnh Long, Vũng Tàu, Tiền Giang, An Giang, Bình Thuận. Xây

Ước tính doanh thu năm 2010 sẽ đạt 2,044 tỷ đồng tăng 17.07%, lợi nhuận sau thuế đạt 372 tỷ tăng 2.68% so với năm 2009.

dựng nhà kho, văn phòng cho 8 địa điểm phân phối: Bến Tre, Trà Vinh, Gia Lai, Thái Nguyên...

Trong năm 2010, ước tính doanh thu chỉ tăng 16.18% so với năm 2009 vì hiện nay nhà máy của DHG đã hoạt động gần hết công suất, do đó, sản lượng không thể tăng lên trong thời gian ngắn, sự tăng trưởng của doanh thu chủ yếu đến từ tăng giá bán và cơ cấu lại danh mục sản phẩm (công ty tập trung sản xuất những sản phẩm chất lượng, có giá bán cao). Kỳ vọng đến năm 2012 doanh thu của DHG sẽ tăng trưởng mạnh khi nhà máy mới đi vào hoạt động.

Ước tính giá vốn hàng bán 2010 sẽ tăng, do giá nguyên vật liệu đầu vào nhập khẩu tăng dẫn đến tỷ lệ lợi nhuận gộp biên giảm xuống còn 49.23% (trong khi năm 2009 đạt 52.9%)

Sự phụ thuộc vào giá nguyên liệu đầu vào luôn là thách thức đối với các doanh nghiệp dược vì, giá nguyên liệu thế giới biến động liên tục và có xu hướng ngày càng gia tăng.

Dựa trên quá trình phân tích về tình hình hoạt động và cũng như triển vọng kinh doanh của công ty, ước tính doanh thu năm 2010 sẽ đạt 2,028.5 tỷ đồng tăng 16.18%, lợi nhuận sau thuế đạt 385.2 tỷ tăng 7.89% so với năm 2009. EPS 2010 đạt 14,449 đồng.

BÁO CÁO TÀI CHÍNH CTCP DƯỢC HẬU GIANG

Đơn vị: triệu VND

Kết quả kinh doanh	2006	2007	2008	2009	2010F
Doanh thu thuần	868,192	1,269,280	1,485,464	1,746,022	2,028,567
Giá vốn hàng bán	402,747	600,778	694,445	822,446	1,029,888
Lợi nhuận gộp	465,445	668,502	791,019	923,576	998,680
Chi phí bán hàng	311,953	469,324	521,505	409,533	454,350
Chi phí quản lý	55,881	59,819	103,918	113,701	141,142
Lợi nhuận tài chính	-10,700	-11,502	-16,024	7,595	33,867
Lợi nhuận thuần HĐKD	86,911	127,858	149,572	407,937	437,055
Lợi nhuận khác	149	454	-4,547	1,653	1,584
Lợi nhuận trước thuế	87,060	128,312	145,025	409,590	438,639
Thuế thu nhập	-	13,166	15,031	47,249	50,858
Lợi nhuận sau thuế	87,060	115,146	128,862	357,071	385,261
EPS	10,883	5,757	6,443	13,392	14,449

Cân đối kế toán	2006	2007	2008	2009	2010F
<u>Tổng tài sản</u>	482,847	944,659	1,081,782	1,521,973	1,740,361
Tài sản ngắn hạn	329,550	678,787	783,527	1,212,468	1,369,005
Tiền	35,002	134,951	211,742	584,128	672,550
Khoản phải thu	166,440	257,382	255,126	296,978	324,933
Hàng tồn	121,353	230,279	308,236	306,732	343,163
Đầu tư dài hạn	1,609	35,675	66,839	31,255	45,986
Tài sản cố định	148,142	228,781	225,956	237,016	277,894
<u>Tổng nợ</u>	312,406	303,798	382,658	496,158	568,223
Nợ ngắn hạn	291,128	302,984	367,464	481,916	551,825
khoản phải trả	123,258	259,554	359,009	407,936	466,646
Nợ dài hạn	21,278	814	15,193	14,242	16,398
Nợ khác	0	0	0	0	0
<u>Vốn chủ sở hữu</u>	170,441	638,411	695,940	1,018,034	1,172,138
Vốn điều lệ	80,000	200,000	200,000	266,630	266,630
Lợi nhuận giữ lại	16,913	1,219	62,247	330,992	485,096
<u>Nguồn vốn</u>	482,847	944,659	1,081,782	1,521,973	1,740,361

Lưu chuyển tiền tệ	2006	2007	2008	2009	2010F
Tiền từ HĐKD	25,005	53,767	195,108	353,895	308,340
1. Lợi nhuận sau thuế	87,060	115,146	129,995	362,341	387,781
2. Khấu hao	13,170	24,054	28,520	29,779	31,237
3. Thay đổi về vốn kinh doanh	-87,060	-111,361	-8,349	-59,658	-135,579
4. Tiền mặt kinh doanh khác	11,835	25,928	44,942	21,433	24,901
Tiền đầu tư	-105,937	-189,083	-13,088	-16,750	-224,929
1. Chi vốn đầu tư	-105,151	-105,302	-26,118	-57,436	-250,560
2. FCF	-80,146	-51,535	168,990	296,459	57,780
3. Đầu tư bằng nguồn tiền khác	-786	-83,781	13,030	40,686	25,631
Tiền hoạt động tài chính	80,468	235,265	-105,230	35,388	5,011
1. Chi cổ tức	-14,040	-39,056	-69,962	-30,018	-66,658
2. Chi quản lý tài chính khác	94,508	274,321	-35,268	65,406	71,669
Phát sinh tiền mặt trong kỳ	-464	99,949	76,790	372,533	88,422
Tiền mặt đầu kỳ	35,466	35,002	134,951	211,742	584,128
Tiền mặt cuối kỳ	35,002	134,951	211,742	584,128	672,550

Phân tích tỷ lệ	2006	2007	2008	2009	2010F
Tăng trưởng(%)					
Doanh thu	n/a	46.20%	17.03%	17.54%	16.18%
Lợi nhuận gộp	n/a	43.63%	18.33%	16.76%	8.13%
Lợi nhuận kinh doanh	n/a	47.11%	16.98%	172.74%	7.14%
Lãi sau thuế	n/a	32.26%	12.90%	178.73%	7.02%
Phân tích khả năng lợi nhuận (%)					
Tỷ lệ lợi nhuận biên	53.61%	52.67%	53.25%	52.90%	49.23%
Tỷ lệ LN HĐKD/doanh thu	10.01%	10.07%	10.07%	23.36%	21.55%
Tỷ lệ lãi sau thuế/doanh thu	10.03%	9.07%	8.75%	20.75%	19.12%
ROA	18.03%	12.19%	12.02%	23.81%	22.28%
ROE	51.08%	18.04%	18.68%	35.59%	33.08%
Khả năng thanh toán					
Tỷ lệ nợ / VCSH	183.29%	47.59%	54.98%	48.74%	48.47%
Tỷ lệ nợ / Tổng tài sản	64.70%	32.16%	35.37%	32.60%	32.65%
Tỷ lệ nợ NH/ Tổng nợ	93.19%	99.73%	96.03%	97.13%	97.11%
Phân tích tỷ lệ khác					
Số ngày tồn kho	108	138	160	134	120
Số ngày phải thu	69	73	62	61	58
Số ngày phải trả	17	33	35	31	33

KHUYẾN CÁO

Nội dung bản tin này do Công ty Cổ phần Chứng khoán Miền Nam (MNSC) cung cấp chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin đều được thu thập từ các nguồn tin đáng tin cậy, nhưng MNSC không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác của thông tin và không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ vấn đề nào liên quan đến việc sử dụng bản tin này.

Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chứ không mang tính chất mời chào mua hay bán và nắm giữ bất cứ cổ phiếu nào.

Báo cáo này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Miền Nam (MNSC). Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích nào nếu không có sự đồng ý của MNSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

LIÊN HỆ

PHÒNG PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MIỀN NAM

Địa chỉ: 28 – 30 – 32, Nguyễn Thị Nghĩa, Q.1, Tp.HCM

Tel: (848) 2556518 – Fax (848) 2556519

Email: ppt-mnsc@miennamstocks.com.vn

Website : www.mnsc.vn

Khuyến Nghị

MUA

Giá hiện hành

VND 129.000

Giá mục tiêu – 6 Tháng

VND 167.613

Sàn niêm yết

HOSE

Mã cổ phiếu

DHG

Ngành

Dược phẩm

Vốn hóa (tỷ đồng)

3.440

Lượng cổ phiếu lưu hành

26.662.962

P/E 2010 (x)

9,0

P/B 2010 (x)

3,1



TỔNG QUAN

Tiền thân là Xí nghiệp Dược phẩm 2/9 thành lập vào năm 1974, Công Ty Cổ Phần Dược Hậu Giang (DHG Pharma/ DHG) được cổ phần hóa vào 2005, với vốn điều lệ ban đầu là 80 tỷ VNĐ và được niêm yết trên HOSE vào 12/2006. DHG là một trong những doanh nghiệp sản xuất dược hàng đầu Việt Nam, sở hữu một mạng lưới phân phối hiệu quả nhất trong ngành.

Đánh Giá Tình Hình Hoạt Động Kinh Doanh

- Kết thúc năm 2009, doanh thu thuần của DHG đạt 1.745 tỷ đồng, tăng 15% so với 2008, và hoàn thành 116% kế hoạch doanh thu điều chỉnh. Đó là nhờ vào Công ty thực hiện rất tốt chính sách chăm sóc khách hàng, thỏa mãn nhu cầu sản phẩm kịp lúc. Sở hữu một hệ thống phân phối thuốc hiệu quả nhất trong ngành, cộng với chiến lược kinh doanh hiệu quả trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ thuốc ở Việt Nam không ngừng tăng lên thì DHG vẫn có khả năng duy trì tốc độ tăng trưởng tốt trong những năm sau. Ước tính doanh thu thuần của DHG trong 2010 là 2.007 tỷ đồng, tăng 15% so với 2009.
- Tỷ suất EBITDA trong 2009 là 25,1%, so với năm 2008 chỉ có 13,9%. Giá nguyên vật liệu đầu vào và chi phí bán hàng (cụ thể là chi phí dịch vụ mua ngoài) giảm mạnh là hai nguyên nhân chính dẫn đến sự cải thiện đáng kể của tỷ suất EBITDA trong 2009. Tuy nhiên, do tỷ lệ thuận với giá dầu thế giới, giá nguyên vật liệu đầu vào trong 2010 có thể sẽ tăng trở lại dẫn đến sự sụt giảm tỷ suất EBITDA. Ước tính tỷ suất EBITDA trong 2010 giảm còn 21%.
- Mặc dù trong 2009 DHG vẫn phải trích 12 tỷ đồng cho khoản dự phòng giảm giá chứng khoán đầu tư, nhưng các khoản chi phí tài chính khác vẫn thấp hơn nhiều so với 2008, nên chi phí tài chính của DHG giảm đáng kể. Cộng với doanh thu từ hoạt động tài chính trong năm 2009 khá cao là 33 tỷ đồng (chủ yếu là từ lãi tiền gửi), nên lợi nhuận từ hoạt động tài chính của Công ty trong năm này là 9 tỷ đồng, so với năm 2008 là -15 tỷ đồng. Cộng với tỷ suất lợi nhuận được cải thiện đáng kể, lợi nhuận trước thuế của DHG trong năm 2009 đạt 412 tỷ đồng, tăng 169% so với 2008 và 47% cao hơn mục tiêu

lợi nhuận đã đề ra. Với ước tính thu nhập từ hoạt động tài chính của DHG trong 2010 vẫn ở khoảng 9-10 tỷ đồng, chủ yếu là nhờ vào các khoản tiền lãi cố định, cộng với chi phí tài chính thấp, nên lợi nhuận trước thuế ước đạt 432 tỷ đồng.

- Trong năm 2010, DHG vẫn còn trong giai đoạn được miễn giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp, với thuế suất là 10%, lợi nhuận sau thuế của Công ty ước đạt 383 tỷ đồng, tương ứng với EPS là 14.352 VNĐ.

Khuyến Nghị Đầu Tư

- Với kết quả kinh doanh ấn tượng trong 2009, DHG hoàn toàn xứng đáng là doanh nghiệp dược hàng đầu Việt Nam. DHG có chiến lược kinh doanh hiệu quả, biết khai thác tối đa lợi thế cạnh tranh, tập trung phát triển các dòng sản phẩm chủ lực đồng thời không ngừng nghiên cứu phát triển nhằm cho ra đời các sản phẩm mới, đáp ứng kịp thời nhu cầu tiêu thụ mạnh ở Việt Nam. DHG hoàn toàn có thể duy trì tốc độ tăng trưởng tốt ít nhất trong vài năm nữa.
- Tại mức giá hiện tại là 129.000 VNĐ/ cổ phiếu, P/E dự phóng của DHG là 9x, khá thấp so với những doanh nghiệp dược khác. Với phương pháp định giá P/E và P/B, chúng tôi khuyến nghị mua DHG với giá mục tiêu 6 tháng là 167,631 VNĐ/ cổ phiếu.

COMPANY UPDATE

Công Ty Cổ Phần Dược Hậu Giang (DHG)

02-02-2010

Công Ty Chứng Khoán SaigonBank Berjaya

Lầu 5 & 6, 2C Phó Đức Chính
Quận 1, Thành Phố Hồ Chí Minh, Việt Nam
T: (84-8) 3914 3399 F: (84-8) 3914 3388
Website: www.sbbsjsc.com.vn

THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

Tổng Quan Ngành Dược

- Chất lượng đời sống của người Việt ngày càng tăng, điều đó làm tăng nhu cầu chăm sóc sức khỏe và tiêu dùng thuốc trong nước. Mức tiêu dùng thuốc nội địa tăng khoảng 25-29% trong các năm gần đây. Đây chính là động lực để các công ty dược trong nước không ngừng mở rộng, đầu tư máy móc và cơ sở sản xuất nhằm cung cấp cho người dân những sản phẩm thuốc tốt nhất đạt chuẩn quốc tế WHO-GMP.
- Hiện nay, có khoảng 165 doanh nghiệp sản xuất dược trong nước nhưng chỉ thỏa mãn trên 50% tổng nhu cầu tiêu thụ thuốc ở Việt Nam. Vinapharm, Hậu Giang (DHG), Imexpharm, Mekophar, Domesco là những tên tuổi nổi bật. Hầu hết các doanh nghiệp này đều sản xuất thuốc generic. 90% nguyên vật liệu sản xuất phải nhập khẩu. Cạnh tranh trong ngành trở nên gay gắt hơn khi kể từ năm 2009 trở đi các công ty dược nước ngoài được phép vào Việt Nam theo cam kết WTO. Tuy nhiên, cùng với những lợi thế lâu năm, đặc biệt là hệ thống phân phối, các doanh nghiệp dược Việt Nam vẫn có thể duy trì đà tăng trưởng tốt. Dự đoán tốc độ tăng trưởng trung bình hàng năm của các doanh nghiệp dược là khoảng 15% trong vòng 5 năm tới.

Hoạt Động Sản Xuất Kinh Doanh của DHG

Hơn 30 năm kinh nghiệm hoạt động trong lĩnh vực nghiên cứu và sản xuất các loại thuốc dạng bào chế như viên nén, nang mềm, sủi bọt,... hiện DHG đã có khoảng 270 sản phẩm đang lưu hành, có khả năng đáp ứng 100% nhu cầu thuốc cảm, Vitamin và 80% nhu cầu thuốc kháng sinh trên toàn quốc. Do tính chất cần thiết và phù hợp với thị trường dược phẩm bậc thấp và trung của Việt Nam, các loại thuốc kháng sinh tiếp tục là dòng sản phẩm mang lại doanh thu cao nhất cho DHG (chiếm khoảng 49% trong tổng doanh thu) tiếp đến là thuốc giảm đau hạ sốt và các loại Vitamin.

Cơ Cấu Doanh Thu

Trong 2009, doanh thu bán hàng thành phẩm của DHG tiếp tục cao, chiếm tới 94% tổng doanh thu, 6% còn lại chủ yếu là từ bán các sản phẩm khác và phân phối nguyên vật liệu sản xuất. Trong đó, các nhãn hàng truyền thống của DHG như Klamentin, Haginat, Hapacol, Eugica, Spivital, Davitabone, Unikids, Eyelight, Glumeform tiếp tục tạo nguồn thu ổn định cho DHG, chiếm khoảng 40% doanh thu cho Công ty trong năm 2009.

Hệ Thống Phân Phối

Một trong những thế mạnh của DHG là sở hữu một mạng lưới phân phối rộng khắp cả nước ở hầu hết 64 tỉnh thành, tại 98% cơ sở y tế trên toàn quốc với hơn 8.000 khách hàng là đại lý tiêu thụ sản phẩm. Riêng tại Cần Thơ, sản phẩm của DHG chiếm gần như 100%. Với việc Kho Tân Tạo – GSP hoàn thành và đi vào hoạt động vào đầu 2009, hệ thống phân phối của DHG càng được củng cố và mở rộng ở khu vực Tp. Hồ Chí Minh và các tỉnh miền Đông Nam Bộ. Ngoài ra, DHG còn là doanh nghiệp đầu thị trường xuất khẩu dược phẩm hiện nay, với hơn 77 loại thuốc được xuất qua 12 quốc gia như Russia, Moldova, Ukraina,....

Tình hình Nghiên Cứu, Phát Triển

- Nhà máy Non- Betalactam vốn đầu tư 250 tỷ đồng, công suất dự kiến 4 tỷ sản phẩm mỗi năm sẽ được khởi công xây dựng trên tổng diện tích 20.309 m2 tại KCN Trà Nóc 2 – Cần Thơ cuối năm 2009. Nhà máy dự kiến hoàn thành vào Q2/2011 sẽ góp phần nâng công suất hiện tại lên gấp đôi.
- Hiện tại, Công ty đang có kế hoạch phát triển các dòng sản phẩm chuyên trị và có khả năng điều trị cao hơn như là Haginat là thuốc kháng sinh Cepharlosporin thế hệ 2 hay Glumeform chuyên trị tiểu đường. Ngoài ra, DHG còn đang tiến hành thành lập Trung tâm Nghiên cứu phát triển sản phẩm nhằm cho ra đời các sản phẩm mới có tính khoa học công nghệ cao thuộc nhóm thần kinh, tim mạch, tiểu đường.

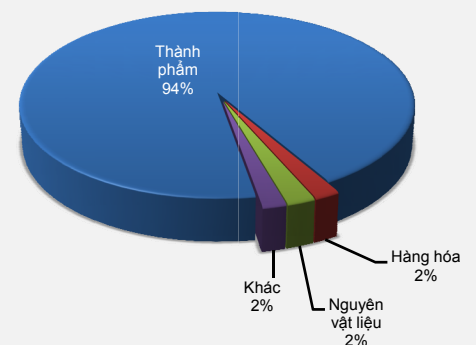
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH 2009

Doanh thu (tỷ VND)	1.745
Lợi nhuận thuần (tỷ VND)	367
EPS (VND)	15.719
Tỷ suất EBITDA (%)	25,1
Tỷ suất EBIT (%)	23,0
Tỷ suất LN thuần (%)	21,0
Vòng quay tổng tài sản (x)	1,3
Nợ phải trả/ Vốn (%)	7,20
Tỷ số thanh toán (x)	2,5
ROA (%)	27,5
ROE (%)	41,2

CƠ CẤU SỞ HỮU

Nhà Nước (%)	44,28
Nước Ngoài (%)	42,40
Khác (%)	13,32

CƠ CẤU DOANH THU (2009)



COMPANY UPDATE

Công Ty Cổ Phần Dược Hậu Giang (DHG)

02-02-2010

Công Ty Chứng Khoán SaigonBank Berjaya

Lầu 5 & 6, 2C Phó Đức Chính
Quận 1, Thành Phố Hồ Chí Minh, Việt Nam
T: (84-8) 3914 3399 F: (84-8) 3914 3388
Website: www.sbbsjsc.com.vn

KẾT QUẢ KINH DOANH (đơn vị: tỷ VND, đơn vị cho 1 CP: VND)

BÁO CÁO TÀI CHÍNH (THEO QUÝ)

Kết quả kinh doanh	Q1/09	Q2/09	Q3/09	Q4/09	Cân Đối Kế Toán	Q1/09	Q2/09	Q3/09	Q4/09
Doanh thu	379	412	426	527	Tiền mặt	272	429	438	538
EBITDA	55	103	168	156	Đầu tư ngắn hạn	2	17	20	52
EBIT	47	73	137	144	Khoản phải thu	261	243	260	298
Lợi nhuận từ HĐTC	(3)	(16)	8	19	Hàng tồn kho	281	304	344	313
Lợi nhuận khác	0,27	(0,46)	0,60	1,58	Tài sản ngắn hạn	829	1.003	1.071	1.210
Lợi nhuận trước thuế	45	56	145	165	PP&E	109	111	116	119
Lợi nhuận sau thuế	39	53	128	146	Đầu tư dài hạn	56	31	46	41
					Tài sản dài hạn	297	281	320	321
					Tổng tài sản	1.127	1.284	1.391	1.531
Tỷ số	Q1/09	Q2/09	Q3/09	Q4/09	Khoản phải trả	61	81	66	71
Tăng trưởng DT (%)	-10.5	8.7	3.5	23.7	Nợ ngắn hạn	24	102	110	74
Tăng trưởng EBITDA (%)	N/A	89.1	62.3	-7.1	Nợ dài hạn	-	-	-	-
Tăng trưởng LNST (%)	14.8	36.6	140.0	14.1	Tổng nợ	392	443	505	496
Tỷ suất EBITDA (%)	14.4	25.0	39.3	29.5	Vốn điều lệ	200	200	200	267
Tỷ suất EBIT (%)	12.5	17.6	32.0	27.4	Thặng dư vốn	379	379	379	379
Tỷ suất LNST (%)	10.3	12.9	30.0	27.7	LNST chưa phân phối	44	150	194	340
					Vốn chủ sở hữu	732	837	881	1.027
					Tổng nguồn vốn	1.127	1.284	1.391	1.531

BÁO CÁO TÀI CHÍNH (THEO NĂM)

Kết quả kinh doanh	2007	2008	2009	2010F	Cân Đối Kế Toán	2007	2008	2009	2010F
Doanh thu	1,269	1,513	1,745	2,007	Tiền mặt	130	212	538	555
EBITDA	163	210	438	462	Đầu tư ngắn hạn	52	2	52	55
EBIT	139	166	401	422	Khoản phải thu	257	310	298	340
Lợi nhuận từ HĐTC	(12)	(16)	9	9	Hàng tồn kho	230	308	313	399
Lợi nhuận khác	0,5	3	2	1	Tài sản ngắn hạn khác	4	6	9	10
Lợi nhuận trước thuế	128	153	412	432	Tổng tài sản ngắn hạn	674	839	1.210	1.360
Lợi nhuận sau thuế	128	136	367	383	Tài sản cố định hữu hình	111	107	119	124
EPS (VND)	9,165	6,793	15,719	14,352	Tài sản cố định vô hình	105	117	113	121
					Xây dựng CB dở dang	12	2	5	7
Tỷ số	2007	2008	2009	2010F	Đầu tư dài hạn	38	67	41	57
Tăng trưởng DT (%)	19,2	19,2	15,3	15,0	Tài sản dài hạn khác	1	2	42	44
Tăng trưởng EBITDA (%)	19,1	28,7	108,1	5,5	Tổng tài sản dài hạn	268	295	321	353
Tăng trưởng EBIT (%)	36,6	19,2	141,2	5,2	Tổng tài sản	942	1.133	1.531	1.712
Tăng trưởng LNST (%)	105,9	5,9	169,9	4,3	Khoản phải trả	56	76	71	87
Tăng trưởng EPS (%)	10,8	-25,9	131,4	-8,7	Nợ ngắn hạn	43	8	74	93
Tỷ suất EBITDA (%)	12,9	13,9	25,1	23,0	Tổng nợ ngắn hạn	290	361	482	570
Tỷ suất EBIT (%)	11,0	11,0	23,0	21,0	Nợ dài hạn	-	-	-	-
Tỷ suất LN thuần (%)	10,1	9,0	21,0	19,1	Tổng nợ	291	377	496	583
Vòng quay tài sản (x)	N/A	1,5	1,3	1,2	Vốn điều lệ	200	200	267	267
Nợ phải trả/Vốn (%)	44,6	50,0	48,3	52,0	Thặng dư vốn	379	379	379	379
Tỷ số thanh toán (x)	2,3	2,3	2,5	2,4	LNST chưa phân phối	1	137	340	408
ROE (%)	N/A	19,3	41,2	35,6	Vốn chủ sở hữu	652	753	1.027	1.121
ROA (%)	N/A	13,1	27,5	23,6	Tổng nguồn vốn	942	1.133	1.531	1.712
P/E	14,1	19,0	8,2	9,0					
P/B	4,0	3,4	3,3	3,1					
Tỷ suất cổ tức (%)	N/A	N/A	2,4	2,4					

Các công bố, khuyến cáo được trình bày ở trang cuối của báo cáo. Các thông tin khác sẽ được cung cấp theo yêu cầu.
Tất cả các hình thức phân phối hay xuất bản đều không được phép nếu không có sự thông qua bằng văn bản.

COMPANY UPDATE

Công Ty Cổ Phần Dược Hậu Giang (DHG)

02-02-2010

Công Ty Chứng Khoán SaigonBank Berjaya

Lầu 5 & 6, 2C Phó Đức Chính
Quận 1, Thành Phố Hồ Chí Minh, Việt Nam
T: (84-8) 3914 3399 F: (84-8) 3914 3388
Website: www.sbbsjsc.com.vn

Mục Lục Công Bố

Thuật ngữ phân tích về tỷ lệ đầu tư:

Khuyến nghị	Chú giải
Mua	Giá chứng khoán có thể vượt quá 15% trong 6 tháng tới
Giữ	Giá chứng khoán dao động trong khoảng +/-15% trong 6 tháng tới
Bán	Giá chứng khoán giảm hơn 15% trong 6 tháng tới

Cam kết của chuyên viên phân tích

Tất cả các nhận định trình bày trong bản báo cáo này phản ánh quan điểm cá nhân của người phân tích từ sự nhận xét chủ quan của họ. Chính vì thế, không có phần bồi thường nào đã, đang, và sẽ liên quan trực tiếp hay gián tiếp đến những nhận định cụ thể hoặc quan điểm được trình bày bởi người phân tích trong bản báo cáo này.

Công bố:

SBBS chỉ công bố phân tích đầu tư một cách trung lập, độc lập, công bằng, rõ ràng và không sai lệch. Ngoài ra, SBBS chỉ công bố những báo cáo phân tích khi nó cho thấy rằng phù hợp, điều này được dựa trên sự phát triển và thay đổi về ngành hoặc thị trường mà chúng có ảnh hưởng đến quan điểm phân tích hoặc ý kiến trình bày ở đây.

SBBS cung cấp báo cáo phân tích cho nhiều tổ chức, nhưng không nhận bất cứ phí hoặc lợi ích kinh tế từ những tổ chức nào bao gồm cả các công ty mà chúng tôi khuyến nghị trong báo cáo này.

Những thông tin khác thì được cung cấp theo yêu cầu

Khuyến cáo

Báo cáo này không được chỉ dẫn hoặc chỉ định cho việc phân phối hoặc sử dụng bởi bất cứ cá nhân hoặc tổ chức là công dân hoặc người cư trú thuộc bất cứ nơi nào hoặc các nơi thực thi quyền lực khác mà tại các nơi này sự phân phối, công bố và việc sử dụng có thể trái với luật pháp hoặc những quy định hoặc những điều sẽ buộc SBBS phải đăng ký hoặc yêu cầu giấy phép trong việc thực hiện các luật lệ này.

Các thông tin, dữ liệu trong báo cáo này chỉ với mục đích cung cấp thông tin và không nhằm mục đích chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán hay công cụ phái sinh nào. Ngoài ra, SBBS có thể mua bán chứng khoán cho tài khoản tự doanh của mình dựa vào những khuyến nghị đầu tư ngắn hạn của các chuyên gia phân tích và có thể những giao dịch này trái ngược với quan điểm hoặc các khuyến nghị về mua bán chứng khoán trong báo cáo này.

Trước khi quyết định đầu tư theo những khuyến nghị trong báo cáo này, nhà đầu tư nên xem xét rằng những khuyến nghị này có phù hợp với điều kiện cụ thể của bản thân hay không bao gồm thuế phải chịu, môi trường luật pháp và năng lực tài chính.

Các thông tin trong báo cáo này được xem là đáng tin cậy bởi SBBS, tuy nhiên SBBS không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. SBBS không chịu trách nhiệm về những khoản lỗ của nhà đầu tư khi đầu tư dựa trên khuyến nghị của báo cáo này. Trong tương lai, SBBS có thể phát hành thêm các báo cáo mới với những thông tin và kết luận không tương thích với báo cáo này.

Thông tin, ý kiến và những dự báo trong báo cáo này phản ánh vào thời điểm thực hiện báo cáo và SBBS có thể thay đổi chúng mà không cần thông báo.

Một số danh mục đầu tư thảo luận trong báo cáo này có thể thay đổi giá trị nhanh chóng và thậm chí có thể giảm giá trị rất mau và gây nên thiệt hại cho nhà đầu tư. Những khoản mục đầu tư với những đồng tiền khác đồng tiền của nhà đầu tư, nhà đầu tư phải chịu thêm rủi ro về sự biến động tỷ giá ảnh hưởng đến lợi nhuận và thu nhập của nhà đầu tư.

Những người đọc báo cáo này nếu không phải là những chuyên gia tài chính hay khách hàng của SBBS thì nên tư vấn thêm các luật sư và chuyên gia độc lập khác để được giải thích rõ hơn nội dung trong báo cáo trước khi quyết định đầu tư.

Tất cả những nội dung trong báo cáo này thuộc bản quyền của SBBS, trừ những phần có ghi rõ nguồn gốc xuất xứ. Không ai có quyền sao chép mà không được sự đồng ý bằng văn bản của SBBS.

Copyright © 2008 SaigonBank Berjaya Securities Joint Stock Company. All rights Reserved.

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU

Nguyễn Minh Tuấn

tuan.nguyenm@sbbsjsc.com.vn

Nguyễn Thụy Hoàng Phương

phuong.nguyen@sbbsjsc.com.vn

Lương Công Thắng

thang.luong@sbbsjsc.com.vn

Nguyễn Thụy Hoàng Vân

van.nguyen@sbbsjsc.com.vn

Nguyễn Đức Tiến

tien.nguyen@sbbsjsc.com.vn

Các công bố, khuyến cáo được trình bày ở trang cuối của báo cáo. Các thông tin khác sẽ được cung cấp theo yêu cầu.

Tất cả các hình thức phân phối hay xuất bản đều không được phép nếu không có sự thông qua bằng văn bản.



CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT

PHÒNG PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ
BÁO CÁO

BVS - 45



LỜI MỞ ĐẦU

Diễn biến TTCK Việt Nam năm 2010 chứa đựng khá nhiều yếu tố bất ngờ và nằm ngoài dự báo của các chuyên gia phân tích. Những kịch bản kỳ vọng vào một đà tăng điểm vững chắc của thị trường đã không trở thành hiện thực khi chỉ số VnIndex tiếp tục kéo dài xu hướng điều chỉnh từ cuối năm 2009. Các nhân tố rủi ro của kinh tế vĩ mô giai đoạn hậu suy thoái đã tác động không nhỏ đến tâm lý nhà đầu tư và đẩy giá cổ phiếu sụt giảm xuống một mặt bằng tương đối sâu.

Trong bối cảnh đó, quan điểm đầu tư giá trị - tìm kiếm cơ hội qua việc đánh giá thực tại tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp được xem là một lối đi phù hợp cho các nhà đầu tư có tầm nhìn trung và dài hạn. Báo cáo Bảo Việt 45 được Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt thực hiện nhằm chia sẻ và cung cấp cho nhà đầu tư những nét nổi bật nhất, tổng thể nhất, giúp nhà đầu tư có cái nhìn toàn diện về bối cảnh kinh tế vĩ mô, triển vọng phát triển ngành và từ đó đi sâu vào đánh giá tiềm năng, cơ hội đầu tư đối với nhiều công ty niêm yết hiện có mức vốn hóa thị trường tương đối lớn.

Báo cáo được thực hiện với tinh thần làm việc trách nhiệm cao của Bộ phận Phân tích và Tư vấn đầu tư, Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt. Trong phạm vi báo cáo, chúng tôi giới hạn các vấn đề được đề cập và độ sâu của phân tích ở một mức độ nhất định và do vậy chúng tôi rất mong nhận được ý kiến phản hồi của các nhà đầu tư. Mọi ý kiến đóng góp xin gửi về địa chỉ email: research@bvsc.com.vn.

Trân trọng!

Hà nội, tháng 10/2010

MỤC LỤC

KINH TẾ VĨ MÔ	4
TỔNG QUAN NGÀNH	5
Bất động sản	5
Công nghệ thông tin	6
Vận tải biển	6
Điện	7
Cao su sẫm lớp	8
Bánh kẹo	8
Mía đường	9
Thủy sản	10
Ngân hàng	11
Sản xuất ống nhựa	12
Phân đạm	12
Cao su tự nhiên	13
Thép	13
Dược phẩm	14
CHUYÊN MỤC CÔNG TY	15
Công ty cổ phần Đầu tư Xây dựng Bình Chánh - BCI	17
Công ty cổ phần Hoàng Anh Gia Lai - HAG	18
Công ty cổ phần Tập đoàn Hà Đô - HDG	20
Công ty cổ phần Đầu tư và Kinh doanh nhà - ITC	21
Công ty cổ phần Khang Điền - KDH	22
Công ty cổ phần Phát triển Đô thị Từ Liêm - NTL	23
Công ty cổ phần Quốc Cường Gia Lai - QCG	24
Công ty cổ phần Cơ điện lạnh - REE	25
Công ty cổ phần Xây dựng và Phát triển Đô thị Sông Đà - SDU	26
Công ty cổ phần Đầu tư Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Sông Đà - SJS	27
Công ty cổ phần Phát triển nhà Thủ Đức - TDH	28
Công ty cổ phần Vincom - VIC	29
Công ty cổ phần Tập đoàn Công nghệ CMC - CMG	30
Công ty cổ phần Tập đoàn FPT - FPT	31
Công ty cổ phần Đầu tư hạ tầng kỹ thuật Tp. Hồ Chí Minh - CII	32
Công ty cổ phần Xây dựng COTEC - CTD	33
Công ty cổ phần Đại lý liên hiệp vận chuyển - GMD	34
Tổng công ty cổ phần Vận tải Dầu khí - PVT	35
Công ty cổ phần Vận tải biển Việt Nam - VOS	36
Công ty cổ phần Khoan và Dịch vụ khoan Dầu khí - PVD	37
Công ty cổ phần Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh - VSH	38
Công ty cổ phần Công nghiệp cao su miền Nam - CSM	39
Công ty cổ phần Kinh Đô - KDC	40
Công ty cổ phần Mía đường Lam Sơn - LSS	41
Công ty cổ phần Tập đoàn Thủy hải sản Minh Phú - MPC	42
Công ty cổ phần Vàng bạc đá quý Phú Nhuận - PNJ	43
Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn - VHC	44
Công ty cổ phần sữa Việt Nam - VNM	45
Ngân hàng Thương mại cổ phần Á Châu - ACB	46
Ngân hàng Thương mại cổ phần Công thương Việt Nam - CTG	47
Ngân hàng Thương mại cổ phần Xuất nhập khẩu - EIB	48
Ngân hàng Thương mại cổ phần Ngoại thương Việt Nam - VCB	49
Công ty cổ phần nhựa Bình Minh - BMP	50
Công ty cổ phần nhựa Thiếu niên Tiền Phong - NTP	51
Tổng công ty cổ phần Phân bón và Hóa chất Dầu khí - DPM	52
Công ty cổ phần Cao su Đồng Phú - DPR	53
Công ty cổ phần Cao su Phước Hòa - PHR	54
Công ty cổ phần Cao su Tây Ninh - TRC	55
Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát - HPG	56
Công ty cổ phần thép Pomina - POM	57
Công ty cổ phần dược Hậu Giang - DHG	58
Công ty cổ phần dược phẩm Viễn Đông - DVD	59

KINH TẾ VĨ MÔ

Trải qua 10 tháng đầu năm 2010, kinh tế vĩ mô Việt Nam đã đạt được những thành quả rất đáng khích lệ, tuy nhiên những thách thức mà nền kinh tế nước ta gặp phải cũng không phải là ít. Trong khi tăng trưởng GDP vẫn duy trì ở mức khá tốt, đạt chỉ tiêu của Quốc hội đề ra; kim ngạch xuất nhập khẩu hồi phục mạnh mẽ sau giai đoạn khủng hoảng thì các vấn đề như thâm hụt thương mại, lạm phát, tỷ giá lại vẫn là những rủi ro chính đe dọa sự ổn định của kinh tế vĩ mô. Chúng tôi xin được điểm lại những nét chính của kinh tế vĩ mô Việt Nam trong 10 tháng đầu năm nay:

- ❑ **Tăng trưởng.** Tổng sản phẩm quốc nội (GDP) tính đến hết quý 3/2010 đã tăng **6,52%** so với cùng kỳ năm ngoái. Các lĩnh vực sản xuất, bán lẻ, nông- lâm- ngư nghiệp... vẫn là đầu tàu chính của kinh tế Việt Nam.
- ❑ **Lạm phát.** Lạm phát được kiểm soát khá tốt trong 8 tháng đầu năm, tuy nhiên trong 2 tháng trở lại đây đã có dấu hiệu tăng cao ngoài dự báo. Mục tiêu kiểm soát lạm phát của Chính phủ ở mức 8% là khó hoàn thành trong năm nay, thay vào đó, lạm phát cả năm có thể sẽ dao động từ 8,5 - 9%.
- ❑ **Xuất nhập khẩu.** Kim ngạch xuất nhập khẩu có sự hồi phục mạnh mẽ sau cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu năm 2009 với mức tăng trưởng trên 20%. Tuy nhiên tốc độ tăng của kim ngạch nhập khẩu vẫn cao hơn xuất khẩu khiến cho thâm hụt cán cân thương mại vẫn ở mức khá cao.
- ❑ **Thâm hụt thương mại.** Dự kiến ở mức 13 tỷ USD cho cả năm 2010.
- ❑ **Các nguồn vốn từ bên ngoài.** Nhờ sự ổn định về kinh tế- chính trị cũng như những cải thiện trong thủ tục đầu tư, các luồng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI), đầu tư gián tiếp (FII), kiều hối, ODA... vẫn đạt được sự tăng trưởng ổn định trong 10 tháng đầu năm.
- ❑ **Tỷ giá.** Nhìn chung tình hình tỷ giá khá ổn định trong 6 tháng đầu năm 2010. Mặc dù vậy sự tăng giá liên tục của USD cả trong hệ thống ngân hàng lẫn ngoại thị trường tự do trong những tuần vừa qua đang gây ra những rủi ro nhất định đối với sự ổn định của kinh tế vĩ mô những tháng cuối năm.

Với những chỉ tiêu chính của kinh tế vĩ mô nêu ở trên, bức tranh kinh tế của Việt Nam trong năm 2010 nhìn chung vẫn mang màu sắc tích cực. Trong bối cảnh sự phục hồi kinh tế của các nước trên thế giới sau khủng hoảng vẫn tỏ ra chậm chạp, thậm chí thiếu sự chắc chắn thì Việt Nam vẫn được đánh giá là một thị trường mới nổi nhiều tiềm năng. Tốc độ tăng trưởng GDP ở mức 6,5% sẽ là một thành quả rất đáng khích lệ nếu so sánh với mức tăng trưởng 5,32% của năm 2009. Tuy nhiên, tăng trưởng cao luôn đi kèm với những rủi ro nhất định. Những bất hợp lý trong cơ cấu sản xuất (thiếu vắng các ngành công nghiệp phụ trợ), hiệu quả đầu tư công còn thấp (hệ số ICOR lên mức 6-7), tình trạng đôla hóa nền kinh tế... đang khiến cho Việt Nam luôn phải đối đầu với tình trạng nhập siêu, lạm phát và sức ép giảm giá VND. Đây không chỉ là những rủi ro cho kinh tế vĩ mô Việt Nam riêng trong năm 2010 mà sẽ còn là những thách thức trong trung và dài hạn nếu cơ cấu kinh tế không sớm có sự chuyển dịch.

Với những tiền đề đã đạt được trong 10 tháng đầu năm nay, kinh tế vĩ mô Việt Nam hứa hẹn sẽ tiếp tục tăng tốc trong 2 tháng cuối năm 2010 cũng như trong cả năm 2011. Đặc biệt trong bối cảnh sau khi các nước trên thế giới giải quyết được triệt để những tồn đọng trong năm 2010 như khủng hoảng nợ công, rủi ro giảm phát... thì xuất khẩu của Việt Nam sẽ có rất nhiều cơ hội tăng trưởng trong năm 2011. Chúng tôi dự báo sơ bộ một số chỉ tiêu chính cho kinh tế Việt Nam trong năm 2010 và 2011 như sau:

Dự báo sơ bộ một số chỉ tiêu chính cho kinh tế Việt Nam năm 2010 và 2011

Các chỉ tiêu cơ bản	2009	2010F	2011F
GDP	5,32%	6,5-7%	7-7,2%
Lạm phát	6,52%	8-9%	8%
Tỷ giá (Đồng/USD)	18.479	19.750	20.500
Xuất khẩu	-9,7%	18-20%	10%
Nhập khẩu	-14,7%	20-25%	15%
Thâm hụt TM (Tỷ USD)	-12	-13	-14
FDI (Tỷ USD)	21,4	25	27
Giải ngân FDI (Tỷ USD)	10	11	12
Tăng trưởng tín dụng	37,7%	22%	20%

TỔNG QUAN NGÀNH

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

Ngành bất động sản vẫn hấp dẫn về trung và dài hạn. Thị trường bất động sản trong thời gian tới chịu tác động bởi các chính sách quan trọng của Nhà nước như: Nghị định 69, Nghị định 71, Thông tư 13. Theo chúng tôi đánh giá, tác động tổng hợp của 3 chính sách này sẽ dẫn đến việc giảm giá bất động sản trong ngắn hạn (theo chúng tôi là khoảng 6 - 9 tháng).

Trong trung và dài hạn, thị trường bất động sản vẫn hấp dẫn, đặc biệt là ở các khu đô thị trung tâm như TP. Hồ Chí Minh và Hà Nội do tốc độ đô thị hóa ngày càng cao cùng với sự gia tăng dân số nhập cư tại hai khu đô thị này. Đồng thời, chúng tôi cũng đánh giá rằng Nghị định 71 và Thông tư 13 sẽ có tác dụng tích cực đối với thị trường bất động sản trong trung và dài hạn, theo đó thị trường bất động sản sẽ giảm rủi ro bong bóng bất động sản và các chủ đầu tư sẽ trở nên chuyên nghiệp hơn.

Nghị định 69:

Theo nghị định 69, chi phí giá vốn đất của chủ đầu tư sẽ sát với giá thị trường, trong khi trước đây giá vốn đất của chủ đầu tư chi tương đương với khung giá đất mà UBND tỉnh/TP quy định ra, vốn thường thấp hơn giá thị trường khoảng 30%-40%. Những tác động chính của Nghị định 69 đến thị trường bất động sản có thể là:

- ❑ *Biên lợi nhuận của các chủ đầu tư bất động sản có thể sẽ giảm dần trong dài hạn.* Do giá vốn đất của những quỹ đất mới hình thành sau này sẽ gần ngang bằng với giá thị trường nên khi quỹ đất có giá rẻ được khai thác hết thì chủ đầu tư sẽ phải khai thác quỹ đất mới với giá vốn cao, trong khi đó giá thị trường khó có thể điều chỉnh tăng mạnh do hiện giá bất động sản đang ở mức cao.
- ❑ *Các chủ đầu tư có quỹ đất sạch lớn và giá vốn thấp sẽ có lợi thế.* Những chủ đầu tư có quỹ đất sạch lớn và giá vốn thấp do đã đền bù giải tỏa từ trước đây sẽ có lợi thế về khả năng triển khai các dự án và thu lợi nhuận, trong khi những chủ đầu tư không còn quỹ đất sạch sẽ phải phát triển quỹ đất mới với chi phí đền bù giải tỏa cao ngang bằng với giá thị trường.
- ❑ *Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng Nghị định 69 có thể sẽ được sửa đổi do nếu áp dụng nghị định này thì các chủ đầu tư bất động sản sẽ khó có thể có lãi, trong khi nhu cầu phải phát triển các khu đô thị của Việt Nam là rất lớn.*

Nghị định 71:

Điểm quan trọng nhất trong Nghị định 71 liên quan đến việc huy động vốn của chủ đầu tư dự án. Theo đó, chủ đầu tư có quyền huy động vốn dưới dạng hợp đồng góp vốn ngay từ khi hoàn thành việc giải phóng mặt bằng, tuy nhiên chỉ với lượng vốn huy động 20% tổng dự án, và phần này chỉ được phép chuyển thành hợp đồng mua bán và giao dịch khi dự án đã hoàn thành phần móng và phải được sự đồng ý của chủ đầu tư cấp 1. Đối với 80% dự án còn lại, chủ đầu tư chỉ được phép chuyển nhượng sau khi dự án đã hoàn thành phần móng và phải thực hiện chuyển nhượng thông qua sàn giao dịch bất động sản.

Theo chúng tôi đánh giá, Nghị định 71 sẽ có những tác động quan trọng sau đối với thị trường bất động sản:

- ❑ *Giá bất động sản sẽ khó có khả năng tăng trong ngắn hạn.* Nghị định 71 sẽ hạn chế sự tham gia của những chủ đầu tư thứ cấp và giảm tính thanh khoản của những dự án chưa hoàn thành xong phần móng. Giá bất động sản do đó sẽ khó có thể tăng.
- ❑ *Sàng lọc các chủ đầu tư phát triển các dự án bất động sản.* Theo đó, chỉ những chủ đầu tư lớn, có tiềm lực tài chính đủ mạnh mới có thể triển khai được dự án, do đó thị trường bất động sản về dài hạn sẽ bao gồm các chủ đầu tư đủ mạnh và chuyên nghiệp hơn.

Thông tư 13:

Điểm quan trọng của Thông tư 13 ảnh hưởng đến thị trường bất động sản là hệ số an toàn vốn của các ngân hàng thương mại sẽ tăng từ 8% lên 9% đồng thời hệ số rủi ro của ngành bất động sản sẽ tăng từ 150% lên 250%. Theo chúng tôi, những tác động chính của Thông tư 13 đến thị trường bất động sản là:

- ❑ *Giá bất động sản trong xu thế giảm ngắn hạn.* Tác động của chính sách này sẽ làm hạn chế các khoản cho vay vào bất động sản để đảm bảo hệ số an toàn vốn cho hệ thống ngân hàng. Do đó, dòng tiền vào bất động sản có thể sẽ giảm, khiến cho giá bất động sản khó có thể tăng lên được.

- ❑ *Sàng lọc các chủ đầu tư phát triển các dự án bất động sản.* Theo đó, các chủ đầu tư bất động sản có tiềm lực tài chính mạnh sẽ có lợi thế hơn do ít phụ thuộc vào vốn vay của ngân hàng để triển khai dự án. Các chủ đầu tư nhỏ không có tiềm lực tài chính sẽ buộc phải bán lại dự án hoặc liên kết với các chủ đầu tư lớn để triển khai dự án.

Khuyến nghị đầu tư. Chúng tôi quan tâm đến những cổ phiếu bất động sản của những công ty có quỹ đất sạch lớn tại những vị trí có nhiều tiềm năng, khả năng triển khai dự án tốt với tiềm lực tài chính mạnh, khả năng phát triển quỹ đất tốt với dự án gói đầu trong những năm tới và có mức giá thị trường chiết khấu hấp dẫn so với mức định giá theo NAV.

Dựa theo những tiêu chí nêu trên thì những mã cổ phiếu được chúng tôi quan tâm đặc biệt là: SJS, BCI. Đây là hai doanh nghiệp bất động sản có quỹ đất sạch lớn, chi phí giá vốn thấp, khả năng triển khai dự án tốt và có mức giá thị trường đang chiết khấu khá lớn so với mức giá mà chúng tôi tính ra theo phương pháp NAV. Mức giá kỳ vọng đối với SJS của chúng tôi là 152.000 đồng/cổ phiếu và mức giá kỳ vọng của BCI là 79.000 đồng/cổ phiếu, trong khi đó mức giá thị trường của SJS hiện tại là 62.000 đồng/cổ phần và giá thị trường của BCI là 35.000 đồng/cổ phần. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA MẠNH** đối với cả hai cổ phiếu **SJS** và **BCI**.

NGÀNH CNTT VÀ VIỄN THÔNG

Ngành còn nhiều tiềm năng tăng trưởng. Tốc độ tăng trưởng của ngành CNTT và viễn thông Việt Nam trung bình trong giai đoạn 2005-2008 đạt 25%/năm trong khi ngành CNTT thế giới chỉ đạt mức tăng trưởng trung bình khoảng 5,5%/năm. Hiện nay, Việt Nam đang là một trong 3 thị trường phát triển nhanh nhất về CNTT trong khu vực Châu Á - Thái Bình Dương (trừ Nhật Bản). Trong 3 năm tới, chúng tôi dự báo ngành sẽ vẫn duy trì được mức tăng trưởng này.

Ngành CNTT và viễn thông gồm 3 mảng chính: tích hợp hệ thống, phần mềm và viễn thông.

Lĩnh vực tích hợp hệ thống dự báo tăng trưởng 15-20%/năm trong các năm tới. Sự phát triển chủ yếu đến từ khối chính phủ và ngân hàng tài chính và doanh nghiệp vừa và nhỏ (SMEs) do hạn tăng ứng dụng CNTT còn khá thấp.

Lĩnh vực phần mềm còn nhiều tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn. Sự phục hồi của kinh tế thế giới sẽ làm gia tăng dần trở lại nhu cầu gia công phần mềm (outsourcing) tạo điều kiện cho các công ty phần mềm trong nước nhận lại các hợp đồng. Nhật Bản hiện vẫn là thị trường gia công tiềm năng lớn nhất của Việt Nam (quy mô thị trường Nhật khoảng 3,9 tỷ USD/năm trong đó Việt Nam mới chỉ chiếm 0,5%). Bên cạnh đó, các thị trường Châu Âu và Mỹ cũng đang có những thành công bước đầu khi đạt được tăng trưởng khá cao. Ngoài ra, chi phí nhân lực phần mềm của Việt Nam khá rẻ (chỉ bằng 1/2 so với Trung Quốc, và 1/3 so với Ấn Độ) nên có lợi thế cạnh tranh tốt. Dự báo ngành phần mềm có thể tăng trưởng 30-40%/năm trong các năm tới.

Mức độ phổ cập thuê bao internet tiếp tục tăng trưởng nhanh. Hiện tỷ lệ người dùng internet bình quân là 26,9%. Số người sử dụng internet tại Việt Nam đã ở mức tương đồng so với trung bình thế giới tuy nhiên tiềm năng phát triển lĩnh vực này ở Việt Nam còn rất lớn do tỷ lệ này còn thấp hơn nhiều so với các nước phát triển. Do thị trường tại Hà Nội và Tp. HCM đã đạt đến trạng thái bão hòa, do đó trong các năm tới thị trường tăng trưởng chủ yếu tại các khu vực ngoại thành và vùng nông thôn.

Khuyến nghị đầu tư. Trong các doanh nghiệp CNTT niêm yết hiện nay, chúng tôi quan tâm đến 2 cổ phiếu FPT và CMG. Đây là 2 tập đoàn CNTT có quy mô lớn nhất trong ngành hiện nay. So sánh tương quan 2 doanh nghiệp này thì FPT hiện có quy mô gấp khoảng 4- 5 lần so với CMG. Chúng tôi ước tính tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của FPT và CMG trong giai đoạn 2010-2015 ở mức lần lượt khoảng 20% và 26%. Mức giá kỳ vọng đối với cổ phiếu của FPT và CMG được xác định theo mô hình chiết khấu dòng tiền lần lượt ở mức 109.600VND/cổ phần và 35.200VND/cổ phần. Do đó chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với 2 cổ phiếu của **FPT** và **CMG** cho mục đích đầu tư dài hạn.

NGÀNH VẬN TẢI BIỂN

Ngành vẫn đang trong tình trạng khó khăn. Giá cước vận tải biển sau một thời kỳ suy thoái mạnh vẫn chưa lấy lại được sự hồi phục đáng kể, chỉ số Baltic Dry Index ở thời điểm hiện tại chỉ tương đương khoảng 1/5 so với mức đỉnh xác lập năm 2008. So với năm 2009, giá cước trung bình năm 2010 mới chỉ tăng khoảng 9,6%, với mặt bằng giá này thì các doanh nghiệp vận tải biển trong nước chỉ hoạt động quanh điểm hòa vốn.

Triển vọng hồi phục chưa rõ ràng, tuy nhiên bức tranh kinh tế đang trở nên lạc quan hơn. Theo dự báo của IMF, kinh tế thế giới trong năm 2010 và 2011 sẽ đạt mức tăng trưởng lần lượt là 4,8% và 4,2%, các nền kinh tế lớn như Mỹ, Châu Âu, Trung Quốc

cũng đạt mức tăng trưởng 2,3%; 1,5%; 9,6% tương ứng, ngành vận tải biển do vậy sẽ có thể đón nhận những thay đổi sáng sủa hơn trong năm 2011.

Khuyến nghị đầu tư. Trong ngắn hạn, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp vận tải biển trong năm 2010 sẽ không có nhiều khả quan, do vậy **vận tải biển không phải là ngành hấp dẫn để đầu tư trong ngắn hạn**. Tuy còn, về dài hạn, chúng tôi lại cho rằng ngành vận tải biển lại khá hấp dẫn để đầu tư bởi ngành đang trải qua thời kỳ suy thoái kéo dài nên các yếu tố bất lợi đều đã phản ánh mạnh vào giá cổ phiếu. Kể từ đầu năm 2010, giá cổ phiếu của các công ty vận tải biển đã giảm trung bình từ 30% tới 60%, so với sự sụt giảm của VN-Index chỉ là 14%. Do vậy, mặc dù khả năng phục hồi trong ngắn hạn là không rõ ràng, các nhà đầu tư dài hạn có thể xem xét tham gia vào các công ty có sức cạnh tranh tốt, hiệu quả hoạt động đội tàu cao.

Trong số các doanh nghiệp vận tải biển đang niêm yết hiện tại, chúng tôi quan tâm nhiều tới 2 doanh nghiệp là VOSCO và PV TRANS, đây là 2 công ty đại diện cho 2 nhóm ngành vận tải hàng rời và hàng lỏng. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu PVT ở mức giá **20.000 đồng/cổ phần** và **MUA MẠNH** đối với cổ phiếu VOS ở mức giá **23.800 đồng/cổ phần**.

NGÀNH ĐIỆN

Cung không đáp ứng đủ cầu. Trong những năm gần đây, tốc độ phát triển kinh tế cao dẫn đến nhu cầu tiêu thụ điện gia tăng mạnh mẽ, cao hơn tốc độ tăng trưởng nguồn cung cấp điện. 8 tháng đầu năm 2010, điện thương phẩm ước đạt 55,2 tỷ kWh, tăng 14,7% so với cùng kỳ trong khi dự kiến cầu về điện năm 2010 sẽ tăng khoảng 18% so với năm 2009. Bên cạnh đó việc chậm trễ trong việc đưa các công trình nguồn điện vào hoạt động cũng là một nhân tố khiến cung không đáp ứng đủ cầu. Trong 9 tháng đầu năm 2010, Việt Nam đã đưa vào vận hành 8 tổ máy thuộc 6 dự án nguồn điện với tổng công suất 1.310MW (kế hoạch 2010 đưa vào vận hành 2.300MW). Việc đưa các dự án mới vào hoạt động không ảnh hưởng tới các doanh nghiệp đang hoạt động vì cung vẫn nhỏ hơn cầu rất nhiều

Rủi ro chính sách cao. Hiện nay các công ty sản xuất điện chịu sự điều tiết mạnh của chính sách, đặc biệt là sự kiểm soát giá bán điện đầu ra cho EVN. Việc tính giá thu mua điện phụ thuộc nhiều vào quá trình đàm phán giữa doanh nghiệp sản xuất điện và EVN mà không có các quy định rõ ràng về cơ chế tính giá cũng như không có sự cạnh tranh về giá bán điện theo cơ chế thị trường. Sự thay đổi về giá điện đầu ra có ảnh hưởng trọng yếu đối với kết quả kinh doanh của các công ty sản xuất.

Thủy điện gặp khó khăn do tình hình thời tiết không thuận lợi. Năm 2010, lưu lượng nước về các hồ thủy điện thấp hơn nhiều trung bình nhiều năm, hiện đã hết mùa mưa mà các hồ vẫn không thể tích nước. Thời gian qua, tổng lượng nước về các hồ thủy điện của cả nước hụt 33,3 tỷ m³ so với trung bình nhiều năm, tương ứng với sản lượng thủy điện thiếu hụt khoảng 5,94 tỷ kWh. Mức nước các hồ thủy điện lớn (Hòa Bình, Tuyên Quang, Trị An, Ialy, Đại Ninh...) thấp hơn từ 11 - 24 m so cùng kỳ 2009, các hồ miền Trung và miền Nam dao động ở mức nước chết. Với mức nước dự trữ thấp hơn nhiều cùng kì năm 2009, những tháng cuối năm 2010 và nửa đầu năm 2011, sản lượng điện nhiều khả năng sẽ thấp hơn cùng kỳ năm trước. Về giá cả, các công ty điện ký hợp đồng giá điện với EVN theo các hợp đồng dài hạn nên trong ngắn hạn không có nhiều khả năng thay đổi về giá bán trừ những công ty đang trong quá trình thương thảo giá điện như VSH, TBC. Tuy nhiên theo thông tin chúng tôi có được, khả năng tăng giá bán của các doanh nghiệp này là khá khó khăn.

Nhiệt điện sẽ được huy động hết công suất. Với tình hình thời tiết như trên, để đảm bảo cung cấp điện cho nền kinh tế, các nhà máy nhiệt điện sẽ được huy động hết công suất, sản lượng sẽ đạt tốt hơn hoặc tương đương năm 2009 nếu không gặp các sự cố vận hành hay các chu kỳ sửa chữa lớn bất buộc. Về giá cả, trong hợp đồng mua bán điện với EVN, giá bán hầu hết được quy định linh động, thay đổi theo giá nhiên liệu đầu vào nên những biến động về giá nhiên liệu thường không gây ra những ảnh hưởng lớn tới doanh nghiệp.

Khuyến nghị đầu tư. Về dài hạn, các cổ phiếu ngành điện đang được giao dịch với P/E 7,28x, thấp hơn nhiều so với P/E thị trường là 10x, P/E thấp đã phản ánh khả năng tăng trưởng thấp của ngành. Tuy nhiên, các cổ phiếu ngành điện có thể được xem xét đầu tư như các cổ phiếu phòng thủ với hoạt động tương đối ổn định, tỷ lệ cổ tức trên thị giá cao. Trong các doanh nghiệp thủy điện chúng tôi khuyến nghị mua VSH do định giá hấp dẫn, cổ tức cao, tình hình sản xuất kinh doanh ổn định và khả năng tăng trưởng trong dài hạn. Ngoài ra, trong các doanh nghiệp nhiệt điện, chúng tôi cũng đánh giá cao PPC do dòng tiền tốt, giao dịch dưới giá trị sổ sách. Tuy nhiên kết quả kinh doanh năm 2010 của PPC sẽ chịu tác động lớn do biến động tỷ giá.

NGÀNH CAO SU SẴM LỐP

Ngành có tốc độ tăng trưởng nhanh. Theo Tổng cục thống kê thì lượng sản phẩm lốp ô tô sản xuất trong nước tăng trưởng với tốc độ trung bình trong giai đoạn 2000-2005 đạt 19,5%/năm, lượng sản phẩm lốp xe máy có tốc độ tăng trưởng thấp hơn với tốc độ tăng trưởng trung bình trong giai đoạn 2000-2009 đạt 14%/năm. Bên cạnh đó, tiềm năng tăng trưởng của ngành còn rất lớn bởi lượng ô tô và xe máy sản xuất trong nước tăng trưởng trung bình trong giai đoạn 2000-2009 đạt lần lượt là 24,77%/năm và 22,24%, lượng xe ô tô và xe máy lưu hành bình quân trong 15 năm từ 1990-2005 tăng trưởng lần lượt là 12,4%/năm và 8,8%/năm.

Ngành chịu nhiều rủi ro từ biến động giá đầu vào. Hiệu quả hoạt động của ngành sản xuất sản phẩm lốp phụ thuộc khá nhiều vào biến động giá cao su đầu vào bởi chi phí nguyên liệu chiếm tỷ trọng khoảng 65% giá thành sản phẩm trong đó cao su là nguyên liệu chính chiếm tỷ trọng khoảng 58% tổng chi phí nguyên vật liệu. Năm 2010, giá cao su đầu vào đã tăng khoảng 70% so với năm 2009 dẫn tới biên lợi nhuận gộp trung bình của các công ty giảm từ 24,3% xuống còn 14,7%.

Khả năng điều tiết giá bán đầu ra gặp nhiều hạn chế. Do đặc thù của ngành sản xuất sản phẩm lốp là tính cạnh tranh trong ngành rất lớn nên việc điều chỉnh giá đầu ra theo kịp với sự thay đổi giá đầu vào của các công ty là không dễ dàng. Năm 2010, do tác động của giá cao su làm cho giá vốn sản phẩm tăng hơn 30% nhưng từ đầu năm tới nay, các công ty sản phẩm lốp mới chỉ điều chỉnh giá đầu ra tăng lên 10%.

Khuyến nghị đầu tư. Cao su sản phẩm lốp là ngành còn nhiều tiềm năng tăng trưởng, tuy nhiên đây cũng là ngành có tính cạnh tranh cao và rủi ro lớn do sự biến động giá cao su nguyên liệu đầu vào. Về các công ty trong ngành, chúng tôi chú ý hơn cả tới cổ phiếu của Công ty Cổ phần Cao su miền Nam (CSM) và Công ty Cổ phần Cao su Đà Nẵng (DRC). Đây là 2 công ty dẫn đầu trong ngành, có lợi thế hơn hẳn về uy tín thương hiệu cũng như khả năng mở rộng thị trường. Tới năm 2011 và 2012, khi các dự án sản phẩm lốp radial toàn thép của CSM và DRC đi vào hoạt động có thể sẽ làm cho doanh thu và lợi nhuận sau thuế của 2 công ty tăng trưởng lần lượt khoảng 20% và 30%. Tuy nhiên, với quan điểm thận trọng về ngành, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu CSM và DRC.

NGÀNH BÁNH KẸO

Triển vọng khả quan trong năm 2010 và 2011. Năm 2010 là năm khá thuận lợi cho hầu hết các doanh nghiệp trong ngành do kinh tế phục hồi, sản lượng tiêu thụ bánh kẹo tăng so với năm trước. Nhìn chung, trong ngắn hạn, triển vọng ngành sản phẩm bánh ở Việt Nam khá khả quan:

- ❑ **Tiềm năng tăng trưởng cao.** Việt Nam có dân số đông; tăng trưởng GDP trung bình đạt 7%/năm giai đoạn 2004-2009- cao hơn 37% so với mức chung của thế giới; và tỉ lệ tiêu thụ bánh kẹo bình quân đầu người hiện chỉ bằng 1/2 so với mức trung bình của thế giới. Vì vậy, đây được đánh giá là thị trường tiêu thụ hấp dẫn cho ngành bánh kẹo. Thực tế, trong giai đoạn 2005-2009, ngành bánh kẹo Việt Nam đã tăng trưởng với tốc độ 8%, gấp đôi so với mức trung bình của khu vực và gấp 4 lần so với mức trung bình của thế giới. Dự đoán đến năm 2013, ngành bánh kẹo Việt Nam sẽ tăng trưởng với tốc độ 6-7%/năm.
- ❑ **Lợi thế giá rẻ so với hàng nhập khẩu (chính ngạch).** Trong 5 năm gần đây, các thương hiệu bánh kẹo trong nước đã dần khẳng định thương hiệu và giành lấy thị phần từ các sản phẩm nhập khẩu của Trung Quốc, Thái Lan và Malaysia. Với lợi thế chất lượng, nguồn gốc rõ ràng, giá thành thấp so với các sản phẩm nhập khẩu chính ngạch, các sản phẩm nội địa đang có những ưu thế nhất định trên thị trường Việt Nam.

Tuy nhiên, các doanh nghiệp trong ngành phải đối mặt với một số khó khăn nhất định. Đây cũng là nguyên nhân chính làm cho doanh nghiệp trong nước khó có thể duy trì mức lợi nhuận cao trong dài hạn. Nhà đầu tư cần lưu ý những điểm sau khi đầu tư dài hạn vào ngành bánh kẹo:

- ❑ **Mức độ cạnh tranh ngày càng cao.** Các công ty trong nước hiện đang nắm giữ 70% thị phần bánh kẹo Việt Nam. Tuy nhiên, theo cam kết WTO, các rào cản thương mại và thuế quan dần được dỡ bỏ sẽ thu hút nhiều công ty nước ngoài tham gia vào thị trường Việt Nam làm cho mức độ cạnh tranh tăng cao và các doanh nghiệp trong ngành sẽ gặp khó khăn trong việc duy trì thị phần cũng như lợi nhuận.
- ❑ **Nguyên vật liệu sản xuất phụ thuộc vào nhập khẩu.** Phần lớn nguyên vật liệu đầu vào của ngành bánh kẹo Việt Nam đều được nhập khẩu, tiêu biểu như bột mì (nhập khẩu hoàn toàn), đường và cacao (nhập khẩu một phần). Xu hướng tăng giá của các nguyên liệu này trong thời gian gần đây, và sự trượt giá của đồng nội tệ so với USD sẽ gây ảnh hưởng nhất định đến giá

thành sản phẩm. Do mức độ cạnh tranh cao, việc nhà sản xuất điều chỉnh giá bán, chuyển một phần chi phí sang khách hàng là rất khó khăn. Biên lợi nhuận của doanh nghiệp cũng vì thế bị ảnh hưởng theo chiều hướng giảm.

Khuyến nghị đầu tư. Chỉ số P/E trung bình dự báo cho năm 2010 của ngành bánh kẹo Việt Nam vào khoảng 10,2x, đây là mức khá thấp so với trung bình của khu vực (vào khoảng 16,9x) và so với trung bình của thị trường (vào khoảng 12x). Chúng tôi đánh giá trong ngắn hạn, các công ty sản xuất bánh kẹo trong nước vẫn có khả năng duy trì tốc độ tăng trưởng sản lượng và doanh thu cũng như duy trì biên lợi nhuận cao. Còn về dài hạn, các công ty trong ngành sẽ chịu áp lực cạnh tranh lớn từ các công ty nước ngoài và sản phẩm nhập khẩu. Trong số các doanh nghiệp niêm yết (KDC, NKD, BBC và HHC), KDC có ưu thế về sản phẩm đa dạng, thị phần lớn, hệ thống phân phối rộng và năng lực sản xuất lớn. Vì thế, xét về hoạt động sản xuất bánh kẹo, trong dài hạn, KDC vẫn có thể duy trì thế mạnh cạnh tranh và đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu cao hơn so với trung bình ngành. Tuy nhiên, nhà đầu tư cần lưu ý rằng lợi nhuận của công ty thường biến động khá lớn do ảnh hưởng của hoạt động đầu tư tài chính và kinh doanh bất động sản.

NGÀNH MÍA ĐƯỜNG

Triển vọng tốt trong 2010, 2011. Với diễn biến giá đường trong năm 2010 khá tốt, các doanh nghiệp mía đường nhiều khả năng sẽ vượt kế hoạch đặt ra cho năm 2010. Năm 2011 vẫn là một năm tốt với ngành đường vì những lý do sau:

- ❑ **Nhu cầu tiêu thụ lớn hơn nguồn cung trên 30% sẽ là tiềm năng cho các doanh nghiệp có sản lượng lớn và ổn định.** Nguồn cung đường trong nước những năm gần đây mới đạt khoảng trên dưới 1 triệu tấn mỗi năm trong khi nhu cầu tiêu thụ hàng năm ở quanh mức từ 1,4 triệu cho đến 1,5 triệu tấn. Bên cạnh đó, mức tiêu thụ đường bình quân đầu người tại Việt Nam còn nhiều khả năng tăng cao, mức tiêu dùng bình quân mới chỉ đạt khoảng 16 kg/người/năm, trong khi bình quân toàn thế giới đã đạt trên 22 kg/người/năm và Thái Lan đạt 38 kg/người/năm. Trong điều kiện thu nhập bình quân đầu người đang tăng cao cùng với việc các ngành công nghiệp chế biến thực phẩm có sử dụng đường phát triển mạnh trên 30%/năm, nhu cầu tiêu thụ đường tại Việt Nam ngày càng vượt xa nguồn cung.
- ❑ **Sản lượng đường vụ 2010/2011 ở mức tương đương vụ 2009/2010.** Diện tích cả nước mía vụ 2010/2011 ước tính khoảng 273 nghìn ha, tăng nhẹ so với vụ trước, nếu năng suất mía không thay đổi, sản lượng mía ước đạt hơn 10 triệu tấn tương đương với sản lượng đường khoảng hơn 920 nghìn tấn.
- ❑ **Triển vọng giá đường trong nước tiếp tục duy trì ở mức cao.** Giá bán buôn đường RE bình quân hiện đang ở mức khoảng 16,5 triệu đồng/tấn. Với điều kiện thời tiết diễn biến phức tạp, năng lực và điều kiện sản xuất không đủ cung ứng cho nhu cầu tiêu thụ cộng với giá đường thế giới đang ở mức cao, giá đường trong các tháng cuối năm 2010 và trong năm 2011 sẽ tiếp tục ở mức cao. Giá đường RE bán buôn trong năm 2011 được các chuyên gia trong ngành đánh giá sẽ giao động ở mức khoảng trên 17 triệu đồng/tấn.

Tuy nhiên về dài hạn, nhà đầu tư cần lưu ý những điểm sau khi đầu tư dài hạn vào ngành mía đường

- ❑ **Tình trạng thiếu nguyên liệu vẫn chưa có giải pháp khắc phục do diện tích vùng nguyên liệu bị cạnh tranh và năng suất mía đạt mức thấp.** Lượng mía hiện nay chỉ đáp ứng được khoảng hơn 60% tổng công suất thiết kế của các nhà máy sản xuất đường. Trong điều kiện đất nông nghiệp ngày càng bị thu hẹp cùng với cạnh tranh ở mức cao về đất trồng trọt giữa các loại cây trồng và đất chăn nuôi, đất trồng mía cũng không nằm ngoài bối cảnh trên dẫn đến việc mở rộng vùng nguyên liệu là một bài toán rất nan giải. Trong các năm trở lại đây tổng diện tích trồng mía ở Việt Nam chỉ xung quanh mức từ 250 đến 270 nghìn ha. Năng suất mía ở Việt Nam hiện nay chỉ đạt bình quân khoảng 40 tấn/ha là mức rất thấp so với trung bình 70 tấn/ha trên thế giới. Những nguyên nhân chủ yếu dẫn đến năng suất mía thấp là điều kiện thời tiết thất thường, giống mía không tốt, quy mô các hộ trồng mía nhỏ, manh mún và kỹ thuật công nghệ trồng trọt vẫn đa số là thủ công.
- ❑ **Sức cạnh tranh yếu khi hội nhập yếu do hiệu quả sản xuất thấp.** Hiện nay, quy mô các đơn vị sản xuất đường nhỏ dẫn đến hiệu quả sản xuất thấp. Theo các nghiên cứu ngành đường trên thế giới, quy mô tối thiểu để đạt hiệu quả kinh tế của một nhà máy đường trên thế giới vào khoảng 6.000 - 7.000 tấn mía/ngày. Tại Việt Nam hiện nay có 44 nhà máy sản xuất đường, trung bình quy mô ép mía của một nhà máy chỉ đạt rất thấp ở mức 2.403 tấn mía/ngày. Quy mô bình quân của các nhà máy đường tại Thái Lan vào khoảng 12.000 tấn mía/ngày, tại Úc là 10.000 tấn mía/ngày. Toàn ngành hiện chỉ có 5 nhà máy đạt quy mô trên 6000 tấn, còn lại là các nhà máy có công suất thiết kế nhỏ nên nhìn chung hoạt động sản xuất đường ở Việt Nam đạt hiệu quả thấp.

- ❑ **Ngành mía đường vẫn được Chính phủ bảo hộ thông qua hạn ngạch nhập khẩu.** Ngành mía đường Việt Nam hiện vẫn đang được Chính phủ bảo hộ thông qua chính sách thuế và hạn ngạch nhập khẩu. Từ năm 2010, hàng rào thuế nhập khẩu tất cả các loại đường đã giảm từ 10% xuống 5% trong hạn ngạch theo cam kết CEPT/AFTA, và hạn ngạch là 55 nghìn tấn/năm. Thuế nhập khẩu ngoài hạn ngạch ở mức rất cao từ 80% đến 100%. Theo cam kết WTO mỗi năm hạn ngạch sẽ được mở rộng thêm 5%.

Do vậy, trong dài hạn, khi những hàng rào bảo hộ được dỡ bỏ hoàn toàn thì các công ty trong ngành mía đường Việt Nam sẽ chịu áp lực cạnh tranh lớn từ đường nhập khẩu, đặc biệt là đường Thái Lan.

Khuyến nghị đầu tư. Giá đường thế giới và trong nước trong những tháng cuối năm 2010 và cả năm 2011 được đánh giá sẽ tiếp tục ở mức cao. Với mức định giá P/E 4 quý gần nhất bình quân của các công ty đường hiện nay ở mức 4,45 lần là rất hấp dẫn so với P/E trung bình của các doanh nghiệp cùng ngành ở các nước sản xuất đường lớn như Thái Lan, Ấn Độ và Trung Quốc là 12,67 lần. Tuy nhìn một cách tổng quan trong dài hạn ngành đường Việt Nam có khá nhiều hạn chế nhưng đây lại chính là cơ hội cho những Công ty có quy mô sản xuất lớn và vùng nguyên liệu ổn định. Chúng tôi khuyến nghị đầu tư với cổ phiếu LSS của CTCP Mía đường Lam Sơn (Lasuco).

NGÀNH THỦY SẢN

Ngành xuất khẩu thủy sản Việt Nam đã có sự phục hồi đáng kể sau khủng hoảng, 8 tháng đầu năm Việt Nam đã xuất khẩu trên 843 nghìn tấn thủy sản, kim ngạch đạt trên 3 tỷ USD, tăng 12% về khối lượng và 15% về giá trị so với cùng kì năm 2009. Bên cạnh đó, ngành thủy sản nói riêng cũng như các ngành xuất khẩu chủ đạo được hưởng lợi từ chính sách tỷ giá của NHNN. Dự kiến những tháng cuối năm 2010 và 2011, ngành xuất khẩu thủy sản sẽ duy trì được sự tăng trưởng này nhờ vào đà hồi phục kinh tế trên thế giới.

Các vấn đề của ngành vẫn tiếp tục là sự cạnh tranh nội bộ ngành, khó khăn về nguyên liệu, chi phí sản xuất tăng do giá thức ăn tăng cao và các rào cản kỹ thuật cũng như thuế chống bán phá giá tại các thị trường.

Ngành Tôm vẫn đang trên đà phát triển thuận lợi. 8 tháng đầu năm 2010, Việt Nam xuất khẩu gần 140 nghìn tấn tôm, kim ngạch xuất khẩu đạt 1.177 triệu USD, tăng 13,9% về lượng và 19,9% về giá trị. Giá xuất khẩu trung bình tăng 5%. Hiện tại, tôm sú vẫn là mặt hàng chủ lực của ngành tôm Việt Nam, chiếm khoảng 67% lượng tôm xuất khẩu. Điều này mang lại lợi thế thị trường ngách cho ngành tôm Việt Nam do các nước xuất khẩu tôm lớn như Thái Lan, Ấn Độ, Trung Quốc tập trung sản xuất tôm thẻ.

Theo chúng tôi đánh giá, do sự thiếu hụt nguồn cung do mất mùa tại các nước nuôi tôm chính và sự phục hồi chậm từ sản lượng đánh bắt tại vịnh Mehico, giá tôm vẫn giữ xu hướng tăng trong thời gian tới.

Các thị trường tiêu thụ tôm Việt Nam vẫn khá ổn định, bên cạnh đó mùa nguyên liệu và mùa tiêu thụ của các thị trường lớn tập trung vào thời điểm cuối năm nên sản lượng xuất khẩu 6 tháng cuối năm 2010 sẽ cao hơn những tháng đầu năm. Năm 2011 vẫn là sẽ là một năm thuận lợi của ngành tôm

Rủi ro của các doanh nghiệp xuất khẩu tôm Việt Nam là vấn đề đảm bảo số lượng và chất lượng nguyên vật liệu. Các doanh nghiệp chế biến xuất khẩu tôm có mức chủ động nguyên liệu thấp, chỉ khoảng 10%, điều này sẽ gây cho doanh nghiệp nhiều khó khăn về đảm bảo chất lượng và số lượng nguyên vật liệu.

Ngành cá tra chưa có những yếu tố tích cực trong ngắn hạn. 8 tháng đầu năm 2010, xuất khẩu cá tra đạt hơn 416 tấn, kim ngạch xuất khẩu đạt 894 triệu USD, tăng 7,5% về lượng và 2,7% về kim ngạch.

Như vậy giá xuất khẩu cá tra trung bình 8 tháng đầu năm giảm khoảng 4% so với cùng kì năm 2009. Điều này là do sự cạnh tranh nội bộ giữa các doanh nghiệp trong ngành làm giảm giá bán. Xu hướng này sẽ còn tiếp tục trong thời gian tới khiến giá xuất khẩu trung bình chưa thể thoát khỏi xu thế giảm.

Về thị trường xuất khẩu, cá tra Việt Nam đang khó khăn ở thị trường truyền thống như Mỹ (chiếm 11% kim ngạch xuất khẩu cá tra VN) do xu hướng bảo hộ ở thị trường này (thuế chống bán phá giá, đạo luật Farmbill). Trong những tháng cuối năm 2010 và đầu năm 2011, các doanh nghiệp Việt Nam có thể sẽ giảm xuất khẩu thị trường Mỹ để hạn chế rủi ro.

Sự suy giảm thị trường Mỹ có thể được bù đắp bởi thị trường mới như Châu Phi, EU, Đông Nam Á..., Tuy nhiên, hiệu quả của các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra sẽ không được cải thiện do giá xuất khẩu tại các thị trường này thường thấp hơn thị trường Mỹ trong khi chi phí sản xuất liên tục tăng.

Nhìn chung, chúng tôi ko thật sự đánh giá cao ngành cá tra trong thời điểm hiện tại. Tuy nhiên, về dài hạn những doanh nghiệp lớn với khả năng kiểm soát chất lượng nguyên vật liệu đầu vào sẽ có thể đứng vững và chiếm lĩnh thị phần trong khi những doanh nghiệp nhỏ, không chủ động nguyên liệu và cạnh tranh bằng giá sẽ khó tồn tại.

Khuyến nghị đầu tư. Hiện nay, P/E 4 quý gần nhất của ngành thủy sản ở mức 7x, thấp hơn P/E bình quân thị trường 30% (P/E thị trường là 10x). Mức P/E thấp đã phản ánh những rủi ro tiềm ẩn của ngành. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá vẫn có nhiều cơ hội đầu tư vào ngành, đặc biệt là vào các doanh nghiệp lớn có thể kiểm soát được số lượng và chất lượng nguyên vật liệu đầu vào. Chúng tôi khuyến nghị mua với cổ phiếu MPC và VHC.

NGÀNH NGÂN HÀNG

Năm 2010 là một năm khá khó khăn với các ngân hàng.

- ❑ **Thứ nhất, tín dụng toàn ngành tăng trưởng chậm.** Tính đến tháng 9/2010, tín dụng toàn ngành tăng 18%, khá thấp so với cùng kỳ năm ngoái là 28%. Mức tăng trưởng tín dụng thấp là do mặt bằng lãi suất VND hiện đang duy trì phổ biến từ 12-15%, khá cao so với khả năng sinh lời của rất nhiều doanh nghiệp nên doanh nghiệp hạn chế vay vốn.
- ❑ **Chênh lệch lãi suất đầu vào đầu ra khá hẹp.** Chênh lệch cho vay bằng VND ở khoảng 1.5%- 2%. Đối với cho vay bằng ngoại tệ, chênh lệch đầu vào đầu ra rộng hơn (khoảng 2.5%) tuy nhiên cũng bắt đầu bị thu hẹp khi từ cuối tháng 7, các ngân hàng lần lượt tăng lãi suất huy động bằng USD, một mặt nhằm đáp ứng nhu cầu vay ngoại tệ, một mặt nhằm tăng tổng huy động nhằm đáp ứng các yêu cầu về tỷ lệ cho vay/tổng huy động của thông tư 13/2010/TT-NHNN.
- ❑ **Các nguồn thu khác ngoài lãi cũng giảm so với cùng kỳ năm ngoái.** Theo số liệu tổng hợp từ 5 ngân hàng lớn nhất tại 30.9.2010:

Thu nhập ròng từ phí dịch vụ giảm 10%, trong đó thu phí sản vàng không còn do sự kiện sản vàng bị đóng cửa, thu phí môi giới của các công ty chứng khoán cũng giảm so với năm ngoái, đồng thời do tín dụng tăng trưởng chậm nên các phí dịch vụ tính kèm trên hoạt động cho vay cũng bị ảnh hưởng.

Thu từ kinh doanh vàng và ngoại tệ giảm do chênh lệch đầu ra đầu vào ngoại tệ không nhiều, cùng với quy định ko cho phép kinh doanh vàng trên tài khoản quốc tế đã khiến nhiều ngân hàng có thể mạnh về kinh doanh vàng và ngoại tệ như ACB, EIB, VCB đều bị ảnh hưởng. Trong 9 tháng đầu năm, ước tính nguồn thu này của 4 ngân hàng trên sụt giảm 30% so với cùng kỳ năm ngoái.

Thu từ kinh doanh chứng khoán và mua bán chứng khoán đầu tư cũng giảm mạnh, ước tính 5 ngân hàng lớn nhất, nguồn thu này giảm 30% so với cùng kỳ 2009.

- ❑ **Do các hoạt động khác gặp khó khăn, thu lãi là nguồn thu chính cho các ngân hàng.** Tỷ trọng đóng góp của nguồn thu từ lãi vào tổng thu nhập hoạt động kinh doanh của các ngân hàng tăng lên đáng kể: ACB tăng từ 56% lên 78%, Vietcombank tăng từ 74% lên 78%, EIB tăng từ 82% lên 88%.

Diễn biến giá cổ phiếu ngân hàng so với VNIndex:

- ❑ **Tính từ đầu năm đến cuối tháng 9, giá cổ phiếu của các ngân hàng đi sau VNIndex** (VNIndex giảm 15%, trong khi các cổ phiếu ACB giảm 29%, EIB giảm 31%, VCB giảm 25%, CTG giảm 30%, STB giảm 24%).

Các ngân hàng có quy mô vốn lớn dẫn tới cổ phiếu ngành khá loãng, tất cả các ngân hàng đều có kế hoạch tăng vốn mạnh, từ 30% - 40%, tiếp tục làm tăng cung cổ phiếu của ngành và giảm nguồn tiền của nhà đầu tư.

Nhưng khó khăn trong hoạt động kinh doanh của ngành khiến nhiều ngân hàng lợi nhuận của ngân hàng năm nay khó có đột biến. Bên cạnh đó, rủi ro chung từ nền kinh tế và các chính sách vĩ mô khó lường đoán trước và có thể ảnh hưởng trực tiếp tới hoạt động của ngân hàng cũng khiến các nhà đầu tư còn e ngại.

Khuyến nghị đầu tư. Về ngắn hạn, chúng tôi đánh giá ngành ngân hàng vẫn còn tiềm ẩn một số khó khăn khi kết quả kinh doanh khó có thể có đột biến và còn nhiều ngân hàng đứng trước áp lực tăng vốn. Tuy nhiên, về dài hạn, chúng tôi đánh giá ngành ngân hàng vẫn còn rất nhiều tiềm năng tăng trưởng, đặc biệt đối với mảng cho vay doanh nghiệp vừa và nhỏ và bán lẻ. Dự báo tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của các ngân hàng trong thời gian tới duy trì ở mức 13%-15%/năm đến năm 2015. Những quy định mới trong các hoạt động của ngân hàng (như thông tư 13) có thể gây khó khăn trước mắt song về dài hạn lại giúp đảm bảo sự tăng trưởng an toàn và bền vững hơn cho cả ngành. Hiện nay các cổ phiếu ngành ngân hàng đang được giao dịch ở mức khá rẻ, P/E từ khoảng 7-11 lần,

P/B dao động từ 0.9%-2 lần, một số ngân hàng như EIB đang được giao dịch dưới giá trị sổ sách. Chúng tôi cho rằng đây là thời điểm có thể xem xét đầu tư một số cổ phiếu ngân hàng có hiệu quả cao, hoạt động an toàn và tiềm năng tăng trưởng tốt như Vietcombank, ACB và Eximbank.

NGÀNH SẢN XUẤT ỨNG NHỰA

Ngành còn nhiều tiềm năng tăng trưởng về dài hạn. Ngành sản xuất ứng nhựa có mối liên hệ chặt chẽ với hoạt động xây dựng cơ sở hạ tầng, hệ thống đô thị và nhà ở, đầu ra của ngành do vậy luôn được đảm bảo bởi nhu cầu về xây dựng dân dụng và hạ tầng của Việt Nam trong tương lai là rất lớn. Đây là ngành tương đối hấp dẫn với tốc độ tăng trưởng nhu cầu trung bình mỗi năm khoảng 27,8%.

Thị trường ứng nhựa bị chi phối bởi một số doanh nghiệp dẫn đầu. Thị trường ứng nhựa có sự phân hóa rõ rệt theo vùng miền rõ rệt, theo đó Nhựa Tiền Phong chiếm lĩnh thị phần chi phối tại miền Bắc với khoảng 65%, BMP chiếm lĩnh thị trường phía Nam khoảng 50% thị phần.

Khả năng điều tiết giá bán đầu ra khi giá đầu vào thay đổi. Nhờ chiếm lĩnh thị phần chi phối nên một số công ty đầu ngành có khả năng điều tiết giá bán đầu ra khi giá đầu vào thay đổi. Rủi ro về biến động giá nguyên liệu luôn là rủi ro lớn nhất của các công ty sản xuất ứng nhựa bởi chi phí hạt nhựa chiếm khoảng 75% giá thành sản xuất, những thay đổi về giá nguyên liệu do vậy sẽ có ảnh hưởng trọng yếu tới kết quả kinh doanh của các công ty.

Khuyến nghị đầu tư. Trong các cổ phiếu ngành nhựa, chúng tôi đặc biệt quan tâm tới 2 cổ phiếu NTP và BMP. Đây là 2 công ty dẫn đầu thị trường ứng nhựa, có thương hiệu uy tín và khả năng mở rộng thị trường tốt. Kết quả kinh doanh năm 2010 của NTP và BMP đều rất khả quan, lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 400 tỷ đồng và 247 tỷ đồng, tương đương với EPS đạt 18.474 đồng/cổ phần và 7.018 đồng/cổ phần.

Xét về tương quan giữa 2 cổ phiếu thì chúng tôi cho rằng NTP đang được giao dịch ở mức rẻ hơn (P/E khoảng 4,45 lần) so với BMP (P/E khoảng 7,03 lần). Quy mô sản lượng của NTP cũng cao hơn BMP 10%, trong khi đó thị trường tiêu thụ của BMP tại phía Nam phải đối mặt với sự cạnh tranh cao hơn thị trường miền Bắc của NTP. Giá bán đầu ra của NTP thường cao hơn BMP từ 12%-18% làm cho biên lợi nhuận gộp của NTP cao hơn BMP từ 3%-7%. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu BMP ở mức giá **66.500 đồng/cổ phần** và **MUA MẠNH** đối với cổ phiếu NTP ở mức giá **164.300 đồng/cổ phần**.

NGÀNH PHÂN ĐẠM

Nguồn cung phân đạm bắt đầu dư thừa từ năm 2010. Tổng nhu cầu phân đạm trên cả nước khoảng 2 triệu tấn/năm. Hiện nay khoảng 50% nhu cầu vẫn phải được nhập khẩu do trong nước chỉ có 2 nhà máy sản xuất là Đạm Phú Mỹ và Đạm Hà Bắc với tổng công suất 920.000 tấn/năm. Tuy nhiên từ năm 2012 trở đi, một số nhà máy sản xuất phân đạm sẽ bắt đầu đi vào hoạt động khiến nguồn cung trong nước bắt đầu dư thừa từ 200.000 - 400.000 tấn/năm.

Khuyến nghị đầu tư. Trong các cổ phiếu ngành phân đạm, chúng tôi đặc biệt chú ý tới cổ phiếu DPM của Tổng Công ty cổ phần phân bón và hóa chất Dầu khí. Công ty đang chiếm lĩnh thị trường phân urea trong nước với khoảng 50% thị phần. Trong ngắn hạn, kết quả kinh doanh quý 4/2010 và cả năm 2010 và 2011 rất khả quan nhờ máy móc thiết bị khấu hao hết trong tháng 10/2010. Chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của DPM có thể tăng trưởng khoảng 23% trong năm 2010 và 42% trong năm 2011. Mức giá đang giao dịch hiện tại tương đương với P/E 2010 của DPM ở mức 7,39 lần, đây là mức khá hấp dẫn đối với một cổ phiếu blue chip. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DPM trong ngắn hạn.

Tuy nhiên về dài hạn, hoạt động sản xuất kinh doanh của DPM có thể không thuận lợi từ năm 2012 do nguồn cung phân đạm bắt đầu dư thừa, đồng thời hoạt động kinh doanh của DPM tiềm ẩn một số rủi ro liên quan tới việc đưa dự án nhà máy Đạm Cà Mau đi vào hoạt động. Trong cả 2 trường hợp: DPM thực hiện việc bao tiêu đầu ra cho Nhà máy Đạm Cà Mau hay 2 công ty trở thành các đối thủ cạnh tranh trực tiếp thì đều có ảnh hưởng đáng kể tới sản lượng của DPM do nguồn cung dư thừa từ 200.000 - 400.000 tấn/năm. Do đó chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu DPM. Mức giá hợp lý đối với cổ phiếu DPM chúng tôi xác định vào khoảng **38.100 đồng/cổ phần**.

NGÀNH CAO SU TỰ NHIÊN

Khả quan trong ngắn hạn. Năm 2010, kết quả kinh doanh của các công ty cao su sẽ rất lạc quan (lợi nhuận tăng trưởng trung bình khoảng 50% so với năm 2009) nhờ sự tăng giá mạnh của cao su tự nhiên. Với mức giá thị trường hiện nay, P/E trung bình của ngành cao su tự nhiên hiện nay khá hấp dẫn, khoảng 7 lần.

Sản lượng sẽ không có nhiều sự tăng trưởng trong trung hạn. Giai đoạn 2010-2014 là thời kỳ các công ty cao su cơ cấu lại vườn cây làm cho sản lượng bị sụt giảm nhẹ. Phần sản lượng thiếu hụt có thể được bù đắp bởi hoạt động mua ngoài, tuy nhiên hiệu quả không cao do biên lợi nhuận trung bình chỉ khoảng 2%. Tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất cao su tự nhiên trong giai đoạn này do vậy sẽ phụ thuộc chủ yếu vào sự tăng giá bán cao su.

Giá cao su đang ở mức cao và khó có thể giữ được mặt bằng này trong các năm tới. Nguyên nhân làm cho giá cao su tự nhiên trong năm 2010 tăng lên mức rất cao là do điều kiện thời tiết bất lợi ở các nước sản xuất cao su lớn khiến nguồn cung suy giảm mạnh. Khi cung cầu trở về cân bằng, giá cao su bị điều chỉnh giảm sẽ là điều tất yếu. Theo dự báo của IRSG, sản lượng khai thác cao su tự nhiên trên thế giới năm 2011 có thể đạt 11 triệu tấn, khá cân bằng so với nhu cầu tiêu thụ (khoảng 10,9 triệu tấn). Do đó, nếu không có yếu tố bất thường về điều kiện thời tiết, giá cao su tự nhiên có thể sẽ có sự tăng trưởng âm trong năm 2011, điều này sẽ ảnh hưởng tới lợi nhuận của các công ty cao su.

Kỳ vọng đối với sự tăng trưởng của các công ty cao su niêm yết sẽ xảy ra sau năm 2014 khi dự án trồng cao su bắt đầu đưa vào khai thác. Cả PHR và DPR đều đang thực hiện các dự án trồng mới vườn cây cao su tại Campuchia. Tổng diện tích trồng cao su của DPR khi các dự án hoàn thành có thể đạt khoảng 15.800 ha, gấp gần 1,6 lần so với diện tích hiện nay, thời gian bắt đầu đưa vào khai thác dự kiến bắt đầu kể từ năm 2014. PHR cũng đang tiến hành đầu tư dự án trồng 8.500 ha cao su tại Campuchia. Tổng vốn đầu tư của dự án là 935 tỷ đồng, dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2013 và có thể bắt đầu đưa vào khai thác từ năm 2015. Diện tích khai thác có thể đạt 19.800 ha vào năm 2019, gấp 1,7 lần so với diện tích khai thác hiện tại. Chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng sản lượng khai thác trung bình trong giai đoạn 2015-2019 của DPR là 6%/năm và của PHR là 11%/năm.

Khuyến nghị đầu tư. Chúng tôi có quan điểm khá thận trọng đối với ngành cao su tự nhiên trong trung hạn bởi 2 lý do:

- ❑ Thứ nhất, sản lượng của các công ty cao su có thể không có sự tăng trưởng trong giai đoạn 2010-2014 do cơ cấu lại vườn cây.
- ❑ Thứ hai, giá cao su có thể giảm khi cung cầu cao su trở lại mức cân bằng.

Trong các doanh nghiệp sản xuất cao su tự nhiên niêm yết hiện tại, DPR và PHR là 2 doanh nghiệp có quy mô lớn nhất và có tiềm năng tăng trưởng tốt về doanh thu và lợi nhuận khi các dự án mở rộng vườn cây bên Campuchia bắt đầu được đưa vào khai thác. Tuy nhiên, trên quan điểm thận trọng về ngành, chúng tôi chỉ khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với các cổ phiếu này.

NGÀNH THÉP

Ngành có tốc độ và tiềm năng tăng trưởng cao. Tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ bình quân trong giai đoạn 2000-2008 đạt gần 15%/năm, cao hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng trung bình của thế giới là 5,7%/năm. Với tốc độ đô thị hóa và công nghiệp hóa của như hiện nay, ước tính trong vòng 5 năm tới, ngành thép có thể duy trì tốc độ tăng trưởng trên 10%/năm.

Rủi ro cao do chưa chủ động được nguyên vật liệu đầu vào. Ngành thép bị phụ thuộc rất lớn vào nguyên vật liệu nhập khẩu. Hiện ngành mới chỉ chủ động được 60% nhu cầu phôi phục vụ cho sản xuất thép cán. Nguyên liệu chính để sản xuất phôi thép là thép phế cũng được nhập khẩu tới 70%. Sự phụ thuộc vào nguyên vật liệu nhập khẩu khiến giá thép trong nước biến động chặt chẽ với giá thép thế giới và gây nên rủi ro rất lớn cho các doanh nghiệp thép trong nước. Nếu nhận định sai thị trường và đẩy mạnh nhập nguyên liệu đúng lúc giá cao sau đó giá thép trong nước giảm mạnh thì các doanh nghiệp thép sẽ có khả năng thua lỗ cao.

Lợi thế thuộc về những doanh nghiệp có quy mô sản xuất lớn. Ngành thép có sự phân hóa khá rõ rệt về năng lực sản xuất và khả năng tiêu thụ của các doanh nghiệp trong ngành. Trong khi các doanh nghiệp có quy mô sản xuất lớn như Hòa Phát, Pomina, Vinakyo, TISCO,... luôn phải hoạt động hết công suất mới đáp ứng được nhu cầu tiêu thụ thì các nhà máy nhỏ hơn chỉ hoạt động ở mức trung bình (hiệu suất sử dụng của toàn ngành chỉ đạt khoảng 60% đối với thép xây dựng, 40% với phôi thép). Ngoài ra, nếu tính riêng 5 doanh nghiệp thép lớn nhất đã chiếm khoảng 54% thị phần cả nước.

Khuyến nghị đầu tư. Trong các công ty sản xuất thép đang hoạt động tại Việt Nam, chúng tôi đánh giá cao hơn hẳn 2 công ty là Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HPG) và Công ty Cổ phần thép Pomina. Đây là các doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng tốt; công nghệ sản xuất hiện đại; quy mô sản xuất lớn; đặc biệt là khả năng tự chủ cao về nguyên vật liệu đầu vào. Xét về tương quan giữa 2 cổ phiếu HPG và POM, chúng tôi đánh giá Hòa Phát tốt hơn về khả năng chủ động nguyên vật liệu đầu vào, hơn nữa Pomina còn chịu rủi ro từ biến động tỷ giá khá lớn do các khoản vay nợ bằng ngoại tệ. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu POM ở mức giá **46.700 đồng/cổ phần** và **MUA MẠNH** đối với cổ phiếu HPG ở mức giá **47.530 đồng/cổ phần**.

NGÀNH DƯỢC PHẨM

Tăng trưởng doanh thu có thể duy trì ở mức 15-20%/năm. Do mức tiêu dùng bình quân đầu người dược phẩm của Việt Nam hiện mới đạt 19,6USD thấp hơn sơ với bình quân thế giới (113 USD) do đó tiềm năng tiêu dùng thuốc của người dân dự báo sẽ còn tăng trong các năm tới. Tuy nhiên, ngành dược dự báo sẽ tăng trưởng ổn định ở mức 15-20%/năm do mức tiêu thụ dược phẩm sẽ tăng dần qua các năm.

Năng lực sản xuất sản phẩm tăng nhanh do một số doanh nghiệp xây dựng nhà máy mới. Một số doanh nghiệp dược trong ngành đang thực hiện kế hoạch xây dựng nhà máy mới nhằm nâng cao quy mô sản xuất sau giai đoạn trì hoãn năm 2009. DHG dự kiến xây dựng thêm nhà máy mới tại Hậu Giang nâng công suất lên 6 tỷ đơn vị sản phẩm vào năm 2012, gấp đôi công suất hiện tại. OPC xây dựng nhà máy mới tại Bình Dương cũng có công suất gấp đôi. DVD đang đi vào hoạt động nhà máy Lili of France tại Bắc Ninh với quy mô 2 tỷ đơn vị sản phẩm. Với quy mô công suất dự kiến tăng mạnh sẽ giúp các doanh nghiệp Dược trong nước mở rộng thị phần (hiện các công ty nước ngoài chiếm khoảng 50% thị phần Dược phẩm tại Việt Nam).

Rủi ro lớn nhất trong ngành là giá nguyên vật liệu nhập khẩu đầu vào. Do ngành Dược trong nước hiện phải nhập khẩu đến 80% nguyên liệu đầu vào cho sản xuất. Do đó, rủi ro biến động giá cả nguyên vật liệu đầu vào sẽ có tác động đến hiệu quả hoạt động của các công ty trong ngành. Tuy nhiên, đối với các doanh nghiệp lớn trong ngành thì rủi ro này là không lớn do có thể điều chỉnh được giá bán đầu ra nếu có sự biến động lớn giá nguyên vật liệu đầu vào.

Khuyến nghị đầu tư. Chúng tôi chia ngành Dược theo các sản phẩm đông dược và tân dược. Trong nhóm tân dược niêm yết hiện nay, chúng tôi thích nhất và khuyến nghị **MUA** cổ phiếu DHG do là doanh nghiệp đầu ngành, hệ thống phân phối đứng đầu, tăng công suất nhà máy gấp đôi cuối năm 2012 và tăng trưởng ổn định 20%/năm. Trong nhóm đông dược, chúng tôi thích nhất cổ phiếu OPC và khuyến nghị **MUA** do tăng công suất nhà máy gấp đôi từ năm 2012, dự án xây dựng chung cư tại Q6, TpHCM khởi công cuối năm 2012 và tăng trưởng ổn định 10-15%/năm.

CHUYÊN MỤC CÔNG TY

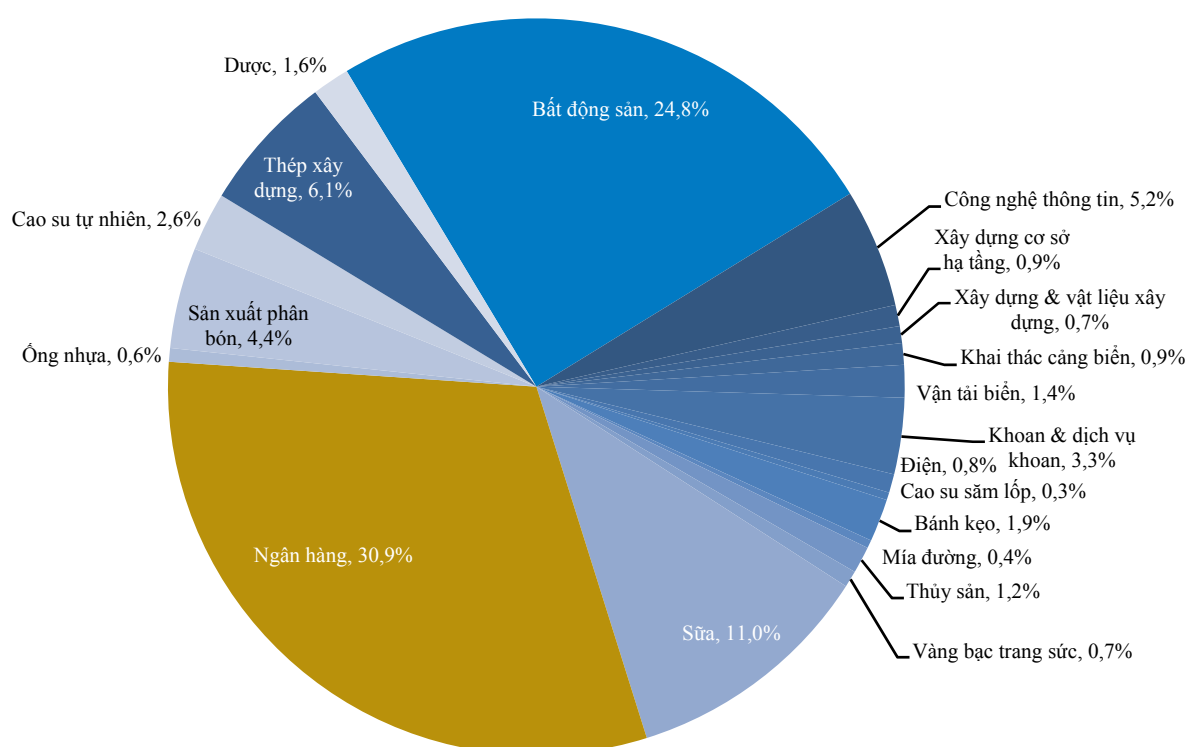
Danh sách các Công ty thực hiện báo cáo phân tích				
Công ty	ICB cấp 1	ICB cấp 2	Phân ngành theo BVSC	Vốn hóa (tỷ VND)
BCI	Bất động sản	Bất động sản	Bất động sản	2.529
HAG	Bất động sản	Bất động sản	Bất động sản	23.361
HDG	Bất động sản	Bất động sản	Bất động sản	1.681
ITC	Bất động sản	Bất động sản	Bất động sản	1.354
KDH	Bất động sản	Bất động sản	Bất động sản	2.093
NTL	Bất động sản	Bất động sản	Bất động sản	1.984
QCG	Bất động sản	Bất động sản	Bất động sản	3.333
REE	Bất động sản	Bất động sản	Bất động sản	2.639
SDU	Bất động sản	Bất động sản	Bất động sản	718
SJS	Bất động sản	Bất động sản	Bất động sản	5.650
TDH	Bất động sản	Bất động sản	Bất động sản	1.087
VIC	Bất động sản	Bất động sản	Bất động sản	23.796
CMG	Công nghệ	Công nghệ phần mềm & dịch vụ tin học	Công nghệ thông tin	1.163
FPT	Công nghệ	Công nghệ phần mềm & dịch vụ tin học	Công nghệ thông tin	13.428
CII	Công nghiệp	Xây dựng & vật liệu xây dựng	Xây dựng cơ sở hạ tầng	2.605
CTD	Công nghiệp	Xây dựng & vật liệu xây dựng	Xây dựng & vật liệu xây dựng	2.075
GMD	Công nghiệp	Hàng hóa & dịch vụ công nghiệp	Khai thác cảng biển	2.652
PVT	Công nghiệp	Hàng hóa & dịch vụ công nghiệp	Vận tải biển	2.466
VOS	Công nghiệp	Hàng hóa & dịch vụ công nghiệp	Vận tải biển	1.526
PVD	Dầu khí	Thiết bị dịch vụ và phân phối dầu khí	Khoan & dịch vụ khoan	9.368
VSH	Dịch vụ công cộng	Dịch vụ công cộng	Điện	2.289
CSM	Hàng hóa tiêu dùng	Ô tô & phụ tùng	Cao su sẫm lốp	936
KDC	Hàng hóa tiêu dùng	Thực phẩm & đồ uống	Bánh kẹo	5.263
LSS	Hàng hóa tiêu dùng	Thực phẩm & đồ uống	Mía đường	987
MPC	Hàng hóa tiêu dùng	Thực phẩm & đồ uống	Thủy sản	2.079
PNJ	Hàng hóa tiêu dùng	Bán lẻ	Vàng bạc trang sức	2.052
VHC	Hàng hóa tiêu dùng	Thực phẩm & đồ uống	Thủy sản	1.203
VNM	Hàng hóa tiêu dùng	Thực phẩm & đồ uống	Sữa	30.890
ACB	Tài chính ngân hàng	Ngân hàng	Ngân hàng	24.152
CTG	Tài chính ngân hàng	Ngân hàng	Ngân hàng	25.858
EIB	Tài chính ngân hàng	Ngân hàng	Ngân hàng	14.679
VCB	Tài chính ngân hàng	Ngân hàng	Ngân hàng	46.019
BMP	Vật liệu cơ bản	Hóa chất	Ống nhựa	1.665
NTP	Vật liệu cơ bản	Hóa chất	Ống nhựa	1.790
DPM	Vật liệu cơ bản	Hóa chất	Sản xuất phân bón	12.393
DPR	Vật liệu cơ bản	Hóa chất	Cao su tự nhiên	2.494
PHR	Vật liệu cơ bản	Hóa chất	Cao su tự nhiên	2.997
TRC	Vật liệu cơ bản	Hóa chất	Cao su tự nhiên	1.725
HPG	Vật liệu cơ bản	Tài nguyên	Thép xây dựng	11.487
POM	Vật liệu cơ bản	Tài nguyên	Thép xây dựng	5.511
DHG	Y tế	Y tế	Dược	3.012
DVD	Y tế	Y tế	Dược	1.569
Tổng mức vốn hóa:				279.897

THỐNG KÊ THEO TỶ TRỌNG VỐN HÓA

- Tổng số công ty: 42.
- Tổng mức vốn hóa: 279.897 tỷ đồng.
- % vốn hóa theo VN-Index: 54,9%.

Danh sách vốn hóa theo ngành		
Vốn hóa theo ngành	% Index	% cơ cấu
Bất động sản	13,6%	24,8%
Công nghệ thông tin	2,9%	5,2%
Xây dựng cơ sở hạ tầng	0,5%	0,9%
Xây dựng & vật liệu xây dựng	0,4%	0,7%
Khai thác cảng biển	0,5%	0,9%
Vận tải biển	0,8%	1,4%
Khoan & dịch vụ khoan	1,8%	3,3%
Điện	0,4%	0,8%
Cao su sẫm lốp	0,2%	0,3%
Bánh kẹo	1,0%	1,9%
Mía đường	0,2%	0,4%
Thủy sản	0,6%	1,2%
Vàng bạc trang sức	0,4%	0,7%
Sữa	6,1%	11,0%
Ngân hàng	17,0%	30,9%
Ống nhựa	0,3%	0,6%
Sản xuất phân bón	2,4%	4,4%
Cao su tự nhiên	1,4%	2,6%
Thép xây dựng	3,3%	6,1%
Dược	0,9%	1,6%

Cơ cấu vốn hóa theo ngành



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	35.000
Giá thấp nhất 52 tuần	35.000
Giá cao nhất 52 tuần	57.700
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	2.529
SL cổ phiếu lưu hành	72.267.000
KLGD bình quân 10 ngày	14.767

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	2.975	3.255
Vốn chủ sở hữu	1.191	1.471
Tổng doanh thu	441,2	900
Lợi nhuận sau thuế	207,3	280

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	-8,8%	104%
Tăng trưởng LNST	65,3%	35%
Tăng trưởng Tài sản	19,7%	9,4%
Tăng trưởng Vốn CSH	9,8%	23,5%
Tăng trưởng EPS	65,1%	1,4%
Lợi nhuận gộp biên	58%	47%
Lợi nhuận thuần biên	47%	31,1%
ROE	17,4%	19,0%
ROA	6,9%	8,6%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	3.819	3.874
P/E (lần)	9,2	9,6
P/B (lần)	1,5	1,8

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Lĩnh vực kinh doanh. BCI hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh BĐS và KCN, tập trung chủ yếu vào phân khúc trung bình. Hiện nay, BCI đã trở thành một trong những công ty BĐS có quỹ đất lớn nhất.

THÔNG TIN CẬP NHẬT

Doanh thu quý 2/2010 đạt 198,47 tỷ đồng, tăng 171,48% so với cùng kỳ năm 2009 (73,1 tỷ đồng), lũy kế doanh thu đến ngày 30/6/2010 đạt 277,95 tỷ đồng; lợi nhuận sau thuế trong quý 2 đạt 75,35 tỷ đồng, tăng 81,81% so với cùng kỳ năm 2009 (41,44 tỷ đồng), lũy kế lợi nhuận đến ngày 30/6/2010 đạt 109,33 tỷ đồng.

Ngày 26/07 là ngày giao dịch không hưởng quyền, phát hành thêm là 18.067.000 cổ phiếu, tỷ lệ thực hiện 3:1 (01 cổ phiếu được hưởng 01 quyền, 03 quyền được mua 01 cổ phiếu mới), giá phát hành 20.000 đồng/cổ phần tăng vốn lên 722 tỷ.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

BCI sở hữu quỹ đất lớn, giá vốn thấp, tỷ lệ đất sạch cao. BCI đang sở hữu quỹ đất hơn 821 ha đất, nằm tập trung chủ yếu ở 2 quận Bình Tân và Bình Chánh. Quỹ đất của công ty có giá vốn rẻ, được tích lũy từ khá lâu. Tỷ lệ đất sạch cao, chiếm hơn 50% quỹ đất là lợi thế của BCI trong việc triển khai các dự án cũng như lợi thế cho BCI khi nghị định 69 được áp dụng.

BCI tập trung hướng tới phân khúc thị trường trung bình. Hơn 80% dự án của BCI nằm ở phân khúc này. Đây là phân khúc có cầu thực nên khả năng bán hàng cao, từ đó tăng tính thanh khoản của nguồn vốn đầu tư. Do vậy chúng tôi đánh giá BCI ít bị ảnh hưởng bởi biến động của thị trường bất động sản.

Năm 2010, BCI đặt kế hoạch sẽ đạt khoảng 900 tỷ doanh thu và 280 tỷ lợi nhuận sau thuế, tăng 35% so với thực hiện của năm trước và mức cổ tức tối thiểu là 17%, lợi nhuận giữ lại 50.33 tỷ đồng (chiếm 17.98% lợi nhuận sau thuế). Doanh thu của BCI năm nay sẽ được đóng góp 60% từ dự án Phong Phú 4, khoảng 20% từ các dự án cũ và nguồn thu từ việc ghi nhận 100% doanh thu dự án Nhất Lan.

Năm 2011, 2012, BCI sẽ ghi nhận doanh thu và có dòng tiền về từ khá nhiều dự án lớn - tiếp tục ghi nhận doanh thu từ dự án Phong Phú 4 và từ các dự án mới là 11 A và KCN Phong Phú. Năm 2011, BCI đặt kế hoạch 400-450 tỷ lợi nhuận, chủ yếu đến từ việc kinh doanh 4 dự án BĐS là dự án Phong Phú 4, dự án 11A, An Lạc plaza, Tân Tạo 1... và KCN Phong Phú. Các dự án sẽ ghi nhận doanh thu lớn giai đoạn tiếp theo là dự án khu dân cư Phong Phú 2 (132 ha); khu dân cư Tân Tạo (320 ha),...

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

*Chúng tôi định giá BCI theo phương pháp NAV có mức giá khoảng 79.000 đồng/cổ phần và khuyến nghị **MUA MẠNH** với cổ phiếu BCI. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị này trên cơ sở BCI là một doanh nghiệp BĐS có quỹ đất lớn, tỷ lệ đất sạch cao, giá vốn thấp, hoạt động chủ yếu ở phân khúc trung bình ít chịu ảnh hưởng từ biến động thị trường BĐS. Thêm vào đó, BCI có nhiều dự án ghi nhận doanh thu vào năm 2011, 2012 cũng như quỹ dự án gởi đầu lớn trong giai đoạn 2013-2015.*

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	78.500
Giá thấp nhất 52 tuần	60.000
Giá cao nhất 52 tuần	91.300
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	22.963
SL cổ phiếu (cổ phiếu)	292.520.697
KLGD bình quân 10 ngày	162.628

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	12.196	14.454
Vốn chủ sở hữu	4.694	6.232
Doanh thu	4.370	8739
Lợi nhuận sau thuế	1.189	3.000

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng doanh thu	132%	100%
Tăng trưởng LNST	70%	152%
Tăng trưởng Tài Sản	37%	18%
Tăng trưởng Vốn CSH	26%	33%
Tăng trưởng EPS	13%	131%
Lợi nhuận gộp biên	46%	51%
Lợi nhuận thuần biên	40%	44%
ROE	25%	43%
ROA	10%	21%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	4.396	10.256
P/E (lần)	17,86	9,36
P/B (lần)	4,89	4,51

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Lĩnh vực kinh doanh. Xuất phát từ hoạt động khai thác, chế biến gỗ xuất khẩu, HAG chuyển sang hoạt động kinh doanh bất động sản, cao su, khoáng sản và thủy điện. Hiện nay, bất động sản đã trở thành lĩnh vực kinh doanh, đóng góp chủ yếu vào doanh thu và lợi nhuận của Công ty trong khi cao su, khoáng sản và thủy điện là những ngành mang lại sự tăng trưởng cao và dòng tiền ổn định cho công ty trong tương lai.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ
BẤT ĐỘNG SẢN

Sở hữu quỹ đất lớn, vị trí đẹp và giá vốn thấp. Tổng diện tích quỹ đất đang thi công và có kế hoạch thi công là 711.093 m², tương đương với 2,7 triệu m² diện tích sàn (trong đó 90% là đất tại TP HCM). Giá đất mua rẻ từ nhiều năm trước, một số dự án nằm tại những khu đất đẹp tại Sài Gòn.

Chi phí xây dựng thấp hơn so với thị trường 30%. Chi phí xây dựng của HAG công bố từ 4,5 đến 5 triệu đồng/m² thấp hơn so với bình quân thị trường hiện tại do quy trình quản lý chi phí tốt và khả năng cung cấp một số vật liệu cơ bản như đồ gỗ nội thất, đá lát...

Quỹ dự án lớn cho phép công ty có các dự án gói đầu trong những năm sau. Trong dài hạn từ 2010-2015 trung bình lợi nhuận sau thuế mang về từ bất động sản đạt 2.400 tỷ đồng/năm với phương án doanh nghiệp cung cấp.

Tuy nhiên chúng tôi cũng đưa ra một phương án tham khảo dựa trên mức trung bình của ngành về đơn giá xây dựng và mức giá bán căn hộ tối thiểu mà công ty có thể bán bình quân 1.000 USD/m². Với phương án đó, trung bình lợi nhuận sau thuế mang về trong 6 năm tới từ bất động sản đạt 1.200 tỷ đồng.

CAO SU

Chi phí đầu tư thấp. Chi phí để sản xuất 1 tấn cao su là 700\$ (đã bao gồm khấu hao, khai thác, bảo vệ, chăm sóc, chế biến) trong khi đó chi phí 1 tấn cao su của các công ty trong Tổng công ty cao su Việt Nam là 1.000 \$. Nguyên nhân chính do chi phí thuê đất hàng năm thấp (10 USD/ha/năm), chi phí mua đất thấp (5.000 USD/ha) và chi phí nhân công rẻ hơn so với Việt Nam.

Cây cao su tăng trưởng tốt và cho năng suất cao. Diện tích trồng cao su phân bổ bên Lào có khả năng tăng trưởng tốt hơn và cho lượng mù cao hơn so với Việt Nam. Theo dự kiến của HAG, năng suất của cây cao su đạt trung bình 2 tấn/ha so với năng suất trung bình 1,6 tấn/ha cây cao su ở Việt Nam. Nguyên nhân do chất lượng đất, vị trí địa lý và điều kiện thời tiết khí hậu thích hợp cho việc trồng cây Cao su.

Mang lại nguồn lợi nhuận cao và ổn định. Dự kiến bắt đầu mang về doanh thu và lợi nhuận từ năm 2012 và dự tính đạt công suất khai thác tối đa năm 2017 khi toàn bộ diện tích 51.000 ha trồng cao su được khai thác. Dự kiến, mảng hoạt động cao su sẽ mang về cho doanh nghiệp lợi nhuận sau thuế khoảng 3.100 tỷ đồng/năm.

Với phương án tham khảo giả định chi phí sản xuất 1 tấn cao su và năng suất khai thác bằng với trung bình các công ty Việt Nam, mảng hoạt động trên sẽ đem về lợi nhuận sau thuế bình quân 2.300 tỷ đồng/năm.

KHOÁNG SẢN

Trữ lượng lớn. Hiện tại HAG có tổng trữ lượng quặng sắt 60 triệu tấn (do doanh nghiệp tự khảo sát và công bố) phân bổ tại Lào 20 triệu tấn; Campuchia 30 triệu tấn và Tây nguyên, Thanh hóa 10 triệu tấn, trong đó có 4 mỏ tại Lào, Campuchia, Gia Lai và Kontum là mỏ lộ thiên.

Chi phí đầu tư thấp. Chi phí cho việc thăm dò khai thác và sản xuất quặng theo thông tin từ doanh nghiệp khoảng 25\$/tấn bao gồm: chi phí thăm dò, làm đường, kéo điện 20\$/tấn, chi phí đào 1\$/tấn, chi phí khấu hao máy móc 1\$/tấn, chi phí điện dưới 1\$/tấn và chi phí nhân công từ 1-2\$ tấn. Chi phí vận chuyển từ mỏ tại Gia Lai và Kontum ra cảng Quy Nhơn là 8\$/tấn và từ Lào đến cảng quy nhơn là 20\$ tấn. Như vậy tổng chi phí cho 1 tấn quặng của HAG khoảng 33\$ với các mỏ ở Việt Nam và 45\$ đối với các mỏ tại Lào và Campuchia.

Biên lợi nhuận cao Mức giá niêm yết tại thị trường Thượng Hải khoảng 120\$/ tấn quặng, HAG sẽ thu về khoản lợi nhuận 57\$/tấn khai thác tại Việt Nam và 45\$/tấn khai thác tại Lào và Campuchia. Năm 2011, khi đi vào khai thác ổn định với công suất 1 triệu tấn năm sẽ mang về khoản lợi nhuận sau thuế 44,3 triệu USD tương đương với 842 tỷ đồng/năm.

ĐIỆN

HAG đã được cấp 17 dự án tại Tây nguyên, Thanh Hóa và Lào với tổng công suất 420MW. Khi 17 dự án trên đi vào hoạt động, tổng sản lượng điện sẽ đạt 1,92 tỷ Kwh với trung bình 5.000 giờ chạy/năm theo kế hoạch của doanh nghiệp. Giá bán điện dự kiến tại Việt Nam là 3 cent/kwh và tại Lào là 6 cent/kwh

Suất đầu tư thủy điện thấp. Trong báo cáo cuối năm 2009, HAG công bố suất đầu tư bình quân của các nhà máy thủy điện là 18 tỷ đồng/MW; tuy nhiên tại thời điểm Q3/2010 HAG điều chỉnh suất đầu tư bình quân xuống còn 15 tỷ đồng/MW. Hiện tại để đầu tư một nhà máy thủy điện mới, suất đầu tư bình quân tại Việt Nam khoảng 30 tỷ đồng/MW.

Là ngành mang lại nguồn lợi nhuận ổn định Khi các nhà máy điện đi vào hoạt động ổn định vào năm 2017, chúng tôi dự tính sẽ mang về cho HAG nguồn doanh thu ổn định khoảng 1.400 tỷ đồng/năm.

TÀI CHÍNH

HAG đã bán 23.500.000 cổ phần Công ty Phát triển Nhà Hoàng Anh (11,75%) với giá 50.000 đồng/cổ phần cho nhà đầu tư chiến lược trong tháng 7/2010, tiến hành IPO quý 1/2011 và niêm yết quý 2/2011. (Trong năm nay, HAG sẽ thu về khoản lợi nhuận trước thuế 940 tỷ đồng từ việc chuyển nhượng trên).

Theo công bố của HAG, sau khi các mảng hoạt động của từng tổng công ty (Bất động sản, Cao su, Khoáng sản và Thủy Điện) bắt đầu đem lại lợi nhuận, HAG sẽ tiến hành IPO cho từng ngành qua 2 bước: bước 1 bán 10% cổ phần của mỗi ngành cho nhà đầu tư chiến lược, bước 2 đấu giá 20% cổ phần tiếp theo ra công chúng và tiến hành niêm yết trên thị trường chứng khoán.

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Trong ngắn hạn chúng tôi định giá mức giá hợp lý của HAG là 96.000 đồng/cổ phần và khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu này. Với mức lợi nhuận 3.000 tỷ đồng, EPS 2010F của HAG ở mức 10.256 đồng/cổ phần, mức PE hợp lý của HAG là 9,4 lần.

Trong dài hạn với tiềm năng tăng trưởng tốt của HAG, chúng tôi định giá mức giá của HAG ở mức 120.000 đồng/cổ phần.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	83.000
Giá thấp nhất 52 tuần	79.000
Giá cao nhất 52 tuần	163.000
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	1.680,75
SL cổ phiếu lưu hành	20.250.000
KLGD bình quân 10 ngày	11.016

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	1.200	1.577
Vốn chủ sở hữu	395	520
Tổng doanh thu	759	997
Lợi nhuận sau thuế	216	247

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	117%	31%
Tăng trưởng LNST	536%	14%
Tăng trưởng Tài sản	76%	31%
Tăng trưởng Vốn CSH	104%	80%
Tăng trưởng EPS	504%	-24%
Lợi nhuận gộp biên	35%	35%
Lợi nhuận thuần biên	28%	25%
ROE	55%	35%
ROA	18%	16%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	16.007	12.211
P/E (lần)	5,2	6,8
P/B (lần)	2,8	2,4

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Lĩnh vực kinh doanh. Kinh doanh bất động sản trên quỹ đất có nguồn gốc từ bộ Quốc phòng. HDG chủ yếu tập trung vào phân khúc trung bình và khá của các dự án đất nền, biệt thự và căn hộ. HDG hiện đang thực hiện hạch toán doanh thu bất động sản sau khi đã bàn giao xong nhà (hoặc đất nền) cho khách hàng.

ĐIỂM TIN MỚI

Trong 6 tháng đầu năm 2010, HDG đã đạt doanh thu 398 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 143,8 tỷ đồng, hoàn thành 51,68% kế hoạch doanh thu và 57,5 % kế hoạch lợi nhuận.

Tháng 8/2010, HDG đã khởi công xây dựng dự án Nguyễn Văn Công, phường 3, quận Gò Vấp, TPHCM, theo đúng tiến độ đề ra từ đầu năm.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Sở hữu quỹ đất lớn, vị trí đẹp và giá vốn thấp. Hiện công ty đang sở hữu khoảng 67 ha đất với khoảng 11 dự án đang và sẽ triển khai. Các dự án này tập trung ở những vị trí đẹp của thành phố Hà Nội, Hồ Chí Minh và đều là đất sạch. Phần quỹ đất có nguồn gốc từ bộ Quốc Phòng (chiếm khoảng 50% tổng quỹ đất), HDG dành tới 50-60% tổng diện tích sản để xây lắp cho các cơ quan bộ và ghi nhận doanh thu từ hoạt động xây lắp, khoảng 40-50% diện tích sản còn lại dành cho hoạt động kinh doanh nhà. Phần đất không có nguồn gốc từ bộ Quốc phòng đều là đất sạch với giá đền bù chỉ bằng 20% mức giá hiện tại.

Doanh thu và lợi nhuận năm 2010, 2011 đã được đảm bảo từ dự án An Khánh - An Thượng (phần đất nền) và dự án Hoàng Văn Thái. Năm 2010, doanh thu có thể đạt khoảng 997,5 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 247 tỷ đồng, tương ứng với EPS 2010 khoảng 12.350 đồng. So với năm 2009, doanh thu tăng 31% và lợi nhuận sau thuế tăng 21%, mức tăng trưởng khá khiêm tốn do công ty quyết toán khoản doanh thu từ phần đất nền An Khánh - An Thượng đã bán từ năm 2009 với giá khoảng 14 triệu/m² trong khi giá thị trường của khu đất này là 25-30 triệu/m².

Nếu thị trường bất động sản cải thiện trở lại trong năm 2011, công ty có thể bán phần đất An Khánh còn lại (23.000 m²) với giá thị trường 25-30 triệu/m². Theo đó doanh thu năm 2011 có thể lên tới 1.293 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 390 tỷ đồng, tương đương với tốc độ tăng trưởng lần lượt đạt 30% và 58% so với 2010.

Quỹ đất sạch sẽ đảm bảo doanh thu cho công ty sau năm 2012: Công ty có các dự án gói đầu trong những năm sau như An Khánh - An Thượng (còn lại 56.000 m² xây nhà cao tầng); Dự án khu Dịch Vọng (13.616 m²); Khách sạn số 9 Cát Linh (933 m²); Dự án Văn phòng Southbuilding (1.179 m²)... dự kiến đem lại doanh thu từ năm 2013 trở đi

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HDG trong 1-2 năm tới. HDG có lợi thế quỹ đất lớn (so với quy mô của công ty), vị trí đẹp, giá vốn thấp so với một số công ty khác trong ngành; tốc độ tăng trưởng trong 3 năm tới có thể đạt mức khá cao với các dự án đã và đang triển khai. Dựa trên quỹ đất sạch hiện tại và tỷ lệ diện tích sản dành cho hoạt động kinh doanh nhà, chúng tôi cho rằng cổ phiếu HDG có thể được chấp nhận ở mức giá khoảng 105.605 đồng/cổ phiếu theo phương pháp NAV.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	20.300
Giá thấp nhất 52 tuần	19.400
Giá cao nhất 52 tuần	41.300
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	1.402
SL cổ phiếu lưu hành	69.086.688
KLGD bình quân 10 ngày	518.008

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	2.951	3.145
Vốn chủ sở hữu	1.318	1.511
Tổng doanh thu	685	990
Lợi nhuận sau thuế	109	193

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	22%	45%
Tăng trưởng LNST	127%	77%
Tăng trưởng Tài sản	-7%	7%
Tăng trưởng Vốn CSH	7%	15%
Tăng trưởng EPS	127%	-41%
Lợi nhuận gộp biên	38%	33%
Lợi nhuận thuần biên	16%	20%
ROE	9%	14%
ROA	4%	6%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	4.739	2.795
P/E (lần)	4,3	7,3
P/B (lần)	0,4	0,9

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Lĩnh vực kinh doanh. ITC là công ty hoạt động trong lĩnh vực xây lắp và kinh doanh bất động sản, trong đó hoạt động kinh doanh bất động sản chiếm tới 84% trong tổng doanh thu của Công ty năm 2009.

ĐIỂM TIN MỚI

Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2010. Trong 6 tháng đầu năm 2010, doanh thu của ITC đạt 282 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 63 tỷ đồng, hoàn thành 28% kế hoạch doanh thu và 33% kế hoạch lợi nhuận

Niêm yết cổ phiếu phát hành thêm: Ngày 26/7/2010, 46 triệu cổ phiếu ITC phát hành thêm của ITC đã được chính thức niêm yết và giao dịch.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Quỹ đất sạch lớn. Tổng diện tích đất của các dự án do công ty làm chủ đầu tư hiện lên tới khoảng 1.000 ha (tính theo tỷ lệ sở hữu của ITC), trong đó diện tích đất của các dự án đang thực sự triển khai khoảng 600 ha (phần còn lại là các dự án đang làm thủ tục). Quỹ đất sạch của Công ty hiện đạt khoảng 100 ha. Phần lớn quỹ đất của Công ty ở các quận ven thuộc TP. Hồ Chí Minh (quận 2, quận 9, quận Nhà Bè) (chiếm khoảng 70% quỹ đất của Công ty).

Giá vốn đất thấp. Các dự án còn lại của Công ty nhìn chung có giá vốn đất khá thấp, giúp công ty có thể đạt được biên lợi nhuận cao. Với quỹ đất sạch lớn và chi phí giá vốn thấp, ITC đang có lợi thế về chi phí so với các công ty bất động sản khác do theo nghị định 69/2009 NĐ-CP các chủ đầu tư phải trả tiền sử dụng đất theo giá thị trường (thay vì đền bù theo khung giá của Nhà nước quy định vốn thường thấp hơn giá thị trường) nên những quỹ đất được phát triển sau này sẽ có giá vốn cao hơn.

Năm 2010, doanh thu của Công ty có thể đạt khoảng 990 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 193 tỷ đồng, EPS 2010 đạt 2795 đồng. Doanh thu từ bất động sản đạt khoảng 780 tỷ đồng và phần còn lại là doanh thu hoạt động xây lắp. Lợi nhuận từ hoạt động bất động sản năm 2010 chủ yếu đến từ các dự án sau: Cao ốc An Khang (còn khoảng 20%); Chuyển nhượng dự án Intresco Hải Âu; Bán toàn bộ các căn hộ thuộc cao ốc Thịnh Vượng; Khu dân cư 6B (lô số 6 và lô số 8); và Khu dân cư Phước Kiển.

Khả năng hạch toán doanh thu trong những năm tới với các dự án gối đầu. Trong những năm tới, Công ty vẫn khai thác phần quỹ đất hiện tại để có thể đảm bảo doanh thu và lợi nhuận. Doanh thu và lợi nhuận của ITC dự kiến sẽ đến chủ yếu từ các dự án Khu dân cư Đắc Nông (đã đền bù giải tỏa 45%); dự án Khu dân cư Đa Phước (đã đền bù giải tỏa 100%); dự án 146 Nguyễn Văn Trỗi (đã đền bù giải tỏa 100%) và dự án Khu dân cư Long Thới (đã đền bù giải tỏa 100%).

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

*Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu ITC ở mức giá hiện tại. ITC là Công ty bất động sản có quỹ đất lớn, nằm tại những khu vực có tiềm năng phát triển mạnh (quận 2, quận 9 và quận Nhà Bè) với giá vốn đất thấp. Khả năng hạch toán doanh thu trong những năm tới vẫn có thể duy trì với quỹ đất sạch hiện tại. Theo chúng tôi, giá trị hợp lý của ITC ở mức khoảng 50.000 đồng/cổ phiếu.*

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	48.200
Giá thấp nhất 52 tuần	38.000
Giá cao nhất 52 tuần	51.980
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	2.080
SL cổ phiếu lưu hành	43.900.000
KLGD bình quân 10 ngày	106.419

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	1.167	1.402
Vốn chủ sở hữu	764,4	999,4
Tổng doanh thu	145,9	670
Lợi nhuận sau thuế	44,9	235

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	250,7%	359,2%
Tăng trưởng LNST	97,9%	428%
Tăng trưởng Tài sản	8,05%	20,13%
Tăng trưởng Vốn CSH	5,85%	30,74%
Tăng trưởng EPS	112,3%	295,3%
Lợi nhuận gộp biên	53,18%	-
Lợi nhuận thuần biên	37,5%	-
ROE	5,87%	26,6%
ROA	3,85%	18,3%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	1.380	5.455
P/E (lần)	37,68	8,84
P/B (lần)	2,09	2,08

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Lĩnh vực kinh doanh. Hoạt động chính trong những năm đầu thành lập của KDH là đầu tư phát triển các quỹ đất và phân lô bán nền. Gần đây, KDH đã mở rộng thêm phân khúc phát triển dự án đặc biệt là biệt thự cao cấp và căn hộ chung cư tại Quận 2 và Quận 9, Thành phố Hồ Chí Minh.

ĐIỂM TIN MỚI

Trong 9 tháng đầu năm 2010, doanh thu của KDH đạt 534 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 125 tỷ đồng, hoàn thành 62% kế hoạch lợi nhuận 2010. EPS 9 tháng đầu năm đạt 3.754 đồng/cp.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Quỹ đất tập trung tại các vị trí tiềm năng phát triển của Thành phố Hồ Chí Minh. Hiện KDH đang sở hữu gần 100 ha đất trong đó một phần lớn là đất đã được đền bù giải tỏa với 15 dự án tại những vị trí chiến lược của Quận 2 và Quận 9. Đây là những quận có nhiều tiềm năng phát triển với xu hướng mở rộng thành phố về phía Đông và phát triển cơ sở hạ tầng của chính phủ.

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2010 tăng mạnh so với năm 2009, dự kiến đạt lần lượt 670 tỷ và 235 tỷ đồng. Theo đó, EPS dự kiến đạt 5.455 đồng /cp, doanh thu tăng hơn 4 lần và lợi nhuận tăng hơn 5 lần so với 2009. Nguyên nhân của sự tăng trưởng này là do năm 2009 công ty khởi động nhiều dự án mới, và bắt đầu ghi nhận doanh thu, lợi nhuận vào năm 2010. Lợi nhuận của 2010 được đóng góp chủ yếu bởi các Dự án khu biệt thự Villa Park với tổng diện tích đưa vào khai thác là 112.425 m², Dự án khu dân cư Topia Garden với tổng diện tích là 60.194 m² và Dự án Trí Kiệt Phước Long B với tổng diện tích là 71.382 m².

Doanh nghiệp dự kiến tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận lần lượt đạt 30% và 25% so với kế hoạch đặt ra cho năm 2010, EPS có thể đạt 5.750 đồng/cp. Doanh thu dự kiến đạt 733 tỷ và lợi nhuận 252 tỷ đồng. Đóng góp vào doanh thu của 2011 là Dự án khu biệt thự và căn hộ Đoàn Nguyên (60.000m²), Dự án khu biệt thự Long Phước Điền Phước Long B (8.424 m). Dự án khu căn hộ Spring life giai đoạn 1 (29.593 m²). Thêm vào đó là các dự án dự kiến được triển khai như Dự án khu dân cư Gia Phước (36.800m²) và dự án Villa Park mở rộng với diện tích vào khoảng 100.000m².

Quỹ dự án tương đối lớn cho phép Công ty bảo đảm doanh thu, lợi nhuận đến năm 2015. Có thể kể đến các dự án như Khu căn hộ Spring Life được triển khai các giai đoạn tiếp theo (29.593 m²), khu trung tâm thương mại và căn hộ Mega (32.048 m²), khu TTTM và căn hộ Minh Á (11.335 m²), Khu biệt thự Long Phước Điền Long Trường (63.254 m²), Khu dân cư Khang Điền Long Trường (150.000 m²) và một số Dự án công ty đang thương thảo mua lại để tiếp tục triển khai. Những Dự án này sẽ được Công ty khởi công trong năm 2011 và 2012, đây sẽ là nguồn thu chủ yếu cho doanh nghiệp trong giai đoạn sắp tới.

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu KDH. Với những thông tin về dự án của KDH mà chúng tôi sở hữu ở thời điểm thực hiện báo cáo này, mức giá kỳ vọng của chúng tôi đối với cổ phiếu KDH là **52.000 đồng**. KDH có lợi thế quỹ dự án tương đối lớn, đất hầu hết là đất đã được đền bù giải tỏa, và chúng tôi đánh giá với quỹ dự án của mình KDH sẽ có thể duy trì tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận đến năm 2015.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	63.500
Giá thấp nhất 52 tuần	58.500
Giá cao nhất 52 tuần	88.500
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	2.082
SL cổ phiếu lưu hành	32.800.000
KLGD bình quân 10 ngày	82.485

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	1.171	1.134
Vốn chủ sở hữu	558	540
Tổng doanh thu	1.380	1.335
Lợi nhuận sau thuế	530	573

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	272%	-3%
Tăng trưởng LNST	758%	8%
Tăng trưởng Tài sản	21%	-3%
Tăng trưởng Vốn CSH	115%	-3%
Tăng trưởng EPS	272%	-3%
Lợi nhuận gộp biên	758%	8%
Lợi nhuận thuần biên	21%	-3%
ROE	115%	-3%
ROA	758%	-46%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	32.342	17.470
P/E (lần)	1,96	3,63
P/B (lần)	1,9	2,6

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Lĩnh vực kinh doanh. NTL hoạt động trong 2 lĩnh vực chính là bất động sản và xây lắp, trong đó hoạt động xây lắp chiếm tỷ trọng nhỏ và chủ yếu phục vụ các dự án của công ty. Về hoạt động kinh doanh bất động sản, NTL có quy mô nhỏ song lại có hiệu quả kinh doanh tốt, đặc biệt trong ngắn hạn. NTL hiện đang thực hiện hạch toán doanh thu sau khi giao nhà.

ĐIỂM TIN MỚI

Ngày 23/8/2010, hội đồng quản trị của NTL đã thông qua việc mua lại 300.000 cổ phiếu quỹ từ 1/9 đến 30/11/2010 từ khoản lợi nhuận để lại tính đến ngày 30/6/2010.

Trong 6 tháng đầu năm 2010, NTL đã đạt được 484,7 tỷ doanh thu và 242,6 tỷ lợi nhuận sau thuế, hoàn thành 29,3% kế hoạch doanh thu và 46% kế hoạch lợi nhuận.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Quỹ đất có giá vốn thấp nhưng diện tích đất sạch thấp. Tổng quỹ đất của NTL hiện tại đạt khoảng 47 ha, trong đó diện tích đất sạch đạt 9,95 ha là hai dự án Trạm Trôi (còn 7,5 ha đất kinh doanh) và Dịch Vọng (còn 9.571 m² tính theo tỷ lệ sở hữu của NTL); phần đất còn lại là dự án Hòa Sơn (Hòa Bình) có tổng diện tích là 37 ha và đang trong giai đoạn bắt đầu giải tỏa. NTL có giá vốn đất khá thấp: Giá vốn của dự án Trạm Trôi ở mức khoảng 6 triệu đồng/m² trong khi giá thị trường hiện đạt khoảng 25-30 triệu đồng/m².

Nguồn tiền mặt dồi dào. Với lượng tiền mặt khá lớn (chủ yếu thu được nhờ việc bán dự án Trạm Trôi) nên hiện NTL gần như không phải vay nợ từ các tổ chức tín dụng và do đó không phải chịu chi phí tài chính. Đây cũng là một lợi thế của NTL so với nhiều công ty bất động sản đồng thời nguồn tài chính dồi dào có thể sẽ giúp cho Công ty chủ động hơn khi phát triển các dự án mới.

Doanh thu năm 2010 có thể đạt khoảng 1.335 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 573 tỷ đồng, tương ứng với EPS 2010 khoảng 17.470 đồng. Doanh thu năm 2010 chủ yếu đến từ việc hạch toán 1,7 ha đất Trạm Trôi đã bán năm 2009; 2,5 ha đất Trạm Trôi đã bán trong 6 tháng đầu năm 2010; và phần còn lại đến từ việc hạch toán phần còn lại của dự án Dịch Vọng.

Kết quả kinh doanh 2011 và 2012 được đảm bảo nhờ phần quỹ đất còn lại của dự án Trạm Trôi. Hiện tại, NTL vẫn còn 7,5 ha dự án Trạm Trôi sẵn sàng để bán với mức giá kỳ vọng 30 triệu/m², doanh thu và lợi nhuận thuần tương ứng đạt 2.250 tỷ và 1.350 tỷ. Trên cơ sở đó, EPS của NTL sẽ được duy trì ở mức khoảng 20.000 đồng trong 2 năm tới.

Lợi nhuận có thể giảm từ năm 2013 do thiếu dự án gói đầu: Quỹ đất sạch hiện tại của NTL chỉ có thể đảm bảo doanh thu và lợi nhuận cho Công ty đến năm 2012. Từ năm 2013 trở đi, lợi nhuận của Công ty có thể sẽ giảm do Công ty thiếu dự án gói đầu

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị NĂM GIỮ đối với cổ phiếu NTL. Giá cổ phiếu NTL mà chúng tôi xác định dựa trên phương pháp NAV là 74.290 đồng/cổ phiếu, cao hơn mức giá thị trường của NTL tại thời điểm chúng tôi làm báo cáo khoảng 20%. Lợi nhuận của Công ty trong 2 năm tới vẫn có thể được duy trì nhờ phần diện tích còn lại dự án Trạm Trôi, tuy nhiên Công ty thiếu những dự án gói đầu cho những năm tiếp theo.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	28.500
Giá thấp nhất 52 tuần	24.300
Giá cao nhất 52 tuần	32.500
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	3.428
SL cổ phiếu lưu hành	120.314.990
KLGD bình quân 10 ngày	119.857

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	2.632	4.276
Vốn chủ sở hữu	744	2.530
Tổng doanh thu	328,4	1.345
Lợi nhuận sau thuế	123,3	425

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	1.354%	309%
Tăng trưởng LNST	1.263%	245%
Tăng trưởng Tài sản	1.175%	205%
Tăng trưởng Vốn CSH	39,9%	240%
Tăng trưởng EPS	1175%	-
Lợi nhuận gộp biên	13,5%	-
Lợi nhuận thuần biên	39,87%	-
ROE	18,0%	32,4%
ROA	5,2%	12,3%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	3.735	3.500
P/E (lần)	7,63	8,14
P/B (lần)	1,36	1,27

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Lĩnh vực kinh doanh. Xuất phát từ hoạt động khai thác, chế biến gỗ xuất khẩu, kinh doanh hàng nông sản và cà phê, QCG bắt đầu chuyển sang hoạt động kinh doanh bất động sản và bắt đầu tích lũy quỹ đất từ năm 2005. Hiện nay, bất động sản đã trở thành lĩnh vực kinh doanh, đóng góp chủ yếu vào doanh thu và lợi nhuận của Công ty.

ĐIỂM TIN MỚI

Trong 9 tháng đầu năm 2010, doanh thu của QCG đạt 740 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 221,7 tỷ đồng. Với kết quả này, QCG đã đạt lần lượt 68,45% và 61,58% kế hoạch doanh thu, lợi nhuận đặt ra cho năm 2010.

Ngày 24/08/2010 là ngày giao dịch không hưởng quyền mua cổ phiếu phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu theo tỷ lệ 1:1 với giá phát hành 15.000 đồng/cổ phiếu.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Sở hữu quỹ đất lớn, vị trí đẹp và giá vốn thấp. Hiện công ty đang sở hữu khoảng 160 ha đất với khoảng 22 dự án đang và sẽ triển khai. Các dự án này tập trung ở những vị trí đẹp của thành phố Hồ Chí Minh. Quỹ đất của QCG có giá vốn tương đối thấp do Công ty đã tập trung tích lũy quỹ đất từ năm 2005, khi giá bất động sản còn tương đối rẻ so với giai đoạn hiện nay.

Hoạt động bất động sản bắt đầu mang lại doanh thu cho QCG từ năm 2009. Mặc dù đã tích lũy quỹ đất từ năm 2005 nhưng hoạt động đầu tư bất động sản chỉ mới bắt đầu mang lại doanh thu từ năm 2009. Do vậy, tốc độ tăng trưởng của Công ty trong những năm tới có thể đạt mức cao do hoạt động này chỉ mới ở trong giai đoạn bắt đầu trong khi quỹ đất của Công ty khá lớn.

Năm 2010, doanh thu có thể đạt khoảng 1.345 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 425 tỷ đồng, tương ứng với EPS 2010 khoảng 3.500 đồng. So với năm 2009, tốc độ tăng trưởng doanh thu khoảng 309% và lợi nhuận sau thuế tăng khoảng 245%. Tốc độ tăng trưởng năm 2011 có thể vẫn đạt mức cao, theo đó doanh thu có thể đạt khoảng 1.700 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt khoảng 600 tỷ đồng, tương đương với tốc độ tăng trưởng lần lượt khoảng 30% và 41,2% so với 2010.

Quỹ dự án lớn cho phép công ty có các dự án gởi đầu trong những năm sau. Một số dự án lớn như Phước Kiển (933.000 m2) dự kiến sẽ đóng góp doanh thu đến năm 2014; Dự án khu dân cư Đa Phước (118.680 m2); Cao ốc văn phòng 24 Lê Thánh Tôn (1.439 m2); Dự án 13E Sài Gòn Xanh (54.641 m2);... sẽ được triển khai trong thời gian tới.

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA MẠNH** đối với cổ phiếu QCG. Theo tính toán của chúng tôi, P/E (dựa trên EPS 2010) trung bình ngành hiện đang ở mức khoảng 9,6 lần. QCG có lợi thế quỹ đất lớn, vị trí đẹp, giá vốn thấp so với một số công ty khác trong ngành; tốc độ tăng trưởng trong những năm tới có thể đạt mức khá cao với các dự án đã và đang triển khai. Thêm vào đó, lĩnh vực cao su và thủy điện cũng sẽ đóng góp một phần thu nhập ổn định cho công ty trong tương lai. Do vậy, chúng tôi cho rằng QCG có thể được chấp nhận mức P/E khoảng 10,2 lần, tương đương với mức giá khoảng 36.000 đồng/cổ phiếu.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	13.800
Giá thấp nhất 52 tuần	14.700
Giá cao nhất 52 tuần	27.500
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	2.805
SL cổ phiếu lưu hành	186.291.956
KLGD bình quân 10 ngày	500.000

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	193.590	243.785
Vốn chủ sở hữu	12.336	12.572
Tổng doanh thu	7.189	7.936
Lợi nhuận sau thuế	2.436	3.373

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	15,5%	18,4%
Tăng trưởng LNST	8,9%	9,5%
Tăng trưởng Tài sản	23,3%	24,6%
Tăng trưởng Vốn CSH	13,7%	21,6%
Tăng trưởng EPS	369%	-58%
Lợi nhuận gộp biên	34,8%	31,5%
Lợi nhuận thuần biên	40,8%	26,1%
ROE	17,6%	14,1%
ROA	12,8%	8,1%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	5.300	2.215
P/E (lần)	8,3	7,5
P/B (lần)	1,47	1,49

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Lĩnh vực kinh doanh. Hoạt động truyền thống của REE là kỹ thuật và dịch vụ cơ điện lạnh M&E và sản phẩm điện lạnh Ree Tech. Tuy nhiên hoạt động chủ lực của REE hiện tại là đầu tư tài chính và đầu tư - kinh doanh bất động sản.

ĐIỂM TIN MỚI

Trong 6 tháng đầu năm 2010, doanh thu của REE đạt 741 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế đạt 208.4 tỷ đồng, đạt lần lượt 49.4% và 40.8% kế hoạch doanh thu, lợi nhuận đặt ra cho năm 2010.

Năm 2010 REE đã huy động được 906 tỷ đồng thông qua phát hành cổ phiếu ưu đãi cho CBCNV và phát hành trái phiếu chuyển đổi. Số tiền này được REE sử dụng để góp vốn vào các Dự án liên doanh bất động sản và tiếp tục đầu tư vào các Dự án Điện, Nước.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Hoạt động truyền thống M&E và ReeTech có cải thiện về lợi nhuận. Các Hợp đồng M&E đã ký kết có thể bảo đảm được kế hoạch doanh thu năm 2010 và 2011. Lĩnh vực ReeTech có sự tăng trưởng mạnh do thời tiết nắng nóng trong thời gian gần đây.

Hoạt động đầu tư tài chính có ảnh hưởng lớn nhất đến kết quả kinh doanh. Tổng giá trị đầu tư tài chính của REE tại 30/06/2010 lên tới 1.866 tỷ đồng, chiếm 72% tổng VCSH. Ngoài mảng đầu tư chính vào cổ phiếu Ngân hàng, REE đang chuyển hướng sang đầu tư chiến lược vào các ngành hạ tầng như ngành điện và nước. Các mảng đầu tư hạ tầng của REE đều có thời gian thu hồi vốn dài, mang lại lợi nhuận ổn định nhưng không đột biến.

Hoạt động đầu tư và kinh doanh bất động sản. Hoạt động này hiện tại chủ yếu tập trung vào mảng cho thuê văn phòng đã và đang mang lại doanh thu và lợi nhuận ổn định cho REE trong thời gian tới với diện tích sàn cho thuê đạt 95%. REE đang chuyển hướng sang các Dự án liên doanh đầu tư bất động sản và có thể thu lợi nhuận cao kể từ năm 2012.

Năm 2010, REE có khả năng đạt kế hoạch doanh thu khoảng 1.510 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế 515 tỷ đồng, tương ứng với LNST khoảng 395 tỷ đồng và EPS 2010 khoảng 2.215 đồng. So với năm 2009, tốc độ tăng trưởng doanh thu khoảng 28,6% và lợi nhuận sau thuế tăng khoảng 6,4%. Trong năm 2011 dự kiến sẽ tiếp tục có sự tăng trưởng khoảng 20% đối với mảng hoạt động truyền thống, các mảng hoạt động khác không có nhiều đột biến.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Trong ngắn hạn hoạt động kinh doanh của REE sẽ không có đột biến nào đáng kể để có thể kỳ vọng giá REE tăng cao trong thời gian tới, vì vậy đối với nhà đầu tư ngắn hạn thì cổ phiếu REE không hấp dẫn để mua vào tại thời điểm này. Với EPS 2010 dự kiến là 2.215 đồng, hiện tại REE đang được giao dịch với P/E vào khoảng 7,5 lần, đây là mức P/E tương đối thấp hơn so với P/E bình quân toàn thị trường đang vào mức 9,7. Là một cổ phiếu thuộc dạng Bluechip, có tính thanh khoản rất cao và có thu nhập ổn định trong thời gian tới, bên cạnh đó còn có kỳ vọng về tiềm năng tăng trưởng đối với mảng bất động sản trong những năm tới - chúng tôi cho rằng REE vẫn thích hợp để các nhà đầu tư tổ chức xem xét mua và nắm giữ dài hạn. Chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư dài hạn MUA đối với cổ phiếu REE với mức giá kỳ vọng 21.500 đồng/cổ phiếu.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	36.000
Giá thấp nhất 52 tuần	35.500
Giá cao nhất 52 tuần	70.000
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	720
SL cổ phiếu lưu hành	20.000.000
KLGD bình quân 10 ngày	28.290

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	317	386
Vốn chủ sở hữu	138	168
Tổng doanh thu	210	256
Lợi nhuận sau thuế	51.83	52.39

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	55%	22%
Tăng trưởng LNST	721%	1%
Tăng trưởng Tài sản	72%	48%
Tăng trưởng Vốn CSH	30%	110%
Tăng trưởng EPS	721%	-49%
Lợi nhuận gộp biên	22%	27%
Lợi nhuận thuần biên	25%	20%
ROE	38%	18%
ROA	16%	11%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	5.183	2.620
P/E (lần)	6,95	13,74
P/B (lần)	2,6	2,5

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Lĩnh vực kinh doanh. SDU tiền thân là đơn vị thành viên của Tổng công ty Sông Đà được thành lập từ năm 2007 chuyên kinh doanh trong lĩnh vực phát triển khu đô thị, đầu tư kinh doanh bất động sản. Cổ đông lớn nhất của SDU là Tổng công ty sông Đà, hiện đang sở hữu 30% cổ phần Công ty.

ĐIỂM TIN MỚI

Trong 9 tháng đầu năm 2010, SDU đạt được 144 tỷ đồng doanh thu và 35,8 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, hoàn thành 32% kế hoạch doanh thu và 35,8% kế hoạch lợi nhuận.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Tổng quỹ đất của SDU lên tới 462 ha đất trong đó chỉ có 12,5 ha là đất sạch, chiếm 2,7%. Với quỹ đất sạch này, công ty đã và đang triển khai 13 dự án tập trung ở những vị trí đẹp của thành phố Hà Nội, Hồ Chí Minh. Ngoài ra, Công ty có quỹ đất lớn tại Hòa Bình (sở hữu 50% dự án KDT sinh thái Sông Đà - Hòa Bình tại huyện Kỳ Sơn: 400 ha, và dự án KDT mới Sông Đà - Hòa Bình: 220 ha)

Năm 2010, doanh thu có thể đạt khoảng 256 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 52,4 tỷ đồng, tương ứng với EPS 2010 khoảng 2.620 đồng, chủ yếu đến từ việc hạch toán dự án Nam An Khánh và phần còn lại của dự án Sông Đà - Hà Đông. Kết quả này thấp hơn so với kế hoạch mà Công ty đã đặt ra từ đầu năm là 450 tỷ doanh thu và 75 tỷ lợi nhuận sau thuế do tiến độ thực hiện các dự án gói đầu bị chậm hoặc vướng mắc với SJS trong dự án Nam An Khánh đối với 30% diện tích dự án chưa chuyển giao..

Doanh thu và lợi nhuận năm 2011 có thể lần lượt 539 tỷ và 124 tỷ, tương đương với tốc độ tăng trưởng lần lượt khoảng 110% và 138% so với 2010. Kết quả này dựa trên giả định về tiến độ thi công của các dự án vừa khởi công trong quý 3 và đầu quý 4/2010, cũng như phần doanh thu chưa hạch toán từ dự án An Khánh (còn khoảng 186 tỷ). Tuy nhiên, so với các công ty có các dự án sẵn sàng để bán và hạch toán doanh thu sau khi giao nhà, thì doanh thu dự kiến 2011 của SDU không được đảm bảo chắc chắn bằng.

Một số dự án gói đầu có quỹ đất lớn. Dự án gói đầu của SDU bao gồm dự án bến xe Hà Đông - Giai đoạn 2 (phần nhà cao tầng với diện tích sàn 172.682 m2), dự án Tạ Quang Bửu (Block 3-6 của giai đoạn 1 - khu căn hộ 2,04 ha, giai đoạn 2 - khu đô thị cao cấp 4ha); dự án Liễu Giai (diện tích sàn 32.960m2), dự án tòa nhà Sông Đà-Xi măng (diện tích sàn 53.097 m2), dự án nhà G9&G10 ((diện tích sàn 6.9870 m2), dự án An Phú-Sài Gòn (diện tích đất 36ha, mới giải tỏa được 30% theo giá thị trường), và một loạt các dự án cải tạo chung cư cũ bao gồm: Cải tạo chung cư C8 và B1, Giảng Võ, Cải tạo khu tập thể 222B Đội Cấn.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu SDU. SDU là công ty có quỹ đất sạch lớn ở các vị trí đẹp. Tính theo phương pháp NAV, cổ phiếu SDU có thể đạt mức giá kỳ vọng khoảng 83.000 đồng/cổ phiếu, tức là giá thị trường của SDU hiện đang chiết khấu so với giá kỳ vọng khoảng 57%. Tuy nhiên, chúng tôi KHÔNG khuyến nghị MUA MẠNH cổ phiếu SDU do công ty gặp rủi ro chậm triển khai các dự án hiện tại.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	58.000
Giá thấp nhất 52 tuần	55.000
Giá cao nhất 52 tuần	89.000
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	5.800
SL cổ phiếu lưu hành	100.000.000
KLGD bình quân 10 ngày	268.561

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	2.998	3.834
Vốn chủ sở hữu	1.769	2.605
Tổng doanh thu	1.115	1.900
Lợi nhuận sau thuế	705	836

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	255%	70%
Tăng trưởng LNST	492%	19%
Tăng trưởng Tài sản	88%	28%
Tăng trưởng Vốn CSH	54%	47%
Tăng trưởng EPS	196%	-5%
Lợi nhuận gộp biên	64%	64%
Lợi nhuận thuần biên	63%	44%
ROE	48%	38%
ROA	31%	24%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	8.813	8.364
P/E (lần)	6,6	6,9
P/B (lần)	2,6	2,2

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Công ty cổ phần Sudico được thành lập năm 2001, có tiền thân là Ban quản lý dự án khu đô thị Mỹ Đình - một đơn vị hạch toán thuộc Tổng công ty Sông Đà. Lĩnh vực hoạt động chính của SJS là đầu tư kinh doanh bất động sản, hiện đang chiếm tới 94% doanh thu và 96% lợi nhuận gộp của Công ty. SJS hiện có vốn điều lệ là 1.000 tỷ đồng.

ĐIỂM TIN MỚI

Trong 6 tháng đầu năm 2010, SJS đạt 462 tỷ đồng doanh thu và 254 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, hoàn thành 20,5% kế hoạch doanh thu và 33,6% kế hoạch lợi nhuận.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Quỹ đất lớn tại vị trí đẹp. Quỹ đất của SJS hiện đạt khoảng 1.800 ha, trong đó đất sạch đạt khoảng 500 ha. Vị trí của các dự án khá đẹp, trong đó dự án Nam An Khánh hiện là dự án quan trọng nhất và có vị trí thuận lợi (nằm ở phía tây Hà Nội trên đường Láng Hòa Lạc và cách trung tâm hội nghị quốc gia 5 km). Khu vực phía tây Hà Nội đang ngày phát triển và trong tương lai sẽ trở thành một trong những trung tâm hành chính của Hà Nội.

Khả năng phát triển quỹ đất tốt. SJS có nguồn tiền mặt khá dồi dào và hầu như không có nợ vay, là một lợi thế giúp công ty có thể chủ động hơn trong việc phát triển quỹ đất. Trong năm 2010, SJS đã bắt đầu phát triển nhiều dự án mới với quy mô lớn như: Dự án Tiến Xuân - Hoà Bình (1.300 ha); Dự án Khu đô thị Sông Đà - thuộc khu kinh tế mở Chu Lai - Quảng Nam (600 ha).

Lợi thế nhờ giá vốn đất thấp. Các dự án của Công ty chủ yếu là phát triển các khu đô thị mới nên quỹ đất sạch thường ở những khu vực mới có chi phí đền bù thấp, vì vậy giá vốn đất thường ở mức khá thấp. Dự án Khu đô thị mới Nam An Khánh có giá vốn chỉ khoảng 3,5 triệu đồng/m²; Dự án Văn La Văn Khê có giá vốn khoảng 8 triệu đồng/m².

Lợi nhuận đảm bảo trong 10 năm tới. Dự án quan trọng nhất của SJS hiện nay là dự án Nam An Khánh với tổng diện tích 288 ha, trong đó diện tích kinh doanh là 100 ha. SJS hiện đã bán được 26 ha với giá bán trung bình khoảng 10 triệu đồng/m². Với 74 ha còn lại, SJS dự định có thể khai thác được trong vòng khoảng 10 năm với tổng lợi nhuận trước thuế đạt khoảng 10.000 tỷ đồng (trong trường hợp giả sử thận trọng là doanh nghiệp chỉ bán đất nền).

Năm 2010, doanh thu của Công ty có thể đạt khoảng 1.900 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt khoảng 836 tỷ đồng, tương đương với EPS 2010 đạt 8.364 đồng. Lợi nhuận trong năm 2010 đến chủ yếu đến từ những dự án sau: Hạch toán 40% phần 26 ha Nam An Khánh đã bán năm 2009; hạch toán khoảng 40% phần 3,7 ha bán trong năm 2010; Khu nhà ở Văn Lang - Văn Khê; Tòa nhà HH3 và Dự án Bắc Trần Hưng Đạo.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

*Chúng tôi khuyến nghị **MUA MẠNH** đối với cổ phiếu SJS với mức giá kỳ vọng **152.000 đồng/cổ phiếu**. Mức giá thị trường của cổ phiếu hiện đang được chiết khấu ở mức thấp hơn khoảng 57% so với mức giá kỳ vọng của chúng tôi. SJS là chủ đầu tư bất động sản có quỹ đất lớn và uy tín cao trong lĩnh vực phát triển các khu đô thị mới. Lợi nhuận của Công ty trong vòng 10 năm tới sẽ được đảm bảo ít nhất ở mức trung bình khoảng 1.000 tỷ đồng/năm với việc khai thác dự án Nam An Khánh có vị trí đẹp, diện tích đất sạch lớn và chi phí đền bù, giải tỏa thấp.*

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	29.100
Giá thấp nhất 52 tuần	29.100
Giá cao nhất 52 tuần	78.500
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	1.102
SL cổ phiếu lưu hành	37.875.000
KLGD bình quân 10 ngày	134.629

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	1.833	-
Vốn chủ sở hữu	1.230	-
Tổng doanh thu	481	709
Lợi nhuận sau thuế	294	193

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	-19,7%	-
Tăng trưởng LNST	48,4%	-
Tăng trưởng Tài sản	27,9%	-
Tăng trưởng Vốn CSH	24,7%	-
Tăng trưởng EPS	-1,1%	-
Lợi nhuận gộp biên	55%	-
Lợi nhuận thuần biên	62,1%	-
ROE	16,1%	-
ROA	23,6%	-

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	7.772	5.100
P/E (lần)	-	5,7
P/B (lần)	-	0,9

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Công ty cổ phần Phát Triển Nhà Thủ Đức hoạt động trong lĩnh vực đầu tư và kinh doanh bất động sản như khu đô thị mới, chung cư từ trung bình đến cao cấp, resort và khách sạn.

ĐIỂM TIN MỚI

Kết quả hoạt động kinh doanh sơ bộ quý III/2010. Qua trao đổi với công ty, doanh thu và lợi nhuận quý III/2010 đạt gần tương đương với quý II/2010, ước tính 9 tháng đạt 130 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, hoàn thành 68% kế hoạch năm.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Quỹ đất sạch đủ để triển khai kinh doanh cho giai đoạn 2010-2013. Quỹ đất của TDH hiện nay là trên 92ha, với khoảng 21ha đất sạch. Phần lớn quỹ đất sạch này đã được triển khai đền bù từ lâu nên các chi phí về đền bù và giải phóng mặt bằng khá thấp so với giá thị trường hiện nay. TDH đang tập trung triển khai phát triển các dự án chung cư trên quỹ đất sạch này. Theo ước tính, quỹ đất này đảm bảo TDH kinh doanh trong vòng 3 năm tới. Các dự án chung cư đang triển khai tập trung chủ yếu tại Q.9 và Q.2, nơi được đánh giá có tiềm năng tăng trưởng tốt khi hạ tầng kết nối với trung tâm TP dần được hoàn thiện.

Mở rộng quỹ đất từ hợp tác với các đối tác đã có quỹ đất sạch. Từ 2008 công ty đã đẩy mạnh việc tìm các đối tác có quỹ đất sạch trong khu vực quận 9 và Thủ Đức để cùng hợp tác triển khai dự án. Chúng tôi đánh giá đây là bước đi rất hợp lý của TDH để gia tăng quỹ đất sạch trong bối cảnh quỹ đất ngày càng cạn dần. Qua hình thức này, công ty không phải tốn nhiều thủ tục và thời gian cho công tác đền bù nhưng vẫn có quỹ đất sạch để phát triển dự án.

Các dự án đang kinh doanh đảm bảo TDH hoàn thành kế hoạch lợi nhuận 2010. Lợi nhuận sau thuế 2010 ước đạt 193 tỷ đồng (hoàn thành 100% kế hoạch), tương ứng EPS là 5.100 đồng/CP. Doanh thu và lợi nhuận tập trung từ các dự án như Trường Thọ, Bình An, Chợ B, Chợ C, La Sapinette, chuyển nhượng quyền sử dụng đất Centum Wealth và hoạt động tài chính.

Năm 2011, TDH dự kiến đạt 247 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng 25% so với 2010. Kế hoạch lợi nhuận được xây dựng dựa trên tiến độ các dự án đã bán nhưng chưa ghi nhận doanh thu như phần còn lại của chung cư Trường Thọ, An Phú, chợ C (sẽ đóng góp 130 tỷ lợi nhuận) và từ các dự án đã triển khai trong 2010 như Cantavil (dự kiến đóng góp 95 tỷ lợi nhuận). Chúng tôi đánh giá tiến độ bán hàng của Cantavil và sự khởi sắc của thị trường bất động sản sẽ ảnh hưởng mạnh đến khả năng hoàn thành kế hoạch của TDH.

Các dự án gối đầu cho những năm sau. Từ sau 2013, TDH có các dự án gối đầu như chung cư Centumwealth, chung cư TDH-Bình Chiểu, khu nhà ở và Trung tâm thương mại Phước Long B. Thêm vào đó, TDH cũng đang thực hiện đền bù các dự án như khu đô thị Bình Khánh, Khu nhà ở P. Hiệp Bình Chánh, khu đô thị Đồng Mai Hà Nội...mang lại doanh thu và lợi nhuận trong các năm sau.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Dựa trên nguồn quỹ đất ở các vị trí tiềm năng ở Quận 2, 9 và kết quả định giá theo phương pháp NAV trên tính toán thận trọng của chúng tôi, TDH được định giá ở mức 40.000 đồng/cổ phiếu. Công ty có quỹ đất sạch khá tốt với hơn 20ha đảm bảo cho kế hoạch phát triển các dự án trong 3 năm tới. Chúng tôi cho rằng TDH phù hợp cho mục tiêu NẮM GIỮ trong trung dài hạn.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	69.000
Giá thấp nhất 52 tuần	44.270
Giá cao nhất 52 tuần	70.500
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	25.406
SL cổ phiếu lưu hành	368.213.133
KLGD bình quân 10 ngày	117.293

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	14.313	17.922
Vốn chủ sở hữu	2.066	4.116
Tổng doanh thu	1.974	1.200
Lợi nhuận sau thuế	1.101	807

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	725,4%	-39,2%
Tăng trưởng LNST	775,1%	-26,7%
Tăng trưởng Tài sản	137,7%	25,2%
Tăng trưởng Vốn CSH	27,4%	99,2%
Tăng trưởng EPS	388,4%	-58,8%
Lợi nhuận gộp biên	72,8%	-
Lợi nhuận thuần biên	69,4%	-
ROE	59,7%	26,1%
ROA	10,8%	5,0%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	5.328	2.192
P/E (lần)	12,59	31,48
P/B (lần)	6,66	6,17

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Lĩnh vực kinh doanh. Hoạt động chính của VIC là cung cấp các dịch vụ, sản phẩm bất động sản ở phân khúc cao cấp, tại những vị trí đắc địa của các thành phố lớn như Hà Nội, Hải Phòng, thành phố Hồ Chí Minh. Gần đây, VIC mở rộng qui mô hoạt động của mình khi bắt đầu khai thác sang phân khúc xây dựng khu đô thị mới với nhiều sản phẩm đa dạng hơn như trường học, bệnh viện,...

ĐIỂM TIN MỚI

Trong 9 tháng đầu năm 2010, doanh thu của VIC đạt 509,8 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 228,7 tỷ đồng, hoàn thành 45,72% kế hoạch doanh thu và 90,3% kế hoạch lợi nhuận 2010.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Sở hữu quỹ đất tại những vị trí đắc địa và tập trung vào phân khúc cao cấp của ngành bất động sản. Lợi thế của VIC là lấy được quỹ đất tại những vị trí đắc địa nên Công ty chủ yếu tập trung vào phân khúc cao cấp có biên lợi nhuận cao với các sản phẩm chính là văn phòng cho thuê, mặt bằng cho thuê bán lẻ và căn hộ cao cấp. Hiện nay, Công ty đang sở hữu khoảng 726 ha đất với 11 dự án đã, đang và sẽ triển khai, chủ yếu nằm ở những vị trí trung tâm của Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh.

Năm 2010, doanh thu có thể đạt khoảng 1.192 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 807 tỷ đồng, tương ứng với EPS 2010 khoảng 2.192 đồng. Lợi nhuận năm 2010 của VIC đến chủ yếu từ việc chuyển nhượng toàn bộ dự án Vincom Financial Tower (khoảng 840 tỷ đồng lợi nhuận gộp) và phần còn lại từ hoạt động cho thuê trung tâm thương mại, mặt bằng bán lẻ và văn phòng cho thuê của các tòa nhà Vincom City Tower, Vincom Park Place, Vincom Center (khoảng 1.072 tỷ đồng lợi nhuận gộp).

Quỹ dự án lớn bảo đảm nguồn thu cho công ty trong những năm sau. Một số dự án lớn và tiềm năng như Royal City (120.942 m2) tại quận Thanh Xuân (HN), khu đô thị Eco City (364.480 m2) tại quận Hai Bà Trưng (HN), Dự án trung tâm thương mại và căn hộ Viettronics (13.033 m2) tại quận Đống Đa (HN); dự án Vincom Hải Phòng (19.536 m2); Dự án Long Biên (4.800.000 m2); dự án Vincom Village tại quận Long Biên Hà Nội (1.911.900 m2)... sẽ được triển khai trong thời gian tới.

Áp lực trả lãi vay và nợ gốc cao. Hiện vay nợ dài hạn của VIC ở mức 10.000 tỷ đồng. Trong 2 năm 2010-2011, mỗi năm VIC sẽ cần trung bình khoảng 1.000 tỷ đồng để thanh toán các khoản lãi vay của mình.

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

*Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VIC. Công ty có lợi thế quỹ đất lớn, vị trí rất đắc địa, khả năng huy động vốn và kinh nghiệm triển khai dự án tốt. Thêm vào đó, VIC có nguồn thu cao và ổn định đến từ việc cho thuê mặt bằng trong các tòa tháp đã đưa vào khai thác. Tăng trưởng trong những năm tới có thể đạt mức cao với các dự án đã và đang triển khai. Theo ước tính của chúng tôi, giá trị nội tại của VIC ở mức khoảng **104.000 VND**, nghĩa là hiện VIC đang được giao dịch thấp hơn 40% giá trị thực của mình.*

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	18.900
Giá thấp nhất 52 tuần	18.300
Giá cao nhất 52 tuần	35.000
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	1.199
SL cổ phiếu lưu hành	63.437.008
KLGD bình quân 10 ngày	14.694

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	2.166	3.074
Vốn chủ sở hữu	764	833
Tổng doanh thu	3.486	5.148
Lợi nhuận sau thuế	123	156

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	27,9%	33,1%
Tăng trưởng LNST	17,4%	20,0%
Tăng trưởng Tài sản	60,2%	18,5%
Tăng trưởng Vốn CSH	51,6%	20,5%
Tăng trưởng EPS	-49,1%	20,0%
Lợi nhuận gộp biên	43,8%	43,8%
Lợi nhuận thuần biên	36,8%	33,2%
ROE	74,6%	67,3%
ROA	59,8%	53,3%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	1.941	2.459
P/E (lần)	9,7	7,7
P/B (lần)	1,6	1,4

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Tập đoàn Công nghệ CMC hoạt động theo mô hình cổ phần từ tháng 02/2007 bao gồm 8 công ty thành viên và hoạt động trên 5 lĩnh vực chính: Tích hợp hệ thống; Dịch vụ phần mềm; Sản xuất và lắp ráp máy tính mang thương hiệu CMS; Phân phối sản phẩm CNTT-VT; Dịch vụ viễn thông-internet. Hiện CMC là tập đoàn CNTT có quy mô lớn thứ 2 tại Việt Nam sau công ty cổ phần FPT.

ĐIỂM TIN MỚI

Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2010 đạt kế hoạch. Theo đó, doanh thu đạt 1.610 tỷ đồng và LNST đạt 27 tỷ đồng. Do đặc thù về lĩnh vực hoạt động của CMC là doanh thu hạch toán theo tiến độ các dự án hoàn thành và thường tập trung vào quý 4 hàng năm. Do đó, CMC sẽ ghi nhận doanh thu & lợi nhuận chủ yếu vào quý 4 hàng năm. Do vậy, kế hoạch doanh thu 5.000 tỷ và 157 tỷ LNST trong năm 2010 là hoàn toàn khả thi.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

CMC là tập đoàn CNTT đứng thứ 2 tại Việt Nam. Một số lĩnh vực CMC đang chiếm giữ thị phần trong nhóm dẫn đầu thị trường như sản xuất & lắp ráp máy tính thương hiệu CMS, tích hợp hệ thống và dịch vụ phần mềm.

Năng lực cạnh tranh khá mạnh trong ngành CNTT. So với các công ty cùng ngành thì CMC có một bề dày kinh nghiệm với hơn 16 năm hoạt động, điều này đã giúp CMC tạo được một chuỗi khách hàng truyền thông lớn như khối chính phủ, doanh nghiệp, ngân hàng tài chính trong nước.

Chiến lược hoạt động tập trung vào lĩnh vực chính là CNTT và viễn thông. Có mô hình phát triển khá tương đồng với tập đoàn FPT, tuy nhiên CMC định hướng chỉ tập trung nguồn lực để phát triển các mảng hoạt động CNTT-VT vốn là sở trường của mình nhằm duy trì được sự phát triển nhanh và bền vững thay vì đầu tư dàn trải sang các lĩnh vực khác không phải là thế mạnh.

Duy trì tăng trưởng cao trong các năm tới. Các lĩnh vực tích hợp hệ thống, phần mềm và lắp ráp máy tính được dự báo có thể đạt được mức tăng trưởng cao hơn trung bình ngành nhờ sự phục hồi của ngành trong năm 2010. Ngoài ra, các lĩnh vực này đang tăng trưởng trên một quy mô khá nhỏ (so với FPT) nên sẽ đạt được mức tăng trưởng nhanh (tăng trưởng lợi nhuận trung bình khoảng 30%) trong vòng 4 năm tới.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

*Chúng tôi đánh giá cao vị thế thị trường hiện tại của CMC cũng như tiềm năng tăng trưởng của Công ty trong tương lai. Với tiềm năng thị trường cũng như các dự án mà CMC đang triển khai ở thời điểm hiện tại, CMC có thể duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao trong những năm tới. Năm 2010, CMC có thể đạt 157 tỷ đồng LNST tương ứng EPS là 2.459 VND/cp tương đương PE năm 2010 là 8,5 lần. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư dài hạn **MUA** đối với cổ phiếu CMC với mức giá mục tiêu **35.000 đồng/cổ phần**.*

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	69.500
Giá thấp nhất 52 tuần	59.000
Giá cao nhất 52 tuần	89.000
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	13.401
SL cổ phiếu lưu hành	192.819.839
KLGD bình quân 10 ngày	216.336

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	10.395	11.202
Vốn chủ sở hữu	3.002	3.972
Tổng doanh thu	18.422	20.970
Lợi nhuận sau thuế	1.063	1.425

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	15,5%	18,4%
Tăng trưởng LNST	8,9%	9,5%
Tăng trưởng Tài sản	23,3%	24,6%
Tăng trưởng Vốn CSH	13,7%	21,6%
Tăng trưởng EPS	5,8%	9,8%
Lợi nhuận gộp biên	25,6%	27,6%
Lợi nhuận thuần biên	13,4%	11,2%
ROE	18,8%	20,1%
ROA	14,2%	15,7%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	12.550	13.440
P/E (lần)	9,8	8,8
P/B (lần)	3,1	4,2

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Công ty Cổ phần FPT (FPT) hoạt động theo mô hình cổ phần từ tháng 03/2002 với 11 công ty thành viên, 3 công ty liên kết và các chi nhánh. FPT hiện là tập đoàn đa ngành hoạt động trên 4 lĩnh vực bao gồm: CNTT và viễn thông; Giáo dục và đào tạo; Tài chính, ngân hàng và Bất động sản. Trong đó, lĩnh vực CNTT- VT là mảng cốt lõi, truyền thống của FPT, đang đứng đầu trong nước trong lĩnh vực này và đang vươn tầm ra khu vực.

ĐIỂM TIN MỚI

Kết quả kinh doanh 8 tháng đầu năm 2010 doanh thu đạt 14.145 tỷ và LNTT đạt hơn 1.371 tỷ lần lượt tăng 29,5% và 21% so với cùng kỳ năm 2009. Lợi nhuận sau thuế thuộc về công ty mẹ 8 tháng đầu năm đạt hơn 853 tỷ đồng tương ứng EPS đạt 4.457 đồng/cổ phần.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

FPT hiện là tập đoàn CNTT hàng đầu Việt Nam. Các lĩnh vực kinh doanh chính hiện đang đứng đầu thị trường và có quy mô lớn hơn hẳn các đối thủ cạnh tranh (bao gồm tích hợp hệ thống, dịch vụ phần mềm, phân phối). Bên cạnh đó, FPT có thể duy trì được tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong 3 năm tới ở mức tương đương các năm quá khứ.

Biên lợi nhuận gộp được dự báo tiếp tục xu hướng tăng trong các năm tới. Do định hướng chiến lược của FPT sẽ chú trọng đầu tư và tăng tỷ trọng doanh thu từ mảng có biên lợi nhuận cao (tích hợp hệ thống, phần mềm, viễn thông và đào tạo) đồng thời lĩnh vực phân phối có biên lợi nhuận gộp thấp sẽ giảm dần tỷ trọng trong cơ cấu tổng doanh thu của FPT giúp Công ty duy trì và tiếp tục tăng biên lợi nhuận gộp qua các năm.

Hiệu quả hoạt động các lĩnh vực cao hơn hẳn doanh nghiệp cùng ngành. Mặc dù quy mô của FPT gấp nhiều lần các doanh nghiệp trong ngành (doanh thu gần 20.000 tỷ và tổng tài sản hơn 10.000 tỷ đồng) nhưng Công ty vẫn duy trì được hiệu quả hoạt động các lĩnh vực ở mức cao hơn hẳn so với công ty khác trong ngành (so sánh với CMG) như các chỉ tiêu biên lợi nhuận trước thuế, ROA, ROE, EPS.

Tiếp tục đầu tư mạnh vào các mảng hoạt động kinh doanh CNTT và viễn thông. Trong năm 2009, FPT huy động 1.800 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi (trong đó hơn 60% dành cho các lĩnh vực CNTT và viễn thông) cho mục tiêu đầu tư phát triển. Lĩnh vực viễn thông được kỳ vọng tăng trưởng mạnh số thuê bao khi mở rộng cung cấp dịch vụ internet ra hơn 30 tỉnh thành trong cả nước từ năm 2010.

Duy trì được tăng trưởng doanh thu & lợi nhuận nhanh trong 3 năm tới. Các lĩnh vực tích hợp hệ thống, viễn thông sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt nhờ các dự án đầu tư trong năm 2010 sẽ đem lại hiệu quả các năm tiếp theo. Lĩnh vực phần mềm sẽ hồi phục trở lại nhờ các hợp đồng từ thị trường Nhật Bản. Do đó, FPT có thể duy trì mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt ở mức khoảng 20% và 32% trong vòng 3 năm tới.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

*Chúng tôi đánh giá cao vị thế dẫn đầu thị trường của FPT trong lĩnh vực CNTT tại Việt Nam cũng như tiềm năng tăng trưởng của Công ty trong tương lai, FPT có thể duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao trong những năm tới. Chúng tôi cho rằng mức giá thị trường hiện tại của cổ phiếu FPT là khá hấp dẫn và chưa phản ánh hết tiềm năng của Công ty trong tương lai, vì vậy chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu FPT.*

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	36.100
Giá thấp nhất 52 tuần	32.400
Giá cao nhất 52 tuần	48.200
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	2.710
SL cổ phiếu lưu hành	75.081.000
KLGD bình quân 10 ngày	218.595

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	532	740
Vốn chủ sở hữu	316	440
Tổng doanh thu	2.504	3.181
Lợi nhuận sau thuế	1.209	1.429

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	47,5%	40%
Tăng trưởng LNST	138,4%	39,2%
Tăng trưởng Tài sản	23,5%	27%
Tăng trưởng Vốn CSH	51,5%	18,1%
Tăng trưởng EPS	90%	-7%
Lợi nhuận gộp biên	92,7%	88,1%
Lợi nhuận thuần biên	167%	205%
ROE	26,1%	30,7%
ROA	12,6%	13,8%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	6.320	5.868
P/E (lần)	9,3	6,1
P/B (lần)	2,32	1,89

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

CII là công ty hoạt động chính trong lĩnh vực hạ tầng, bao gồm các hoạt động thu phí giao thông, sản xuất nước sạch, xây dựng cầu đường, hạ tầng các khu công nghiệp. ngoài ra công ty còn tham gia một số dự án bất động sản và đầu tư tài chính.

ĐIỂM TIN MỚI

UBND TP. Hồ Chí Minh chỉ đạo bàn giao mặt bằng khu vực ngoài ranh dự án 174ha Thạnh Mỹ Lợi cho CTCP Đầu tư hạ tầng kỹ thuật TP (CII) vào cuối tháng 9/2010.

Ngày 15/10/2010, CTCP Đầu tư và Xây dựng Xa Lộ Hà Nội (doanh nghiệp do CII thành lập) được chấp thuận vay vốn từ ngân hàng thế giới World bank tổng số tiền 262 tỷ đồng, thời hạn vay 14 năm.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Doanh thu hoạt động tài chính chiếm tỷ trọng lớn trong tổng thu nhập. Doanh thu tài chính chiếm hơn 60% doanh thu trong năm 2009 và dự kiến tỷ lệ này sẽ được duy trì trong các năm tiếp theo. Với chính sách duy trì thu nhập ổn định, các dự án đầu tư của CII sẽ được thanh lý dần để đảm bảo ổn định nguồn thu cho CII. Trong năm 2010-2011 CII sẽ tiếp tục thực hiện thoái vốn tại các công ty mà CII có sở hữu dưới 51% vốn điều lệ nhằm hiện thực hóa lợi nhuận như thoát toàn bộ vốn tại CTCP BOO Nước Thủ Đức trong năm 2010-2011,... Dự kiến hoạt động đầu tư sẽ đem lại doanh thu khoảng 700 tỷ cho Công ty trong năm 2011.

Hoạt động đầu tư tập trung vào các dự án cơ sở hạ tầng. 73.3% vốn đầu tư của công ty dành cho các dự án hạ tầng. Hiện CII có 7 dự án cầu đường giao thông, 3 dự án nước sạch và 2 dự án hạ tầng khu công nghiệp. Với tiềm năng và giá trị của những dự án mà CII đã và đang sở hữu đã phần nào phản ánh khả năng và thế mạnh của Công ty trong ngành.

Nhu cầu vốn lớn để triển khai các dự án hạ tầng. Trong vòng 3 năm tới ước tính nhu cầu vốn đầu tư CII cần lên đến hơn 8.000 tỷ đồng. Tuy nhiên, các dự án mà CII đang triển khai (bao gồm các dự án BOO, BTT...) có tính khả thi cao và khả năng rủi ro thấp vì vậy khả năng huy động vốn đầu tư của những dự án này được đánh giá cao (được tiếp cận nguồn vốn ưu đãi từ Ngân hàng Phát triển Việt Nam, phát hành trái phiếu quốc tế...).

Kết quả kinh doanh 2010 khả quan. Chúng tôi ước tính kết quả kinh doanh năm 2010 của CII đạt khoảng 740 tỷ đồng doanh thu và 440 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, EPS đạt **5.868 đồng/cổ phần**.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Khuyến nghị đầu tư. Mức giá đang giao dịch hiện tại của CII tương đương với mức P/E dự báo 2010 vào khoảng 6,1 lần, đây là mức P/E khá hấp dẫn so với thị trường. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CII, mức giá kỳ vọng chúng tôi đưa ra là **42.600 đồng/cổ phần**.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	67.000
Giá thấp nhất 52 tuần	65.000
Giá cao nhất 52 tuần	150.000
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	2.183
SL cổ phiếu lưu hành	30.750.000
KLGD bình quân 10 ngày	16.698

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	1.772	1.928
Vốn chủ sở hữu	185	308
Tổng doanh thu	1.962	2.500
Lợi nhuận sau thuế	228	235

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	7,6%	27,4%
Tăng trưởng LNST	58,2%	3,1%
Tăng trưởng Tài sản	53%	9,0%
Tăng trưởng Vốn CSH	25%	14,0%
Tăng trưởng EPS	2,9%	-38,5%
ROE	21%	17%
ROA	13%	11%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	12.363	7.642
P/E (lần)	-	8,8
P/B (lần)	-	1,8

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

COTECCONS là nhà thầu xây dựng chuyên nghiệp hàng đầu của Việt Nam trong lĩnh vực thi công xây dựng những công trình có quy mô lớn trong cả nước trên cả 4 lĩnh vực xây dựng: căn hộ cao cấp, cao ốc văn phòng, nhà xưởng và khách sạn - khu du lịch cao cấp.

ĐIỂM TIN MỚI

Vừa mới kí kết hợp đồng thầu thi công dự án trị giá 953 tỷ đồng. Tháng 06/2010, công ty kí kết hợp đồng thầu thi công dự án “ Căn hộ cao cấp City Garden” giữa chủ đầu tư City Garden Apartment Ltd và công ty xây dựng Cotecons. City Garden được xem là công trình có quy mô lớn nhất của Cotecons đến thời điểm hiện nay tại khu vực phía Nam với tổng giá trị thầu 953 tỷ đồng.

Doanh thu và lợi nhuận của 9 tháng đầu năm 2010 ước tính tương ứng 2.205 tỷ và 189 tỷ đồng, tương đương với 93% kế hoạch doanh thu và 90% kế hoạch lợi nhuận. Như vậy việc hoàn thành vượt mức kế hoạch 2010 là hoàn toàn có thể thực hiện được.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Contecons hiện là thương hiệu hàng đầu thị trường xây dựng Việt Nam với các công trình có kết cấu phức tạp và quy mô lớn. Một số các công trình tiêu biểu có thể kể đến như dự án Marble Mountain Resort của chủ đầu tư Indochina Land với giá trị 1.000 tỷ đồng, The Manor của Bitexco, Everich của Phát Đạt (350 tỷ đồng), Carina của NBB (355 tỷ đồng) hay Kenton của Công ty Tài Nguyên (477 tỷ đồng)... CTD còn là công ty dẫn đầu trong top các doanh nghiệp xây dựng niêm yết hiện nay cả về quy mô tổng tài sản và doanh thu.

Năng lực thi công hiện đại với khả năng thực hiện tổng thầu toàn bộ công trình. CTD hiện sở hữu nhiều trang thiết bị, công nghệ thi công xây dựng hiện đại, và luôn là doanh nghiệp đi đầu trong việc cập nhật các trang thiết bị thi công có tính cải tiến

Giá trị hợp đồng đã kí kết đảm bảo cho CTD tiếp tục tăng trưởng tốt (trên 15% mỗi năm) cho ít nhất là hai năm tiếp theo. Tổng giá trị hợp đồng thi công CTD đã kí kết và thực hiện trong năm 2010 và các năm kế tiếp là 5.600 tỷ đồng. Thêm vào đó, giá trị hợp đồng còn có thể tăng thêm khi CTD trúng thầu thêm các hợp đồng khác. Với kế hoạch doanh thu năm 2010 là 2.300 tỷ, năm 2011 khoảng 2.500 tỷ thì việc đảm bảo kế hoạch doanh thu của cả hai năm là không quá khó đối với công ty.

Năm 2010, doanh thu có thể đạt khoảng 2.500 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 235 tỷ đồng, tương ứng với EPS 2010 khoảng 7.642 đồng. So với năm 2009, tốc độ tăng trưởng doanh thu khoảng 28% và lợi nhuận sau thuế tăng khoảng 3%.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

CTD là một công ty xây dựng hàng đầu với uy tín và tên tuổi đã được công nhận trên cả nước. Công ty có năng lực tài chính lành mạnh với lượng tiền mặt dồi dào, nợ vay thấp. Hoạt động kinh doanh khá ổn định và tăng trưởng doanh thu duy trì ở mức cao. Mức EPS dự kiến 2010 là 7.642 đồng/CP, tương đương với mức P/E dự kiến là 8,8x, thấp hơn bình quân thị trường nhưng cao hơn bình quân của ngành. Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu CTD.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	33.100
Giá thấp nhất 52 tuần	32.400
Giá cao nhất 52 tuần	72.180
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	2.612
SL cổ phiếu lưu hành	79.079.175
KLGD bình quân 10 ngày	229.804

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Doanh thu thuần	1.774	2.317
Lợi nhuận sau thuế	323	295
Tổng tài sản	4.511	5.489
Vốn chủ sở hữu	2.471	3.290

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	-7,2%	30,6%
Tăng trưởng LNST	915,8%	-8,5%
Tăng trưởng Tài sản	8,9%	21,7%
Tăng trưởng Vốn CSH	10,8%	33,2%
Tăng trưởng EPS	915,8%	-46%
Lợi nhuận gộp biên	14,4%	18,1%
Lợi nhuận thuần biên	18,2%	12,8%
ROE	7,5%	5,9%
ROA	13,7%	10,3%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	6.802	3.677
P/E (lần)	4,9	9,0
P/B (lần)	0,6	0,8

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Hoạt động sản xuất kinh doanh của Gemadept bao gồm 4 mảng chính: khai thác cảng biển; vận tải nội thủy và quốc tế; dịch vụ đại lý và cho thuê văn phòng. Trong các lĩnh vực trên thì hoạt động khai thác cảng biển hứa hẹn sẽ là mảng rất có tiềm năng của Gemadept nhất là khi dự án cảng nước sâu Gemalink quy mô lớn nhất cả nước đi vào hoạt động.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Khai thác cảng biển là một trong những thế mạnh nổi trội của Gemadept. Gemadept có hệ thống cảng biển trải dài trên cả 3 miền Bắc - Trung - Nam và tập trung chủ yếu tại các vùng kinh tế trọng điểm. Trong số các cảng thuộc sở hữu của Gemadept thì đáng chú ý có cảng ICD Phước Long, đây là cảng có vị trí hết sức thuận lợi, nằm gần sát với các khu công nghiệp hiện tại ở phía Đông Bắc của Tp. Hồ Chí Minh, đây là các trung tâm sản xuất mà từ đó các mặt hàng xuất khẩu sẽ được chuyển ra cảng. Ngoài ra, với vị trí nằm sát bên sông Sài Gòn còn giúp cho Gemadept phát triển dịch vụ Midstream chuyển tải container bằng đường thủy nội địa từ tàu neo đậu ngoài phao về các cảng và ngược lại.

Sản lượng ICD Phước Long dẫn đầu các cảng ICD phía Nam. Nhờ vị trí thuận lợi đã giúp cho ICD Phước Long là cảng có lượng container thông qua đứng đầu trong số các cảng ICD phía Nam. ICD Phước Long còn có thể so sánh tương đương với các cảng container chuyên dụng lớn tại khu vực Tp. Hồ Chí Minh như cảng Sài Gòn, cảng VICT và chỉ đứng sau Tân Cảng Sài Gòn về sản lượng và thị phần.

Tiềm năng cảng biển trong tương lai của Gemadept sẽ rất lớn. Tiềm năng cảng biển của Gemadept không nằm ở những cảng đang khai thác hiện tại mà sẽ tập trung chủ yếu vào những dự án mà Công ty đang triển khai trong đó đáng chú ý là cảng nước sâu Gemalink quy mô lớn nhất cả nước, có khả năng tiếp nhận tàu 200.000 DWT. Cảng Gemalink là cảng lớn nhất trong cụm 5 cảng tại khu Cái Mép - Thị Vải, công suất trong giai đoạn đầu mới đưa vào khai thác là 1,2 triệu TEUs/năm. Nếu tính tổng các dự án cảng biển Gemadept đang triển khai khi hoàn thành dự kiến vào năm 2013 sẽ làm quy mô công suất tăng gấp 3 lần.

Gemadept đang sở hữu rất nhiều bất động sản và cảng biển giá trị, trong đó có thể kể tới như: cao ốc Gemadept, khu đất Lê Lợi, cảng Cái Mép, khu dân cư Bắc Rạch Chiếc. Những tài sản này ngoài việc có giá trị lớn thì việc khai thác chúng sẽ mang lại tiềm năng đáng kể trong tương lai, nếu được định giá lại theo giá thị trường thì có thể làm cho vốn chủ sở hữu của Gemadept tăng gấp **1,8 lần từ 3.290 tỷ đồng lên 5.952 tỷ đồng.**

Cổ phiếu đang được giao dịch dưới mức giá trị sổ sách. Giá trị sổ sách của cổ phiếu GMD hiện là 41.000 đồng/cổ phần, giá trị sổ sách nếu được định giá lại sẽ vào khoảng **74.100 đồng/cổ phần.**

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

*Kết quả kinh doanh của Gemadept có thể chưa có đột biến trong vòng 2-3 năm tới bởi hầu hết các dự án của Công ty đang trong giai đoạn đầu tư chưa thể đi vào hoạt động. Do vậy mà P/E sẽ không hấp dẫn trong ngắn hạn và trung hạn. Tuy nhiên, đầu tư vào cổ phiếu GMD là đầu tư vào khối tài sản mà Gemadept đang sở hữu, những tài sản này sẽ đem lại nguồn doanh thu và lợi nhuận lớn trong tương lai. Mức giá giao dịch hiện tại của cổ phiếu GMD thấp hơn nhiều so với giá trị sổ sách của Công ty, do đó chúng tôi khuyến nghị **MUA MẠNH** đối với cổ phiếu GMD. Mức giá kỳ vọng chúng tôi đưa ra là **56.900 đồng/cổ phần**, chúng tôi cho rằng đây mới là mức giá phản ánh đúng tiềm năng của doanh nghiệp.*

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	10.600
Giá thấp nhất 52 tuần	10.400
Giá cao nhất 52 tuần	17.950
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	2489
SL cổ phiếu lưu hành	232.600.000
KLGD bình quân 10 ngày	411.661

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	6.388	8.819
Vốn chủ sở hữu	1.437	2.469
Tổng doanh thu	1.929	3.213
Lợi nhuận sau thuế	-17	103

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	74%	67%
Tăng trưởng LNST	-120%	-715%
Tăng trưởng Tài sản	9%	38%
Tăng trưởng Vốn CSH	92%	72%
Tăng trưởng EPS	-110%	-490%
Lợi nhuận gộp biên	8%	13%
Lợi nhuận thuần biên	17%	10%
ROE	-1%	4%
ROA	0%	1%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	-114	445
P/E (lần)	-92,9	23,8
P/B (lần)	1,1	1,1

THÔNG TIN CHUNG VỀ CÔNG TY

Lĩnh vực kinh doanh chính của PV Trans là hoạt động vận tải biển, hoạt động này đóng góp khoảng 73% doanh thu cho Công ty. Ngoài ra, PVT còn có 1 số hoạt động khác như dịch vụ kho nổi FSO/FPSO (chiếm 3% doanh thu), dịch vụ thương mại (13% doanh thu). Trong lĩnh vực vận tải biển thì mảng vận tải dầu thô là hoạt động đem lại doanh thu lớn nhất (khoảng 64,4%), hoạt động vận tải dầu sản phẩm và LPG lần lượt đóng góp 20,5% và 15,1% doanh thu vận tải biển.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Năng lực vận tải hàng lỏng lớn nhất cả nước. Tổng trọng tải đội tàu hàng lỏng (bao gồm dầu thô và dầu sản phẩm) của PVT là 667.143 DWT tương ứng với 33% năng lực đội tàu hàng lỏng của cả nước. PVT cũng là đơn vị vận tải tàu dầu thô duy nhất trong nước với tổng trọng tải đạt 403.000 DWT; đội tàu dầu sản phẩm đứng thứ 3 và đội tàu LPG lớn nhất.

Đầu ra được đảm bảo nhờ nguồn hàng vận tải cho Dung Quất. PVT hiện đang là doanh nghiệp độc quyền vận chuyển 100% dầu thô đầu vào, 50% lượng dầu sản phẩm và 100% lượng khí đầu ra cho Dung Quất. Công suất hiện tại của Dung Quất là 6 triệu tấn dầu thô; 5,6 triệu tấn dầu sản phẩm và 560.000 tấn khí LPG, đủ đáp ứng 75% năng lực vận tải dầu thô, 65% năng lực vận tải dầu sản phẩm và 50% năng lực vận tải LPG. Tới năm 2015 khi các NMLD Long Sơn và Nghi Sơn đi vào hoạt động sẽ làm tăng nhu cầu vận chuyển dầu thô đầu vào lên 4 lần, nhu cầu vận chuyển dầu sản phẩm và khí tăng lên hơn 3 lần.

Hiệu quả hoạt động ổn định hơn khi vận tải cho Dung Quất. Hiệu quả hoạt động của PV Trans không có nhiều điểm nổi trội hơn so với các công ty vận tải hàng lỏng khác như Vipco hoặc Vitaco. Tuy nhiên, khi thực hiện vận chuyển cho Dung Quất đã giúp cho biên lợi nhuận sau thuế và chỉ số ROE của PV Trans đạt mức ổn định hơn (ROE đạt khoảng 2%, biên lợi nhuận sau thuế dao động trong khoảng 2-4%). Mặc dầu vậy, đây là mức tỷ suất biên lợi nhuận khá thấp và PV Trans gần như đang hoạt động quanh điểm hòa vốn.

Tăng trưởng ổn định trong trung hạn và tăng trưởng nhanh trong dài hạn. Nhà máy lọc dầu Dung Quất đi vào hoạt động ổn định từ đầu năm 2010 sẽ đảm bảo cho doanh thu và lợi nhuận của PVT tăng trưởng trung bình 14,4% và 25,7% trong giai đoạn 2010-2014. Kết quả kinh doanh của PV Trans hứa hẹn sẽ đạt mức tăng trưởng khả quan hơn khi cả 2 Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn và Long Sơn đi vào hoạt động.

Chi phí lãi vay và rủi ro tỷ giá cao. Số dư vay nợ của PVT chiếm 52% khoảng tổng tài sản của Công ty, tính riêng chi phí lãi vay phải trả trong năm 2010 của PV Trans khoảng 157 tỷ đồng. Cơ cấu vốn tự có và vốn vay để đầu tư mới 1 tàu là 30%/70%, do vậy chi phí lãi vay của Công ty trong các năm tới sẽ tiếp tục tăng lên theo tốc độ đầu tư đội tàu. Bên cạnh đó, trong khoản nợ dài hạn của PVT thì 80% là vay nợ bằng ngoại tệ bao gồm 84,6 triệu USD và 7.057 triệu Yên Nhật; nguồn nợ này mang lại rủi ro lỗ tỷ giá rất lớn đối với Công ty, tính riêng năm 2010 ước tính Công ty phải chịu một khoản lỗ tỷ giá vào khoảng 95,6 tỷ đồng.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Về ngắn hạn, EPS 2010 của PVT là khoảng 630 đồng/cổ phiếu tương đương với EPS dự báo 2010 vào khoảng 23,8 lần, so với mức P/E trung bình của thị trường khoảng 9,9 lần và so sánh tương quan với nhiều cổ phiếu khác thì giá cổ phiếu PVT hiện không ở mức hấp dẫn để đầu tư. Về dài hạn, với lợi thế độc quyền vận chuyển cho Nhà máy lọc dầu Dung Quất và xa hơn là Nghi Sơn và Long Sơn sẽ đảm bảo cho PVT có nguồn doanh thu và lợi nhuận ổn định. Do đó chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư có thể **NĂM GIỮ** cổ phiếu PVT với mục đích đầu tư dài hạn. Mức giá hợp lý để đầu tư dài hạn chúng tôi đưa ra là **20.000 đồng/cổ phần**.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	10.900
Giá thấp nhất 52 tuần	10.900
Giá cao nhất 52 tuần	16.000
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	1.526
SL cổ phiếu lưu hành	140.000.000
KLGD bình quân 10 ngày	445.255

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Doanh thu thuần	2.005	2.620
Lợi nhuận sau thuế	53	127
Tổng tài sản	4.634	5.621
Vốn chủ sở hữu	1.441	1.469

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	-31%	35%
Tăng trưởng LNST	-82%	142%
Tăng trưởng Tài sản	5%	21%
Tăng trưởng Vốn CSH	0%	2%
Tăng trưởng EPS	-82%	142%
Lợi nhuận gộp biên	7%	14%
Lợi nhuận thuần biên	3%	5%
ROE	4%	9%
ROA	1%	2%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	376	907
P/E (lần)	29,0	12,0
P/B (lần)	1,1	1,0

THÔNG TIN CHUNG VỀ CÔNG TY

Lĩnh vực kinh doanh. Hoạt động kinh doanh chủ yếu của VOSCO là vận tải biển trong nước và quốc tế (chiếm 95% tổng doanh thu của Công ty) bao gồm vận tải hàng rời, sản phẩm dầu và hàng container. Trong 3 mảng vận tải trên, vận tải hàng rời là hoạt động mang lại phần lớn doanh thu cho Công ty (khoảng 65%), vận tải tàu dầu xếp ở vị trí thứ 2 với tỷ trọng khoảng 25%-30%, mảng vận tải container đang được Công ty tập trung để phát triển hài hòa cả 3 nhóm tàu.

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Năng lực vận tải lớn nhất Việt Nam. VOSCO là công ty lớn nhất tại Việt Nam xét về năng lực vận tải, đội tàu của VOSCO có tổng trọng tải gần 600.000 DWT, chiếm khoảng 20% tổng năng lực vận tải biển của Tổng công ty Hàng hải Việt Nam (Vinalines) và 10% của đội tàu cả nước.

Năng lực cạnh tranh quốc tế. VOSCO là một trong số rất ít các doanh nghiệp vận tải biển Việt Nam có khả năng hoạt động và cạnh tranh trên thị trường quốc tế. Công ty có khả năng tự quản lý và khai thác tàu, chủ động tìm kiếm khách hàng và thị trường đầu ra, hoạt động khai thác và vận hành tàu không bị phụ thuộc vào đối tác khác.

Đội tàu hàng rời theo đánh giá độc lập của một tổ chức bảo hiểm có giá trị lớn gấp hơn 2 lần giá trị sổ sách. Giá trị sổ sách đội tàu của VOSCO tính đến thời điểm 30/6/2010 khoảng 3.515 tỷ đồng. Theo đánh giá độc lập của một đơn vị bảo hiểm thì giá trị thị trường toàn bộ đội tàu của VOSCO lên tới 5.790 tỷ đồng. Nguyên nhân là do mức độ trượt giá của tàu đóng mới cũng như hoạt động kinh doanh thuận lợi trong những năm trước nên VOSCO đã áp dụng chính sách khấu hao nhanh. Kể từ năm 2008, Công ty áp dụng chính sách khấu hao đúng theo quy định của Bộ tài chính đối với tàu đã qua sử dụng và tàu đóng mới. Do vậy, ngoại trừ những tàu mới đầu tư trong năm 2009-2010, rất nhiều tàu có giá trị sổ sách nhỏ hơn so với giá trị thị trường.

Đặc thù của ngành vận tải biển là chi phí cố định (khấu hao và một số chi phí cố định khác) chiếm tỷ trọng khá lớn, khoảng 24% giá vốn hàng bán, nếu giá cước chỉ cần phục hồi nhẹ thì biên lợi nhuận của Công ty sẽ được cải thiện rõ rệt.

Hoạt động thanh lý tàu đóng góp khoản lợi nhuận khoảng 105 tỷ đồng trong năm 2010. Năm 2010, VOSCO đã tiến hành thanh lý tàu hàng khô Cabot Orient với giá 0,8 triệu USD và bán 2 tàu dầu vỏ đơn Đại Hùng và Đại Long (doanh thu đạt tổng cộng 6,05 triệu USD) do 2 tàu này không còn thích hợp đối với hoạt động vận tải hàng dầu. Sau khi trừ khi các khoản chi phí, tổng lợi nhuận thu về từ việc bán 3 tàu trên là 105 tỷ đồng.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mặc dù ngành vận tải biển vẫn chưa hết khó khăn nhưng với vị thế của một công ty dẫn đầu ngành, chúng tôi rất lạc quan về triển vọng dài hạn của VOSCO khi thị trường vận tải biển khởi sắc trở lại. Đầu tư vào cổ phiếu VOSCO là đòn đầu vào ngành đang trên đà hồi phục nên sẽ phù hợp cho mục tiêu nắm giữ lâu dài. Bên cạnh đó, giá cổ phiếu VOS đang giảm về mức rất hấp dẫn để đầu tư dài hạn (giảm hơn 30% so với sự giảm 3% của VN-Index trong vòng hơn 1 tháng trở lại đây. Do vậy, chúng tôi thay đổi khuyến nghị từ MUA sang MUA MẠNH cổ phiếu VOS với mục đích đầu tư dài hạn, mức giá hợp lý chúng tôi khuyến nghị là 23.800 đồng/cổ phần.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	44.900
Giá thấp nhất 52 tuần	40.000
Giá cao nhất 52 tuần	94.000
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	9.451
SL cổ phiếu lưu hành	210.508.215
KLGD bình quân 10 ngày	140.976

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	12.368	12.965
Vốn chủ sở hữu	4.231	4.788
Tổng doanh thu	4.096	6.769
Lợi nhuận sau thuế	814	1.085

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	9,9%	65,2%
Tăng trưởng LNST	-11,7%	33,3%
Tăng trưởng Tài sản	43,3%	4,8%
Tăng trưởng Vốn CSH	98,3%	13,2%
Tăng trưởng EPS	-44,5%	33,3%
Lợi nhuận gộp biên	30,2%	24,4%
Lợi nhuận thuần biên	20,6%	17,4%
ROE	19,3%	22,9%
ROA	6,6%	8,4%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	3.870	5.158
P/E (lần)	11,6	8,7
P/B (lần)	2,24	2,0

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

PVD bao gồm 6 công ty thành viên, cung cấp các dịch vụ liên quan đến hoạt động khoan ngoài khơi và trên đất liền cho các nhà thầu dầu khí.

ĐIỂM TIN MỚI

Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2010 vượt kế hoạch. PVD đạt 5.425 tỷ đồng doanh thu và 710 tỷ LNTT tương ứng đạt 106% và 88% kế hoạch cả năm 2010.

UBCK cho phép PVD được hạch toán BCTC bằng đồng USD kể từ năm 2010. Việc hạch toán bằng đồng USD sẽ giúp công ty giảm được sự ảnh hưởng của phương thức hạch toán lên kết quả kinh doanh.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Tiềm năng dịch vụ dầu khí Việt Nam còn lớn. Trữ lượng dầu đã được chứng minh của Việt Nam duy trì ở mức khoảng 4,6 tỷ thùng trong 2 năm gần đây và các hoạt động thăm dò ở Việt Nam vẫn tiếp tục có các khám phá mới. Ngoài ra, dự kiến PVN có nhu cầu khoan khoảng 900 giếng khoan trong giai đoạn 2010-2015.

Doanh nghiệp duy nhất cung cấp dịch vụ khoan thuộc Tập đoàn Dầu Khí Quốc Gia Việt Nam (PVN). Các hợp đồng dịch vụ khoan được đấu thầu tuy nhiên nếu mức giá ở mức cạnh tranh thì PVD có lợi thế cạnh tranh hơn trong việc giành các hợp đồng dịch vụ khoan từ các nhà thầu dầu khí khi hợp tác với PVN tại Việt Nam do mối quan hệ giữa PVN và PVD.

Tăng mạnh thị phần dịch vụ khoan trong năm 2010. Do vận hành thêm 3 giàn khoan mới đi thuê lại nâng tổng số giàn PVD đang hoạt động tại Việt Nam lên 6 giàn đều là loại giàn tự nâng (jackups), trong khi tổng số giàn jackups tại Việt Nam là 12 giàn. Do đó, thị phần dịch vụ cho thuê giàn khoan của PVD tăng từ 30% năm 2009 lên 50% năm 2010. Bên cạnh đó, số lượng giàn khoan tăng thúc đẩy nhu cầu dịch vụ liên quan đến hoạt động khoan giúp PVD chiếm khoảng 80% thị phần dịch vụ kỹ thuật giếng khoan năm 2010 từ mức 50% năm 2009.

Hiệu suất sử dụng giàn khoan có thể đạt ở mức cao. Chúng tôi kỳ vọng 3 giàn khoan sẽ hoạt động đầy đủ đến cuối năm do đó đã có hợp đồng nên có thể duy trì được hiệu suất ở mức cao (khoảng 90%). Về dài hạn, với sự hỗ trợ từ PVN, PVD sẽ không khó để kiếm hợp đồng khi thị trường khoan Việt Nam được dự báo vẫn còn tiềm năng tăng trưởng lớn.

Biên lợi nhuận gộp của PVD tăng lên khi giá dầu thế giới phục hồi. Giá dầu thô tác động cùng chiều đến giá cho thuê giàn khoan trong khi chi phí vận hành giàn khoan hầu như cố định. Do đó, về dài hạn chúng tôi kỳ vọng giá cho thuê giàn khoan sẽ tăng trở lại giúp cải thiện biên lợi nhuận của Công ty.

Kế hoạch đầu tư thêm 2 giàn khoan nước sâu TAD và MPJU. Tổng nhu cầu vốn đầu tư khoảng 2.700 tỷ đồng. Dự kiến 2 giàn khoan này hoàn thành vào năm 2012 nâng tổng số giàn khoan PVD sở hữu lên 5 giàn chiếm lĩnh thị trường khoan trong nước.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

*Vị thế của PVD là doanh nghiệp duy nhất thuộc PVN cung cấp dịch vụ cho thuê giàn khoan, đang chiếm 50% thị trường giàn khoan tại Việt Nam và là doanh nghiệp được hưởng lợi từ sự phục hồi của giá dầu thế giới. Mức giá hiện tại tương ứng P/E 2010 ở mức 8,6 lần thấp hơn hẳn so với P/E ngành trên thế giới khoảng 17 lần. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PVD cho mục tiêu đầu tư dài hạn.*

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	11.000
Giá thấp nhất 52 tuần	10.900
Giá cao nhất 52 tuần	24.900
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	2.289
SL cổ phiếu lưu hành	206.241.246
KLGD bình quân 10 ngày	521.397

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	2.581	2.924
Vốn chủ sở hữu	2.261	2.326
Tổng doanh thu	518	466
Lợi nhuận sau thuế	373	329

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	7,0%	-10,0%
Tăng trưởng LNST	0,6%	-11,0%
Tăng trưởng Tài sản	3,9%	13,3%
Tăng trưởng Vốn CSH	5,6%	2,9%
Tăng trưởng EPS	-32,9%	-11,8%
Lợi nhuận gộp biên	64,3%	58,5%
Lợi nhuận thuần biên	72,1%	70,6%
ROE	16,5%	14,1%
ROA	14,5%	11,3%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	1.809	1.596
P/E (lần)	6,14	6,96
P/B (lần)	0,98	0,96

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Lĩnh vực kinh doanh. VSH sở hữu 2 nhà máy thủy điện lớn tại khu vực Miền Trung, Tây Nguyên với tổng công suất là hiện tại 136 MW, chiếm 1,1% công suất phát điện quốc gia. Sản lượng điện hàng năm của VSH vào khoảng 760 triệu kwh.

ĐIỂM TIN MỚI

Đăng ký mua lại 4.000.000 cổ phiếu quỹ trong thời gian từ 25/08/2010 đến 23/11/2010.

Thông qua phương án phát hành 1000 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp, kỳ hạn 5 năm. Thời gian thực hiện là cuối 2010, đầu 2011. Mục đích phát hành: huy động vốn để triển khai các dự án Thủy điện Thượng Kontum và thủy điện Vĩnh Sơn 3.

Tình trạng hạn hán năm 2010 khá nghiêm trọng ảnh hưởng đến khả năng phát điện các tháng cuối năm 2010 và những tháng đầu năm 2011. Hiện tại đang là mùa khô của các tỉnh miền Trung, vì vậy mực nước các hồ của VSH đang ở mức thấp. Tuy nhiên, năm 2010 diễn biến thời tiết rất thất thường, lượng mưa đạt thấp hơn trung bình nhiều năm nên việc phát điện và dự trữ nước cho năm sau gặp nhiều khó khăn.

Đạt 87% kế hoạch phát điện. Tính đến hết quý 3/2010, sản lượng điện của VSH đạt 610 triệu kwh, đạt 87% kế hoạch (700 triệu kwh).

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Hoạt động sản xuất điện ổn định. Tuy kết quả kinh doanh phụ thuộc nhiều vào điều kiện thời tiết (nguồn nước) nhưng điện sản xuất ra luôn được tiêu thụ hết với mức giá cố định. Các chi phí phần lớn được thể hiện dưới dạng các khoản định phí (khấu hao, lãi vay, chi phí nhân công). Nhiều khả năng doanh thu và lợi nhuận của VSH sẽ giữ ổn định, không có sự đột biến đáng kể nào nếu không có sự thay đổi về giá điện.

Suất đầu tư thấp, vị trí tốt. Do các biến động trượt giá của nền kinh tế toàn cầu cũng như Việt Nam, suất đầu tư cho các dự án điện nói chung và các dự án thủy điện nói riêng đã và đang tăng lên hàng năm. VSH có lợi thế đi trước, suất đầu tư thấp hơn so với các dự án thủy điện mới. Đồng thời vị trí đặt nhà máy là những vị trí có điều kiện tự nhiên tốt, thuận lợi cho các hoạt động sản xuất kinh doanh. Những vị trí tốt để đầu tư các nhà máy thủy điện mới hiện không còn nhiều.

Công suất có thể tăng lên gấp gần 2,8 lần khi các dự án mới đi vào hoạt động. VSH hiện đang triển khai đầu tư 2 dự án thủy điện mới với công suất lớn là thủy điện Thượng Kontum (công suất 220MW), dự án thủy điện Vĩnh Sơn 3 (công suất 30MW). Khi các dự án này đi vào hoạt động, dự kiến cuối năm 2014, công suất và sản lượng điện trung bình của VSH có thể tăng lên 2,8 lần so với hiện tại.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

*VSH là một doanh nghiệp thủy điện với hoạt động sản xuất kinh doanh có tính ổn định cao và khả năng tăng trưởng trong dài hạn. Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền của chúng tôi cho thấy mức giá hợp lý của cổ phiếu VSH khoảng **16.800 VND/cổ phần** (chúng tôi chưa tính dòng tiền của dự án Thượng Kontum trong kết quả định giá này do chưa có đủ thông tin).*

Với mức giá hiện nay, tương đương với P/E 2010 là 6,96 lần. Cổ phiếu VSH thích hợp cho các nhà đầu tư dài hạn, có mức chấp nhận rủi ro thấp và có nhu cầu hưởng cổ tức cao.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	28.400
Giá thấp nhất 52 tuần	28.400
Giá cao nhất 52 tuần	72.250
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	1.200
SL cổ phiếu lưu hành	42.249.837
KLGD bình quân 10 ngày	76.258

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Doanh thu thuần	1.164	1.753
Lợi nhuận sau thuế	560	796
Tổng tài sản	2.504	2.804
Vốn chủ sở hữu	292	161

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	16%	12%
Tăng trưởng LNST	3.153%	-45%
Tăng trưởng Tài sản	1%	51%
Tăng trưởng Vốn CSH	105%	42%
Tăng trưởng EPS	2.502%	-69%
Lợi nhuận gộp biên	25%	17%
Lợi nhuận thuần biên	13%	7%
ROE	52%	20%
ROA	25%	9%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	11.669	3.599
P/E (lần)	2,4	7,9
P/B (lần)	2,8	2,8

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Lĩnh vực sản xuất kinh doanh chính là sản xuất kinh doanh các loại sẵm lốp. Hoạt động này đóng góp 90,27% vào doanh thu và 85,42% vào lợi nhuận của Casumina. Sản phẩm thế mạnh của Casumina là sẵm lốp ô tô đặc biệt là phân khúc ô tô tải nhẹ (48% doanh thu, 40% lợi nhuận) và sẵm lốp xe máy (38% doanh thu, 46% lợi nhuận). Ngoài ra, Casumina còn đang triển khai các dự án bất động sản chung cư và văn phòng cho thuê tại quận 3 và quận 4 thành phố Hồ Chí Minh, hiện tại hoạt động này chưa có đóng góp vào doanh thu và lợi nhuận cho Công ty.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Quy mô và công suất dẫn đầu các doanh nghiệp sản xuất sẵm lốp trong nước. Hiện tại, công suất sản xuất lốp ô tô của Casumina đạt 1.200.000 chiếc/năm, bằng cao su Đà Nẵng (DRC), tuy nhiên công suất sản xuất lốp xe máy của Casumina đạt 6.000.000 lốp/năm, gấp 6 lần DRC.

Sản lượng và thị phần dẫn đầu ngành. Cả nước hiện có 3 công ty sản xuất sẵm lốp là Casumina, Cao su Đà Nẵng (DRC), Cao su Sao Vàng (SRC) trong đó riêng Casumina đã chiếm khoảng 55% thị phần mảng lốp ô tô và xe tải nhẹ, sẵm lốp xe máy là 35% và thị phần sẵm lốp xe đạp đạt khoảng 30%.

Đầu tư nhà máy sản xuất lốp ô tô Radial toàn thép với quy mô lớn. Hiện nay, Casumina đang đầu tư nâng cao công suất nhà máy sản xuất lốp ô tô Radial từ 200.000 lốp/năm lên 1.000.000 lốp/năm với tổng mức đầu tư là 3.539 tỷ đồng (giai đoạn 1 là 2.020 tỷ đồng). Sau khi dự án hoàn thành, quy mô và năng lực sản xuất lốp ô tô của CSM được nâng lên 2.000.000 lốp/năm, dẫn đầu trong các doanh nghiệp sản xuất sẵm lốp ô tô trong nước.

Rủi ro lớn từ biến động giá nguyên liệu đầu vào. Nguyên liệu phục vụ cho sản xuất sẵm lốp bao gồm cao su, vải mảnh, thép tanh, than đen và một số loại hóa chất khác. Chi phí nguyên liệu chiếm tỷ trọng khoảng 65% giá thành sản xuất trong đó cao su là nguyên liệu chính chiếm tỷ trọng khoảng 58% tổng chi phí nguyên vật liệu và thường xuyên biến động với biên độ rất lớn, điều này ảnh hưởng trọng yếu tới hoạt động kinh doanh của Công ty. Cụ thể là trong 3 quý đầu năm 2010, giá cao su tăng 70% so với mức trung bình năm 2009 làm cho biên lợi nhuận của CSM giảm từ 25% xuống 17%. Nguồn cao su tự nhiên trong nước đảm bảo đủ nguyên liệu đầu vào cho CSM tuy nhiên giá bán trong nước vẫn tương đương với giá xuất khẩu.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

*Trong ngắn hạn, kết quả kinh doanh năm 2010 của CSM sẽ không có nhiều thuận lợi như trong năm 2009, EPS 2010 vào khoảng **3.600 đồng/cổ phần**, tương đương với mức P/E dự báo 2010 vào khoảng **7,9 lần**. So với P/E trung bình của thị trường khoảng 9,9 lần và so sánh tương quan với nhiều cổ phiếu khác thì thì giá cổ phiếu CSM hiện không ở mức hấp dẫn để đầu tư. Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu CSM.*

*Về trung và dài hạn, hoạt động sản xuất kinh doanh sẵm lốp của Casumina trong một vài năm tới vẫn đạt mức tăng trưởng tốt nhờ đưa nhà máy lốp radial toàn thép đi vào hoạt động, doanh thu và lợi nhuận sau thuế giai đoạn 2011-2014 được dự báo sẽ tăng trưởng lần lượt 19,2% và 29,8%. Mức giá hợp lý để đầu tư dài hạn chúng tôi đưa ra là **35.300 đồng/cổ phần**, mức giá này chưa tính đến hiệu quả từ các dự án bất động sản đem lại.*

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	54.000
Giá thấp nhất 52 tuần	41.600
Giá cao nhất 52 tuần	58.000
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	5.413
SL cổ phiếu lưu hành	100.240.000
KLGD bình quân 10 ngày	312.550

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị tỷ VND	2008	2009
Tổng tài sản	2.983	4.248
Vốn chủ sở hữu	2.076	2.413
Vốn điều lệ	571	795
Tổng doanh thu	1.456	1.529
Lợi nhuận sau thuế	(61)	523

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2008	2009
Tăng trưởng DT	18%	5%
Tăng trưởng LNST	-127%	-963%
Tăng trưởng Tài sản	-3%	41%
Tăng trưởng Vốn CSH	-15%	16%
Tăng trưởng EPS	-131%	-504%
Lợi nhuận gộp biên	25%	33%
Lợi nhuận thuần biên	-4%	34%
ROE	-4%	20%
ROA	-3%	11%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	8.568	5.100
P/E (lần)	6,3	10,65
P/B (lần)	1,79	2,16

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Hoạt động sản xuất kinh doanh chính của KDC là sản xuất bánh kẹo với cơ cấu sản phẩm đa dạng gồm nhiều dòng sản phẩm khác nhau. Hiện nay, ngoài mảng bánh trung thu có tính mùa vụ, KDC còn phát triển các dòng sản phẩm khác như bánh qui, bánh cracker, bánh bông lan và bánh mì công nghiệp... Thị trường trong nước chiếm khoảng 90% doanh thu, phần còn lại là doanh thu từ xuất khẩu sang Nhật, Mỹ, Đài Loan và Hong Kong. Ngoài ra, từ năm 2009, KDC còn mở rộng hoạt động kinh doanh sang lĩnh vực bất động sản.

ĐIỂM TIN MỚI

Sản lượng tiêu thụ bánh trung thu tăng 20% so với cùng kỳ. Trong năm 2010, ngoài việc phát triển nhiều loại bánh từ đại trà đến cao cấp, KDC còn tăng cường đội ngũ bán hàng, chú trọng đến đối tượng tiêu thụ là các cơ quan, xí nghiệp đồng thời mở rộng mạng lưới đến nhiều tỉnh thành. Do đó, sản lượng tiêu thụ bánh trung thu của KDC trong năm 2010 đạt trên 2.000 tấn, vượt 15% so với kế hoạch và tăng 20% so với cùng kì.

Doanh thu Q3 ước đạt vào khoảng 700 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế ước đạt 130 tỷ đồng.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Kinh Đô hiện đang nắm giữ phần lớn thị phần trong nước. Kinh Đô hiện đang dẫn đầu thị trường với khoảng 28% thị phần. Đối với dòng sản phẩm bánh trung thu, trong nhiều năm qua, Kinh Đô là thương hiệu dẫn đầu với 75% thị phần. KDC còn rất mạnh ở các dòng sản phẩm chủ lực khác như cracker (bánh AFC chiếm 50% thị phần), bánh bông lan (29% thị phần), bánh quy (25% thị phần).

Danh mục sản phẩm đa dạng. KDC sở hữu danh mục đa dạng với hơn 500 loại sản phẩm gồm tất cả các mảng kinh doanh trong ngành bánh kẹo. Điều này giúp cho Công ty đáp ứng được nhu cầu đa dạng của thị trường, nâng cao độ thâm nhập cũng như mức độ nhận biết thương hiệu.

Hệ thống phân phối rộng. KDC là một trong những công ty có hệ thống phân phối sâu và rộng nhất trong ngành thực phẩm hiện nay với khoảng 200 nhà phân phối chính; 75.000 điểm bán lẻ. Hệ thống phân phối rộng là một lợi thế cạnh tranh lớn mà KDC đang có được so với các đối thủ trong việc duy trì và gia tăng thị phần.

Kinh Đô đang sở hữu các dự án bất động sản tiềm năng Bất động sản là hoạt động có những đóng góp lớn vào lợi nhuận của KDC trong năm 2009 và 2010. Dự kiến sẽ tiếp tục đóng góp đáng kể vào lợi nhuận trong 3 năm tiếp theo chủ yếu từ dự án An Phước.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi ước tính EPS 2010 vào khoảng 5.100 đồng/CP, PE dự báo vào khoảng 10,6x. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng mức giá này đã phản ánh được tiềm năng của Công ty. Tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý cổ phiếu KDC có tính mùa vụ cao và hoạt động bất động sản có thể có những đóng góp đột biến vào lợi nhuận. Đây là những yếu tố cần theo dõi để có thể đưa ra các quyết định đầu tư trong ngắn hạn.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	33.600
Giá thấp nhất 52 tuần	29.000
Giá cao nhất 52 tuần	59.000
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	1.002
SL cổ phiếu lưu hành	30.000.000
KLGD bình quân 10 ngày	201.557

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	998	1.130
Vốn chủ sở hữu	672	720
Tổng doanh thu	1.100	1.153
Lợi nhuận sau thuế	158	239

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	-2,8%	4,8%
Tăng trưởng LNST	124,0%	47,8%
Tăng trưởng Tài sản	15,1%	13,3%
Tăng trưởng Vốn CSH	23,2%	36,9%
Tăng trưởng EPS	125,7%	50,8%
Lợi nhuận gộp biên	20,7%	29,4%
Lợi nhuận thuần biên	14,9%	20,9%
ROE	25,7%	33,7%
ROA	17,5%	22,7%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	5.454	8.226
P/E (lần)	6,01	3,99
P/B (lần)	1,42	1,32

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Lĩnh vực kinh doanh. LSS là doanh nghiệp đứng đầu về sản lượng sản xuất đường chiếm 8,4% sản lượng sản xuất đường tại Việt Nam mùa vụ 2009/2010. Bên cạnh đường, Công ty còn sản xuất cồn, đây là sản phẩm phụ chiếm khoảng trên 10% doanh thu.

ĐIỂM TIN MỚI

Kế hoạch tăng vốn từ 300 tỷ đồng lên 500 tỷ đồng để đầu tư nâng cao năng lực sản xuất kinh doanh.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Giá bán đường đang trong xu thế tăng. Giá bán buôn đường RE bình quân hiện đang ở mức trên 16,5 triệu đồng/tấn. Trên cơ sở đánh giá tình hình cung - cầu trên thế giới, trong khu vực và trong nước, ngành đường sẽ vẫn ở tình trạng cung không đủ đáp ứng nhu cầu. Giá đường RE bán buôn trong năm 2011 được các chuyên gia trong ngành đánh giá sẽ giao động ở mức khoảng trên 17 triệu đồng/tấn.

Khách hàng ổn định do khả năng đáp ứng được các đơn đặt hàng lớn. Khoảng 50% doanh thu của LSS đến từ các khách hàng có nhu cầu tiêu thụ đường lớn như Pepsi, Coca Cola, Kinh Đô,...

Chiếm vị thế đứng đầu toàn ngành về sản lượng trong những năm gần đây. Với 2 nhà máy có tổng công suất ép mía đạt 6.500 tấn/ngày LSS đứng thứ 3 ngành mía đường về công suất thiết kế, nhưng lại là công ty đứng đầu về sản lượng sản xuất với sản lượng hàng năm khoảng 75-80 nghìn tấn đường chiếm 8,6% sản lượng toàn ngành do có nguồn nguyên liệu ổn định.

Vùng nguyên liệu ổn định nhất trong ngành. So với các Công ty trong ngành, LSS là Công ty tổ chức được vùng nguyên liệu tốt và ổn định nhất trong những năm qua. Đây là lợi thế rất lớn đối với một công ty sản xuất mía đường khi đa số các nhà máy đường tại Việt Nam đạt sản lượng kém do không có đủ nguyên liệu để sản xuất.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Trong ngắn hạn, cổ phiếu LSS rất hấp dẫn do là doanh nghiệp đầu ngành với ưu thế về vùng nguyên liệu ổn định và năng lực sản xuất lớn. Trong thời gian tới, tình hình tiêu thụ và diễn biến giá đường được đánh giá có triển vọng tốt.

Với mức giá hiện tại, các nhà đầu tư có thể xem xét đầu tư vào cổ phiếu LSS với mức P/E và P/B 2010 tương ứng là 4,0 và 1,32 lần. Đây là mức định giá hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng ngành, hiện P/E và P/B trung bình của các doanh nghiệp ở các nước sản xuất đường lớn như Thái Lan, Ấn Độ và Trung Quốc lần lượt là 12,67 và 1,71 lần.

Trong dài hạn, nhà đầu tư cần chú ý hai điểm sau khi đầu tư vào các doanh nghiệp ngành mía đường:

- ❑ **Khó khăn trong mở rộng vùng nguyên liệu.** Việc mở rộng vùng nguyên liệu của các doanh nghiệp mía đường là rất khó khăn khi đất nông nghiệp ngày càng bị thu hẹp dẫn đến việc cạnh tranh đất trồng trọt giữa các loại cây trồng và cạnh tranh với đất chăn nuôi. Bên cạnh đó, như những Công ty khác trong ngành nông nghiệp, ngành mía đường phụ thuộc quá nhiều vào tình hình thời tiết.
- ❑ **Sức cạnh tranh yếu khi hội nhập.** Đường Việt Nam luôn chịu sự cạnh tranh mạnh từ đường Thái Lan từ cả nguồn nhập khẩu chính ngạch và tiểu ngạch. Do vậy, trong dài hạn, khi những hàng rào bảo hộ được dỡ bỏ hoàn toàn thì các công ty trong ngành mía đường Việt Nam sẽ chịu áp lực cạnh tranh lớn từ đường nhập khẩu, đặc biệt là đường Thái Lan.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	30.000
Giá thấp nhất 52 tuần	21.500
Giá cao nhất 52 tuần	47.800
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	2.100
SL cổ phiếu lưu hành	70.000.000
KLGD bình quân 10 ngày	36.785

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	2.222	3.018
Vốn chủ sở hữu	1.075	1.213
Tổng doanh thu	3.129	4.056
Lợi nhuận sau thuế	239	282

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	7,8%	31,1%
Tăng trưởng LNST	-673%	17,8%
Tăng trưởng Tài sản	-2%	35,8%
Tăng trưởng Vốn CSH	17%	11,5%
Tăng trưởng EPS	-	0,0%
Lợi nhuận gộp biên	14,6%	17,1%
Lợi nhuận thuần biên	7,7%	6,9%
ROE	22,2%	25,0%
ROA	10,8%	11,0%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	3417	4.027
P/E (lần)	8,78	7,45
P/B (lần)	1,95	1,76

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

MPC là doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn nhất của Việt Nam với công suất chế biến lên tới 19.500 tấn/năm và chiếm khoảng 11% sản lượng xuất khẩu tôm của Việt Nam.

ĐIỂM TIN MỚI

Hoàn thuế chống bán phá giá. Công ty Mseafood công ty con của MPC vừa được hoàn thuế chống bán phá giá cho giai đoạn từ 1/2/2006-31/01/2007 và 1/2/2007-31/1/2008 là 7,28 triệu USD tương đương 141 tỷ đồng.

Trong 8 tháng đầu năm 2010, sản lượng xuất khẩu tôm của MPC đạt 14.951 tấn, tăng 40% so với cùng kỳ năm 2009, kim ngạch xuất khẩu đạt 135 triệu USD, hoàn thành 83% kế hoạch sản lượng và 75% kế hoạch về kim ngạch xuất khẩu.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn nhất Việt Nam. MPC là công ty xuất khẩu tôm có kim ngạch xuất khẩu lớn nhất tại Việt Nam, chiếm khoảng 11,48% tổng sản lượng xuất khẩu tôm của Việt Nam.

Tôm sú chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu doanh thu- lợi thế thị trường ngách. Khi các nước xuất khẩu tôm trên giới chuyển sang sản xuất tôm thẻ thì ngành tôm Việt Nam nói chung và MPC nói riêng vẫn tập trung sản xuất tôm sú. Tôm sú là sản phẩm cho biên lợi nhuận cao hơn tôm thẻ và nhu cầu đối với tôm sú vẫn còn khá lớn, cho nên MPC vẫn chủ trương duy trì tỷ trọng cao ở sản phẩm tôm sú.

Doanh nghiệp có biên độ thuế thấp nhất trong các doanh nghiệp Việt Nam xuất khẩu tôm sang thị trường Mỹ. Mỹ là thị trường lớn nhất, chiếm hơn 46% doanh thu của MPC. Hiện tại, khi xuất khẩu vào Mỹ, MPC vẫn đang được áp dụng mức thuế 0,43%. Mới đây, Bộ Thương mại Mỹ đã đưa ra kết quả cuối cùng của đợt xem xét hành chính thuế chống bán phá giá tôm nhập khẩu từ Việt Nam lần thứ 4, giai đoạn từ ngày 1/2/2008 đến 31/01/2009. So với kết quả sơ bộ, MPC có mức thuế giảm từ 3,27% xuống còn 2,95% và là doanh nghiệp có biên độ thuế thấp nhất trong các doanh nghiệp xuất khẩu tôm VN.

Công suất sản xuất tăng gấp ba khi nhà máy Hậu Giang đi vào hoạt động. Nhà máy Hậu giang có công suất 40.000 tấn sản phẩm/năm đã được khởi công xây dựng trong tháng 8/2009 và dự kiến sẽ hoàn thành vào quý 2/2011. Khi nhà máy này đi vào hoạt động, công suất sản xuất của MPC sẽ tăng gấp ba lần.

Hưởng lợi từ chính sách tỷ giá: Chính sách điều tiết tỷ giá linh hoạt của Ngân hàng Nhà nước theo hướng ổn định giá trị đồng Việt Nam, đồng thời tạo thuận lợi cho xuất khẩu đã có ảnh hưởng tích cực đối với các doanh nghiệp xuất khẩu nói chung và thủy sản nói riêng trong thời gian qua và những năm tới.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ.

Chúng tôi đánh giá cao MPC vì đây là một công ty đầu ngành, hoạt động tập trung vào ngành nghề kinh doanh chính, khả năng tăng trưởng tốt, nhất là khi nhà máy Hậu Giang đi vào hoạt động vào đầu quý 2/2011. Bên cạnh đó, MPC sẽ có được lợi thế thị trường ngách vì lựa chọn tôm sú là mặt hàng chủ lực trong khi hầu hết các đối thủ cạnh tranh chuyển sang sản xuất tôm thẻ.

Tuy nhiên, rủi ro của MPC chính là việc đảm bảo đủ số lượng và chất lượng nguyên liệu cho sản xuất, hiện công ty mới đảm bảo được khoảng 20% nguyên liệu và tôm nguyên liệu có đặc điểm khó nuôi, dễ bị bệnh và có mùa vụ.

*Với mức giá hiện tại là 30.000 đồng/cổ phiếu, tương đương với mức P/E 2010 là 7,45, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu cho mục đích đầu tư dài hạn.*

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	33.700
Giá thấp nhất 52 tuần	28.500
Giá cao nhất 52 tuần	43.600
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	2.022
SL cổ phiếu lưu hành	39.999.142
KLGD bình quân 10 ngày	80.488

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	2.192	2.503
Vốn chủ sở hữu	956	1.128
Tổng doanh thu	10.256	10.932
Lợi nhuận sau thuế	204,5	243,4

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	145,4%	6,6%
Tăng trưởng LNST	62,9%	19,2%
Tăng trưởng Tài sản	20,4%	14,2%
Tăng trưởng Vốn CSH	6,9%	18,0%
Tăng trưởng EPS	62,9%	19,2%
Lợi nhuận gộp biên	4,9%	4,6%
Lợi nhuận thuần biên	2,1%	2,2%
ROE	21,4%	22,3
ROA	9,3%	9,7%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	5.112	6.093
P/E (lần)	6,6	5,6
P/B (lần)	1,4	1,2

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Nghành nghề kinh doanh chính. Hoạt động kinh doanh cốt lõi của PNJ là sản xuất và kinh doanh trang sức bằng vàng bạc, đá quý. PNJ sở hữu các nhãn hiệu PNJGold, PNJSilver, CAO Fine Jewellery và vàng miếng Phụng Hoàng. Ngoài ra, PNJ còn đầu tư vào các công ty hoạt động trong các lĩnh vực ngân hàng, bất động sản và nhiên liệu.

ĐIỂM TIN MỚI

Đã thanh lý công ty con - CTCP Hải sản S.G để tập trung vào hoạt động kinh doanh cốt lõi. Tại ngày 30 tháng 6 năm 2010, PNJ đã hoàn tất việc thanh lý công ty Hải sản S.G. Doanh thu từ việc thanh lý đạt 20,7 tỷ đồng và lợi nhuận đạt 3,2 tỷ đồng.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Doanh nghiệp đứng đầu ngành trang sức tại Việt Nam. Trong lĩnh vực trang sức tại Việt Nam, PNJ là thương hiệu mạnh với quy mô lớn nhất và được đông đảo người tiêu dùng biết đến với trên 20 năm kinh nghiệm trong ngành. Năm 2009, ước tính PNJ chiếm 27% thị phần toàn ngành trang sức.

Hệ thống phân phối lớn nhất trong ngành. Hệ thống phân phối của PNJ bao gồm 122 cửa hàng, được đặt tại các vị trí đẹp tại các tỉnh thành lớn. Hiện tại, 70% số cửa hàng PNJ tập trung tại thị trường phía Nam, đặc biệt là TP. HCM, 20% tại miền Bắc và 10% tại miền Trung. Nếu phân chia theo loại cửa hàng, PNJ có 10 cửa hàng CAO Fine, 64 cửa hàng PNJ và 48 cửa hàng PNJ Silver. Hệ thống phân phối lớn nhất trong ngành và hoạt động hiệu quả giúp PNJ chiếm lĩnh hơn 27% thị phần. PNJ có kế hoạch tập trung mở rộng hệ thống phân phối, dự kiến đến năm 2015, Công ty sẽ có 200 cửa hàng.

Khả năng duy trì tốc độ tăng trưởng lợi nhuận cao. Giai đoạn 2007 - 2009 lợi nhuận sau thuế của PNJ có tốc độ tăng trưởng cao, bình quân đạt 33,7%/năm. Đạt được kết quả trên nhờ vào nhu cầu sử dụng trang sức tăng cũng như chiến lược kinh doanh hợp lý, mở rộng hệ thống bán hàng. Với nhu cầu trang sức dự kiến sẽ tăng trưởng cao trong các năm tới cùng với mức thu nhập bình quân tăng, dự kiến PNJ sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng hiện tại trong 3-5 năm tới.

Chính sách kinh doanh không đầu cơ vàng để giảm thiểu rủi ro biến động nguyên liệu. PNJ thay đổi giá bán lẻ ngay khi giá vàng biến động. Bên cạnh đó, bằng cách vay vàng nguyên liệu để chế tác, PNJ có thể hạn chế tối đa rủi ro biến động của giá vàng. PNJ luôn giữ lượng vàng tồn kho bằng với lượng vàng đi vay, khi có khối lượng đặt mua mới Công ty sẽ nhập lượng vàng tương ứng.

Hoạt động đầu tư quá lớn tiềm ẩn những rủi ro. Tại thời điểm cuối quý 2 năm 2010, PNJ có danh mục đầu tư lên đến 565,36 tỷ đồng vào cổ phiếu và các công ty liên doanh liên kết. Đối với một công ty chuyên sản xuất như PNJ thì hoạt động đầu tư quá lớn (giá trị đầu tư bằng 141,3% vốn điều lệ của Công ty) sẽ mang đến nhiều những rủi ro tiềm ẩn. Các khoản đầu tư chính vào ngành Ngân hàng và Bất động sản chiếm 87% tổng danh mục đầu tư mang tính chất hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh chính của PNJ là kinh doanh Vàng miếng và Trang sức. Hiện nay Công ty có định hướng giảm các khoản đầu tư không mang tính chất hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh chính.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

PNJ là doanh nghiệp đầu ngành với ưu thế về thương hiệu và hệ thống phân phối. Trong thời gian tới, với triển vọng tăng trưởng kinh tế tốt, tiềm năng ngành vàng bạc trang sức được đánh giá cao. Với mức giá hiện tại, tương đương mức P/E 2010 là 5,6 lần, cổ phiếu PNJ thích hợp cho mục tiêu đầu tư dài hạn. Đây là mức định giá hấp dẫn so với các doanh nghiệp bán lẻ trong nước và khu vực (P/E trung bình 9 lần).

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	27.400
Giá thấp nhất 52 tuần	28.100
Giá cao nhất 52 tuần	49.300
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	1.258
SL cổ phiếu lưu hành	45,9
KLGD bình quân 10 ngày	6.163

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	1.516	1.732
Vốn chủ sở hữu	642	891
Tổng doanh thu	2.771	2.953
Lợi nhuận sau thuế	208	220

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	13,5	6,6
Tăng trưởng LNST	24,8	14,2
Tăng trưởng Tài sản	122,3	(26,3)
Tăng trưởng Vốn CSH	65,2	38,8
Tăng trưởng EPS	152,8	5,8
Lợi nhuận gộp biên	16,3	17,1
Lợi nhuận thuần biên	7,5	7,5
ROE	39,9	28,3
ROA	15,2	13,5

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	5.933	4.376
P/E (lần)	6,00	6,26
P/B (lần)	1,81	1,41

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Vĩnh Hoàn hiện là công ty xuất khẩu cá tra lớn nhất, chiếm 8,79% kim ngạch xuất khẩu cá tra Việt Nam với công suất chế biến 500 tấn/nguyên liệu ngày.

ĐIỂM TIN MỚI

Trong 6 tháng đầu năm 2010, doanh thu hợp nhất của VHC ước đạt 1.477 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế hợp nhất ước đạt 107.9 tỷ đồng, hoàn thành 61% kế hoạch doanh thu và 60% kế hoạch lợi nhuận.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Công ty cá tra đầu ngành với tốc độ tăng trưởng cao hơn trung bình ngành. Tính trong 6 tháng đầu năm 2010, VHC đã trở thành công ty xuất khẩu cá tra có kim ngạch xuất khẩu lớn nhất tại Việt Nam trong tổng số hơn 200 doanh nghiệp cá tra của Việt Nam. Trong năm 2009 và 6 tháng đầu năm 2010, VHC luôn đạt tốc độ tăng trưởng dương trong khi một số doanh nghiệp cá tra đầu ngành khác bị suy giảm do những tác động tiêu cực của suy thoái kinh tế toàn cầu đến ngành thủy sản.

Mô hình sản xuất khép kín, giúp kiểm soát tốt chất lượng sản phẩm và phát triển bền vững. VHC là một trong số ít các công ty chế biến cá tra đã sớm xây dựng mô hình sản xuất khép kín, giúp công ty có thể kiểm soát tốt hơn chất lượng sản phẩm cũng như giảm rủi ro biến động nguyên liệu và nhờ đó xâm nhập vào được những thị trường xuất khẩu có yêu cầu cao về chất lượng. VHC hiện là một trong 4 công ty cá tra đầu tiên của Việt Nam đạt được chứng nhận Global GAP, giúp cho Công ty tăng được uy tín trên thị trường xuất khẩu cá tra, đồng thời đạt được mức giá bán cao hơn khoảng 10%-20%.

Tiềm năng từ những dự án mới. VHC đang hướng đến chiến lược gia tăng giá trị với những dự án chế biến collagen từ da cá, dự án nuôi cá chêm xuất khẩu. Những dự án này được đánh giá là có nhiều tiềm năng và có thể giúp cho lợi nhuận của Công ty tăng thêm khoảng 50 tỷ đồng trong năm 2012 và 100 tỷ đồng từ năm 2013.

Rủi ro thuế chống bán phá giá vào thị trường Mỹ. Ngày 15/9/2010, Bộ thương mại Mỹ (DOC) đang đưa ra kết quả sơ bộ về chống bán phá giá với VHC ở mức rất cao, lên tới 4,22 USD/kg (tương đương với thuế suất khoảng 130%). Hiện nay, VHC cùng với VASEP đang tiến hành các thủ tục để thuyết phục DOC thay đổi phán quyết này. Kết quả cuối cùng dự kiến sẽ có vào tháng 3/2011. Nếu DOC áp một mức thuế chống bán phá giá cao hơn với VHC thì cá tra của VHC sẽ khó có thể cạnh tranh trên thị trường Mỹ và nhiều khả năng sản lượng, giá bán và lợi nhuận biên sẽ giảm nếu VHC chuyển sang các thị trường khác.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** cổ phiếu VHC. Theo quan điểm của chúng tôi, giá trị nội tại của VHC có thể đạt mức **32.800 đồng/cổ phiếu**. VHC hiện là công ty xuất khẩu cá tra hàng đầu tại Việt Nam với khả năng kiểm soát chất lượng tốt, có thể xâm nhập được vào những thị trường có yêu cầu về chất lượng sản phẩm cao như thị trường Mỹ và EU. Thêm vào đó, những dự án mới với khả năng nâng cao giá trị trong chuỗi sản xuất thủy sản của VHC cũng được đánh giá là có nhiều tiềm năng và có thể đóng góp đáng kể vào lợi nhuận của Công ty từ năm 2012.

Tuy nhiên, nhà đầu tư cần cân nhắc về những rủi ro mà VHC có thể gặp phải với thị trường Mỹ. Do chưa có những phán quyết cuối cùng từ DOC nên chúng tôi chưa thể đánh giá hết những tác động mà VHC sẽ phải đối mặt, khi có thông tin cuối cùng chúng tôi sẽ đánh giá lại tiềm năng của VHC và cập nhật cho nhà đầu tư

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	87.500
Giá thấp nhất 52 tuần	60.450
Giá cao nhất 52 tuần	90.860
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	31.247
SL cổ phiếu lưu hành	353.072.120
KLGD bình quân 10 ngày	23.821

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	8.531	11.397
Vốn chủ sở hữu	6.456	8.694
Tổng doanh thu	10.614	16.135
Lợi nhuận sau thuế	2.376	3.727

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	29,3%	52,0%
Tăng trưởng LNST	93,5%	57,0%
Tăng trưởng Tài sản	43,0%	33,6%
Tăng trưởng Vốn CSH	38,4%	36,9%
Tăng trưởng EPS	-3,6%	56,9%
Lợi nhuận gộp biên	36,5%	35,7%
Lợi nhuận thuần biên	22,4%	23,1%
ROE	41,7%	47,5%
ROA	32,8%	37,4%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	6.764	10.612
P/E (lần)	12,94	8,25
P/B (lần)	4,76	3,54

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

VNM là công ty sữa lớn nhất Việt nam với hơn 200 sản phẩm sữa các loại phục vụ cho tiêu thụ trong nước (89%) và xuất khẩu (11%). Sản phẩm của VNM chiếm 39% thị phần sữa tại Việt Nam và được chia ra làm 4 nhóm chính: sữa nước, sữa đặc, sữa bột và sữa chua.

ĐIỂM TIN MỚI

VNM sẽ tăng giá sữa tươi từ đầu quý 4 năm 2010. Để giữ tỷ lệ biên lợi nhuận ổn định, bắt đầu từ quý 4 năm 2010, VNM sẽ tăng giá bán sữa tươi lên 3% (tương đương 500 - 600 đồng/lít) để bù đắp cho phần chi phí thu mua nguyên liệu sữa bò trong nước tăng lên khoảng 1000 đồng/ lít. Các sản phẩm khác giá vẫn được giữ nguyên.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Tiềm năng tăng trưởng ngành rất lớn. Hiện nay, tiêu thụ sữa đầu người tại Việt Nam (14 kg/người/năm) vẫn ở mức rất thấp so với khu vực (65 kg/người/năm tại Châu Á) và trên thế giới (96 kg/người/năm). Với thu nhập bình quân đầu người tăng nhanh, nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm sữa được dự báo sẽ tiếp tục tăng cao trên 15%/năm trong những năm tới.

Thương hiệu tốt, giữ vị thế đứng đầu ngành. Vinamilk là thương hiệu sữa lớn nhất tại Việt Nam. Năm 2009, VNM chiếm 35% thị phần toàn ngành và bỏ xa đối thủ thứ 2 là Dutch Lady (24%). Các sản phẩm chiếm thị phần lớn nhất của VNM là sữa nước (39% thị phần) và sữa chua (55% thị phần).

Hệ thống phân phối rộng khắp và hiệu quả. Với năng lực sản xuất cao và mạng lưới phân phối trải rộng khắp toàn quốc với hơn 160.000 điểm bán lẻ, VNM có ưu thế trong việc chiếm lĩnh và phát triển thị phần của mình trong khi các đối thủ cạnh tranh chỉ có hệ thống phân phối tại các thành phố lớn.

Chuỗi nhà máy hoạt động khắp Việt Nam giúp VNM giảm chi phí vận chuyển và chiếm ưu thế chi phối trong thu mua sữa tươi nguyên liệu. Với chuỗi các nhà máy hoạt động khắp Việt Nam, VNM có thể tiết kiệm được chi phí vận chuyển cả nguyên vật liệu và thành phẩm, cũng như chiếm lợi thế trong phân phối các sản phẩm có thời gian sử dụng không dài, cần điều kiện bảo quản tốt như sữa chua và sữa tươi.

Tập trung mở rộng năng lực sản xuất sữa. Hiện nay, với nguồn tiền dồi dào từ hoạt động kinh doanh, VNM đang đẩy nhanh tiến độ thi công các dự án để đưa vào vận hành 3 nhà máy mới tổng vốn đầu tư 270 triệu USD nhằm tăng tổng công suất lên

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi đánh giá cao sự ổn định và tiềm năng tăng trưởng trong tương lai của VNM. Với năng lực cạnh tranh và vị thế thị trường hiện tại, VNM có khả năng duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao hơn mức tăng trưởng bình quân của thị trường sữa Việt Nam trong những năm tới. Bên cạnh đó, với khả năng duy trì thị phần chi phối tại các sản phẩm chủ lực, VNM có sức mạnh khi thương thảo với nhà cung cấp và điều chỉnh giá bán khi giá nguyên liệu thay đổi.

*Mức giá hiện nay là 87.500 đồng, tương đương với P/E 2010 là 8,25 lần. Đây là mức định giá khá hấp dẫn. P/E trung bình ngành chế biến thực phẩm của Thái Lan là 11 lần. Vì vậy chúng tôi khuyến nghị **MUA MẠNH** đối với cổ phiếu VNM với mục đích đầu tư dài hạn.*

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	26.400
Giá thấp nhất 52 tuần	26.400
Giá cao nhất 52 tuần	31.300
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	20.829
SL cổ phiếu lưu hành	781.391
KLGD bình quân 10 ngày	92.400

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	167.881	195.568
Vốn chủ sở hữu	10.106	11.445
Tổng doanh thu	4.935	5.244
Lợi nhuận sau thuế	2.201	2.358

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	15,5%	18,4%
Tăng trưởng LNST	8,9%	9,5%
Tăng trưởng Tài sản	23,3%	24,6%
Tăng trưởng Vốn CSH	13,7%	21,6%
Tăng trưởng EPS	-19%	7,2%
NIM	2,5%	2,6%
Lợi nhuận thuần biên	45%	45%
ROE	1,6%	1,3%
ROA	24,3%	21,9%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	2.817	3.019
P/E (lần)	9,5	7,5
P/B (lần)	2,1	1,8

HOẠT ĐỘNG CỦA NGÂN HÀNG

Huy động và nhận tiền gửi; cho vay đối với các tổ chức và cá nhân; thực hiện các nghiệp vụ thanh toán, ngân quỹ, các dịch vụ ngân hàng hiện đại được NHNN cho phép. Ngoài ra, ngân hàng còn tham gia vào các hoạt động đầu tư, kinh doanh vốn, kinh doanh ngoại tệ.

ĐIỂM TIN MỚI

Ngày 30/8/2010, ACB triển khai chương trình tín dụng đặc biệt 3.000 tỷ đồng cho các doanh nghiệp, bao gồm cả doanh nghiệp tư nhân với lãi suất bằng 80% lãi vay VND thông thường.

Hết tháng 6/2010, ACB đạt 1.333 tỷ lợi nhuận trước thuế, đạt 37% kế hoạch cả năm. Tổng tài sản đạt 175.000 (tăng 4% so với 31.12.2009), dư nợ tăng 16% và tiền gửi tăng 11%.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

ACB duy trì hiệu suất trên vốn chủ cao nhất toàn ngành trong nhiều năm, hiệu suất trên tổng tài sản ở mức hàng đầu. Năm 2006, 2007, 2008, ROE của ACB đạt 31%, 44% và 32%, dẫn đầu toàn ngành, vượt xa bình quân ngành là 14%, 15,4% và 8,4%. Năm 2009 và 6 tháng đầu năm 2010, ROE của ACB chỉ đứng sau Vietcombank. ROA của ACB cũng thường xuyên nằm trong nhóm 5 ngân hàng có ROA cao nhất ngành trong các năm (các ngân hàng khác trong nhóm chủ yếu có quy mô rất nhỏ).

Năng lực quản lý, quản trị rủi ro và chất lượng tài sản hàng đầu. Chất lượng tài sản được đảm bảo với tỷ lệ nợ xấu của ACB thường xuyên ở mức thấp nhất của ngành, dưới 1%. Cơ cấu tài sản phân bổ đều trên các khoản mục chính: cho vay (40%), đầu tư chứng khoán (25%), liên ngân hàng (17%). Mặc dù tăng trưởng nhanh nhưng các hệ số an toàn của ACB vẫn được đảm bảo. Các hệ số thanh khoản được duy trì ở mức tốt: tỷ lệ cho vay/tổng huy động duy trì từ 50-60%, tài sản thanh khoản/tổng tiền gửi duy trì trên 80%, hệ số an toàn vốn CAR thường xuyên ở mức trên 9%.

Là ngân hàng sớm nhất định hướng phát triển theo mảng bán lẻ (từ năm 1995), hiện nay ACB dẫn đầu trong mảng hoạt động này. Năm 2009 ACB chiếm trên 57% thị phần chủ thẻ tín dụng quốc tế, và chiếm phần lớn thị phần chuyển tiền nhanh Western Union tại Việt Nam. Danh mục sản phẩm ACB cung cấp cho khách hàng gồm hơn 200 sản phẩm cơ bản (tương đương hơn 600 sản phẩm tiện ích). Năm 2009, ACB đứng thứ 3 toàn ngành về huy động tiền gửi từ khách hàng cá nhân (sau VCB và CTG).

Ngoài ra, ACB có thể mạnh vượt trội về mảng đầu tư và kinh doanh trái phiếu, kinh doanh vàng và ngoại tệ.

Dự báo lợi nhuận trước thuế cả năm của ACB dự báo đạt 3.063 tỷ đồng, hoàn thành 85% kế hoạch cho cả năm 2010.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Với kết quả dự báo lợi nhuận trước thuế 2010 đạt 3.063 tỷ, hiện ACB đang được giao dịch với mức P/B forward là 1,8 lần, P/E forward là 7,5 lần, khá thấp so với bình quân ngành. Trong những năm tới chúng tôi đánh giá ACB duy trì tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế ở mức 14%/năm. Ngoài ra, ACB còn vượt trội so với ngành về năng lực quản trị, hiệu quả hoạt động. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với mức giá kỳ vọng **34.000 đồng**.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	19.100
Giá thấp nhất 52 tuần	19.100
Giá cao nhất 52 tuần	31.200
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	28.829
SL cổ phiếu lưu hành	1.517
KLGD bình quân 10 ngày	144.567

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	243.785	329.467
Vốn chủ sở hữu	12.777	18.967
Tổng doanh thu	9.315	12.593
Lợi nhuận sau thuế	2.795	3.306

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	7,1%	35%
Tăng trưởng LNST	55%	17%
Tăng trưởng Tài sản	26%	35%
Tăng trưởng Vốn CSH	1,9%	48%
Tăng trưởng EPS	5,7%	-13%
NIM	3,9%	3,9%
Lợi nhuận thuần biên	30%	26%
ROE	1%	1,2%
ROA	22,3%	21%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	2.471	2.143
P/E (lần)	7,7	8,9
P/B (lần)	1,7	1,5

HOẠT ĐỘNG CỦA NGÂN HÀNG

Huy động và nhận tiền gửi; cho vay đối với các tổ chức và cá nhân; thực hiện các nghiệp vụ thanh toán, ngân quỹ, các dịch vụ ngân hàng hiện đại được NHNN cho phép. Ngoài ra, ngân hàng còn tham gia vào các hoạt động đầu tư, kinh doanh vốn, kinh doanh ngoại tệ.

ĐIỂM TIN MỚI

Trong tháng 10, Vietinbank đã có thỏa thuận với công ty tài chính quốc tế IFC (thuộc Ngân hàng thế giới) và Bank of Nova Scotia (của Canada), trong đó IFC cam kết mua 10% cổ phần của Vietinbank; còn Nova Scotia sẽ đàm phán với chính phủ Việt Nam để trở thành đối tác chiến lược và tham gia khoảng 10-15% vào Vietinbank. Việc hợp tác dự kiến hoàn thành vào tháng 12/2010.

Tính đến hết quý III/2010, tổng tài sản của VietinBank đạt 320 nghìn tỷ đồng; huy động đạt gần 300 nghìn tỷ đồng; dư nợ cho vay và đầu tư đạt trên 280 nghìn tỷ đồng.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Quy mô tài sản và mạng lưới lớn nhất nhóm ngân hàng TMCP. Trước năm 2010, CTG là ngân hàng đứng thứ 4 toàn ngành, thứ 2 nhóm NHTMCP về quy mô tổng tài sản (sau VCB). Sang tháng 9.2010, quy mô tài sản của CTG tăng trưởng mạnh, đạt 320 nghìn tỷ, vượt lên trở thành ngân hàng lớn nhất trong nhóm NHTMCP. Mạng lưới chi nhánh và phòng giao dịch của CTG hiện nay gồm 160 chi nhánh và 800 điểm giao dịch, đứng thứ 2 toàn ngành (chỉ sau Agribank), gấp 2 ngân hàng BIDV và gấp 3 mạng lưới của VCB.

Có lợi thế lớn về nguồn vốn ủy thác đầu tư và nguồn tiền gửi của kho bạc Nhà nước, các cơ quan chính phủ. Nguồn vốn ủy thác đầu tư với lãi suất thấp từ thường đóng góp tới 20% tổng nguồn vốn huy động của CTG, trong đó chủ yếu là vốn tiếp nhận từ kho bạc Nhà nước, từ Chính phủ. Đây là nguồn vốn giúp Vietinbank mở rộng dư nợ, trong điều kiện tốc độ tăng tiền gửi chậm hơn rất nhiều so với tốc độ tăng dư nợ 3 năm gần đây.

Hiệu quả hoạt động ở mức trung bình. Các mảng hoạt động của Vietinbank kém đa dạng, vẫn tập trung chủ yếu vào cho vay, thu lãi (chiếm 85% tổng thu nhập). Tỷ lệ chi phí/thu nhập hoạt động của CTG thường xuyên cao nhất ngành (từ 57%-60%) (trung bình nhóm 10 ngân hàng lớn nhất là 37%). Tốc độ tăng trưởng tài sản khá nhanh (trung bình 20% trong giai đoạn 2002-2008), nhưng ROA không cải thiện, thấp hơn bình quân ngành.

Công tác quản trị rủi ro của ngân hàng chưa được cải thiện rõ rệt. Khả năng thanh khoản của ngân hàng kém hơn so với một số ngân hàng khác do ngân hàng duy trì mức độ chênh lệch kỳ hạn giữa tài sản nợ và tài sản có rất cao. Tỷ lệ cho vay/tiền gửi thường xuyên ở mức 95%-110% trong 4 năm qua.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế năm 2010 đạt 4.400 tỷ, vượt 10% kế hoạch.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Vietinbank có nhiều lợi thế về quy mô tài sản, về mạng lưới hoạt động và về nguồn vốn huy động. Hiện nay ngân hàng cũng đã bắt đầu mở rộng các hoạt động bán lẻ và có những bước tiến đáng kể. Với mức giá kỳ vọng 22.000 đồng, cùng với xem xét hiện trạng của ngân hàng, chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ với cổ phiếu CTG và chỉ xem xét đầu tư khi có những cải thiện rõ rệt về mặt quản trị.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	14.000
Giá thấp nhất 52 tuần	13.300
Giá cao nhất 52 tuần	15.900
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	14.678
SL cổ phiếu lưu hành	1.056
KLGD bình quân 10 ngày	272.100

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	66.029	86.148
Vốn chủ sở hữu	13.950	16.052
Tổng doanh thu	2.628	3.513
Lợi nhuận sau thuế	1.144	1.543

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	39%	34%
Tăng trưởng LNST	61%	35%
Tăng trưởng Tài sản	37%	31%
Tăng trưởng Vốn CSH	8,6%	5%
Tăng trưởng EPS	32%	13%
NIM	3,9%	3,9%
Lợi nhuận thuần biên	44%	44%
ROE	1,7%	2,0%
ROA	8,5%	10,8%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	1.300	1.462
P/E (lần)	10,8	9,7
P/B (lần)	0,9	0,9

HOẠT ĐỘNG CỦA NGÂN HÀNG

Eximbank cung cấp các dịch vụ tiết kiệm, tiền gửi, tín dụng, bảo lãnh, thanh toán quốc tế, kinh doanh ngoại tệ và vàng, hoạt động thẻ, đầu tư tài chính, và các dịch vụ tài chính khác. Thế mạnh nổi trội của Eximbank là thanh toán quốc tế, tài trợ thương mại và kinh doanh ngoại hối.

ĐIỂM TIN MỚI

Trong tháng 10, Eximbank thực hiện chia cổ phiếu thưởng từ nguồn thặng dư vốn cổ phần cho các cổ đông theo tỷ lệ 20%, nâng vốn điều lệ từ 8.800 tỷ lên 10.560 tỷ.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Tiềm lực tài chính vững mạnh, mức độ an toàn hoạt động cao. Vốn chủ sở hữu của EIB đứng thứ 2 trong nhóm các TMCP (sau VCB và CTG). Hệ số an toàn vốn CAR của ngân hàng thuộc loại cao nhất ngành: tương ứng các năm 2007, 2008, 2009 là 27%, 46%, 27%, trong khi yêu cầu của NHNN chỉ là 8%. Nguồn vốn chủ sở hữu lớn cũng là lợi thế cho Eximbank trong việc mở rộng mạng lưới. Hiện nay EIB có 169 phòng giao dịch và chi nhánh, đứng thứ 7 toàn ngành, số lượng mới tăng thêm trong năm 2010 là 30 chi nhánh. Mỗi năm EIB dự kiến mở thêm 30-40 chi nhánh/phòng giao dịch mới.

Tốc độ tăng trưởng dư nợ tốt với NIM ở mức cao nhất toàn ngành. Dư nợ của Exibank tăng trưởng bình quân 56,3% trong giai đoạn 2005-2009, cao hơn mức bình quân ngành là 44,8%. Với lợi thế về nguồn vốn chủ sở hữu lớn và do có mức độ tập trung vào hoạt động tín dụng cao, Eximbank có khả năng duy trì tỷ lệ NIM cao, tương ứng trong các năm 2007, 2008, 2009 là 3,6%, 3,7% và 4,1%.

Khả năng quản lý chi phí tốt. Tỷ lệ chi phí hoạt động trên tổng thu nhập hoạt của Eximbank thấp và ổn định ở mức 31%-35%, mức khá thấp so với ngành, và tương đương với ngân hàng ACB.

Hiệu suất sinh lời trên vốn chủ và thu nhập trên cổ phần còn thấp. Do quy mô vốn chủ lớn, khả năng mở rộng quy mô tài sản còn hạn chế (tỷ lệ tổng tài sản/vốn chủ sở hữu của EIB trong năm 2008 và 2009 là 3,8 lần và 4,9 lần, trong khi trung bình của 10 ngân hàng lớn nhất tương ứng là 14,2 lần và 13,7 lần), hiệu suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu của EIB không cao: trong các năm 2008 và 2009 ROE của EIB là 7,4% và 8,7%, trong khi trung bình 10 ngân hàng lớn nhất là 19% và 28%.

Sự tham gia của cổ đông chiến lược Sumitomo Banking Corporation và nhiều cổ đông có nhiều kinh nghiệm khác trong ngành ngân hàng khác giúp EIB có được sự hỗ trợ lớn về tài chính, quản lý, kỹ thuật và mở rộng thị trường.

Dự báo lợi nhuận trước thuế cả năm 2010 đạt 2.057 tỷ đồng, đạt 94% kế hoạch.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

EIB là ngân hàng có độ an toàn hoạt động cao nhất toàn ngành. Bên cạnh đó, ngân hàng có cơ cấu cổ đông vững mạnh, tiềm năng tăng trưởng tốt với khả năng quản lý chi phí chặt chẽ. Hiện nay Eximbank đang được giao dịch dưới giá trị sổ sách dự báo cho năm 2010, với P/B và P/E forward cho năm 2010 lần lượt là 9,7 và 0,9. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu EIB với mức giá kỳ vọng 19.000 đồng.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	34.100
Giá thấp nhất 52 tuần	34.100
Giá cao nhất 52 tuần	52.000
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	45.092
SL cổ phiếu lưu hành	1.322
KLGD bình quân 10 ngày	135.427

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	255.496	273.294
Vốn chủ sở hữu	16.820	19.373
Tổng doanh thu	9.286	9.540
Lợi nhuận sau thuế	3.945	3.986

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	4,3%	2,7%
Tăng trưởng LNST	56%	1%
Tăng trưởng Tài sản	15%	7%
Tăng trưởng Vốn CSH	21%	15,2%
Tăng trưởng EPS	56%	-7,7%
NIM	2,9%	2,9%
Lợi nhuận thuần biên	42%	42%
ROE	25,7%	21,2%
ROA	1,7%	1,5%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	3.241	2.993
P/E (lần)	10,8	11,6
P/B (lần)	2,5	2,3

HOẠT ĐỘNG CỦA NGÂN HÀNG

Huy động và nhận tiền gửi; cho vay đối với các tổ chức và cá nhân; thực hiện các nghiệp vụ thanh toán, ngân quỹ, các dịch vụ ngân hàng hiện đại được NHNN cho phép. Ngoài ra, ngân hàng còn tham gia vào các hoạt động đầu tư, kinh doanh vốn, kinh doanh ngoại tệ.

ĐIỂM TIN MỚI

Tháng 9/2010, ngân hàng tăng vốn điều lệ thêm 1.122 tỷ lên 13.223 tỷ đồng (tăng 9,28%). Phương án tăng vốn điều lệ 33% đã được ngân hàng Nhà nước phê duyệt vào ngày 20/9/2010. Dự kiến mất thêm khoảng 2 tháng để Vietcombank hoàn thành việc tăng vốn. Sau khi tăng vốn 33%, vốn điều lệ của Vietcombank sẽ đạt 17.588 tỷ đồng.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Quy mô tài sản lớn. Tại ngày 31.12.2009, tổng tài sản VCB cao nhất nhóm TMCP, đứng thứ 3 toàn ngành (sau Agribank và BIDV), chiếm 11,7% thị phần. Đến 31.8.2010 tổng tài sản Vietcombank, giảm 1%, tụt xuống vị trí thứ 4 toàn ngành sau CTG. Tuy nhiên sự giảm sút này có tính chất tạm thời, chủ yếu do vào thời điểm giữa năm các số dư với NHNN và liên ngân hàng của Vietcombank thấp hơn rất nhiều so với thời điểm cuối năm. Các chỉ tiêu quan trọng như cho vay, tiền gửi khách hàng vẫn tăng trưởng tốt (tới 31.8.2010 ước tăng 13% và 11,2% so với cuối năm 2009).

Hiệu quả hoạt động dẫn đầu ngành trong nhiều năm. Năm 2009 Vietcombank đứng đầu về ROE và đứng thứ 2 về ROA (chỉ sau STB) trong nhóm 7 ngân hàng lớn nhất gồm Agribank, BIDV, CTG, VCB, ACB, STB và TCB. Trong 6 tháng đầu năm 2010, ROAE và ROAA của Vietcombank cao nhất trong nhóm với 0,9% và 12,5%.

Hoạt động thanh toán quốc tế dẫn đầu thị trường đem lại nguồn thu phí lớn và là lợi thế về nguồn ngoại tệ để kinh doanh. Doanh số thanh toán xuất khẩu, nhập khẩu của Vietcombank năm 2009 chiếm thị phần lớn nhất tương ứng 22% và 19% dù chịu sự cạnh tranh gay gắt từ nhiều ngân hàng. Các ngân hàng lớn khác trong mảng thanh toán chỉ chiếm khoảng 10% thị phần như BIDV, CTG, các ngân hàng nhỏ dao động từ 3-5%.

Hoạt động bán lẻ đang có những bước tiến rõ rệt. Dù xuất phát điểm là ngân hàng bán buôn hàng đầu với nhiều khách hàng truyền thống là các doanh nghiệp lớn, Vietcombank đã nhạy bén định hướng hoạt động bán lẻ nhằm bắt kịp xu hướng phát triển của ngành. Số lượng khách hàng cá nhân vào cuối năm 2009 đạt 4 triệu khách hàng, chiếm 30% toàn ngành (ước tính Việt Nam có 12 triệu người có tài khoản ngân hàng). Tính đến hết ngày 31.12.2009, số lượng thẻ quốc tế do VCB phát hành chiếm 34%, thẻ nội địa chiếm 19% và doanh số thanh toán thẻ quốc tế của VCB chiếm 53% thị phần thẻ toàn quốc.

Lợi nhuận trước thuế cả năm dự báo đạt 5.056 tỷ, vượt 12,4% so với kế hoạch đề ra.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Với quy mô lớn hàng đầu nhóm ngân hàng TMCP, hiệu quả hoạt động ở mức cao trong ngành, năng lực quản lý tốt, công nghệ hiện đại, VCB là một cổ phiếu tiềm năng. Hiện nay, VCB đang được giao dịch tại mức P/E và P/B forward là 11,6 và 2,3 lần, khá cao so với trung bình ngành. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn cho rằng VCB khá hấp dẫn do những lợi thế nổi trội về quy mô, trình độ quản lý và công nghệ khó có thể bị các NHTMCP khác đuổi kịp trong ngắn hạn. Chúng tôi khuyến nghị **"MUA"** đối với cổ phiếu VCB.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	48.300
Giá thấp nhất 52 tuần	47.300
Giá cao nhất 52 tuần	75.000
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	1.679
SL cổ phiếu lưu hành	34.770.000
KLGD bình quân 10 ngày	22.898

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	824	988
Vốn chủ sở hữu	677	842
Tổng doanh thu	1.143	1.389
Lợi nhuận sau thuế	250	247

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	39,2%	21,5%
Tăng trưởng LNST	160,5%	-1,1%
Tăng trưởng Tài sản	19,9%	34,4%
Tăng trưởng Vốn CSH	39,9%	19,1%
Tăng trưởng EPS	27,1%	-1,1%
Lợi nhuận gộp biên	29,4%	26,5%
Lợi nhuận thuần biên	21,9%	17,8%
ROE	36,9%	29,4%
ROA	30,3%	25,0%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	7.188	7.108
P/E (lần)	6,7	6,8
P/B (lần)	2,5	2,1

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Hoạt động chính là sản xuất kinh doanh ống nhựa và phụ tùng ống nhựa. Hoạt động này hàng năm đóng góp khoảng 95% tổng doanh thu của BMP với sản phẩm chính là ống nhựa PVC, HDPE. Ngoài ra công ty cũng sản xuất bình xịt thuốc trừ sâu và mũ bảo hộ lao động, tuy nhiên dòng sản phẩm này chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu doanh thu.

ĐIỂM TIN MỚI

Công ty đạt kết quả kinh doanh khá tốt trong 9 tháng đầu năm. Doanh thu 9 tháng đạt 1.012 tỷ đồng hoàn thành 82% kế hoạch doanh thu cả năm, và lợi nhuận trước thuế đạt 223 tỷ đồng vượt 31% kế hoạch lợi nhuận năm.

Bước đầu chuẩn bị cho một dự án lớn. Ngày 13/09/2010, BMP đã ký kết Hợp đồng nguyên tắc để thuê 15,6 ha đất tại Khu Công nghiệp Vĩnh Lộc - Bến Lức, tỉnh Long An; dự kiến công ty sẽ đầu tư một nhà máy mới với quy mô lớn, trang thiết bị hiện đại với công suất dự kiến là 150.000 tấn/năm.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Đứng đầu thị phần tiêu thụ tại miền Nam và đứng thứ 2 trên cả nước. Hiện tại, nhựa Bình Minh chiếm lĩnh 50% thị trường miền Nam và chiếm khoảng 25% thị phần cả nước chỉ đứng sau nhựa Tiền Phong (30% thị phần cả nước)

Mạng lưới phân phối rộng. BMP đang sở hữu một mạng lưới 500 đại lý trải dài khắp từ Bắc chí Nam. Mạng lưới này mang lại 95% doanh thu hàng năm cho công ty và trở thành thế mạnh so với các đối thủ cùng ngành.

Tình hình tài chính lành mạnh. BMP hầu như không có một khoản vay dài hạn nào, các khoản vay ngắn hạn chiếm một tỷ trọng khá nhỏ trong cơ cấu vốn, cho thấy rủi ro tài chính của BMP là không đáng kể.

Bình Minh vẫn có thể duy trì được mức tăng trưởng cao trong những năm tới. Những tín hiệu tốt từ nhà máy phía Bắc của Bình Minh cho thấy kế hoạch mở rộng thị phần phía Bắc đang được triển khai khá tốt. Thêm vào đó, kế hoạch mở rộng quy mô tại miền Nam cũng đang được tiến hành, hai yếu tố này sẽ tạo nhiều thuận lợi cho công ty trong việc duy trì mức tăng trưởng cao hơn bình quân ngành. Cùng với sự tăng trưởng của ngành xây dựng dân dụng và phát triển hạ tầng ở Việt Nam, chúng tôi ước tính ngành nhựa xây dựng vẫn có thể đạt mức tăng bình quân 15% trong 5 năm tới.

Lợi nhuận năm 2010 dự báo vượt kế hoạch. Chúng tôi ước tính cả năm BMP có thể đạt 1.389 tỷ đồng doanh thu (tăng 22% so với năm 2009) và lợi nhuận sau thuế đạt 247 tỷ đồng, EPS dự phóng 2010 đạt 7.108 VND/cp, P/E dự phóng 2010 ở mức 7x, đây là mức định giá khá hợp lý.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

*Giá trị tính toán của cổ phiếu BMP khoảng 66.500 đồng/cp. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu BMP. Công ty có các yếu tố cơ bản tốt, thương hiệu uy tín và thị phần hàng đầu trong ngành nhựa xây dựng. Thêm vào đó, BMP đang có những chính sách mở rộng thị trường khá tốt, phát triển thêm các sản phẩm mới cũng như khả năng gia tăng năng lực sản xuất sẽ giúp cho Công ty duy trì được tốc độ tăng trưởng cao trong thời gian tới. Chúng tôi cho rằng BMP là một cổ phiếu thích hợp cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.*

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	82.900
Giá thấp nhất 52 tuần	80.100
Giá cao nhất 52 tuần	132.600
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	1.796
SL cổ phiếu lưu hành	21.668.998
KLGD bình quân 10 ngày	14.213

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Doanh thu thuần	1.547	2.060
Lợi nhuận sau thuế	306	400
Tổng tài sản	1.000	1.214
Vốn chủ sở hữu	542	635

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	41,3%	33,1%
Tăng trưởng LNST	98,0%	31,0%
Tăng trưởng Tài sản	24,7%	21,4%
Tăng trưởng Vốn CSH	54,0%	19,5%
Tăng trưởng EPS	98,0%	31,0%
Lợi nhuận gộp biên	36,0%	35,0%
Lợi nhuận thuần biên	19,8%	19,4%
ROE	33,9%	36,2%
ROA	68,2%	67,1%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	14.106	18.474
P/E (lần)	5,88	4,49
P/B (lần)	3,31	2,83

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Lĩnh vực kinh doanh. Sản phẩm chính của Tifoplast là các loại ống nhựa dùng trong ngành xây dựng và dân dụng bao gồm ống u.PVC, ống HDPE, ống chịu nhiệt PPR và nhóm sản phẩm phụ tùng, trong đó ống nhựa u.PVC là sản phẩm chủ đạo chiếm tỷ trọng hơn 70% tổng doanh thu, sản phẩm ống HDPE và ống chịu nhiệt PP-R chiếm khoảng 15%, còn lại là phụ tùng và các sản phẩm khác.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Ngành có tốc độ tăng trưởng nhanh. Ngành nhựa Việt Nam có sự tăng trưởng bình quân trong giai đoạn 2000-2010 là 15%/năm, sản lượng ống nhựa cũng đạt tốc độ tăng trưởng khá cao với tốc độ trung bình trong giai đoạn 2000-2005 đạt 27,8%/năm. Đầu ra của lĩnh vực sản xuất ống nhựa chủ yếu phục vụ cho thị trường xây dựng, trong khi nhu cầu về xây dựng dân dụng và hạ tầng của Việt Nam trong tương lai là rất lớn.

Năng lực và quy mô dẫn đầu ngành sản xuất ống nhựa. Xét về năng lực sản xuất thì NTP hiện là nhà sản xuất ống nhựa lớn nhất của Việt Nam với năng lực sản xuất cao và thị trường ổn định, đơn vị xếp ở vị trí thứ 2 là nhựa Bình Minh ở phía Nam với sản lượng sản xuất tương đương khoảng 90% sản lượng của NTP.

Chiếm lĩnh thị phần chi phối tại miền Bắc. Thị trường tiêu thụ chính của NTP là thị trường nội địa trong đó Công ty chiếm khoảng 30% thị phần tiêu thụ ống nhựa của cả nước và khoảng 65% thị trường miền Bắc. Sản phẩm của NTP luôn được người tiêu dùng chấp nhận rộng rãi nên hầu như Công ty không có đối thủ cạnh tranh tại thị trường miền Bắc, qua đó giúp cho NTP đạt được mức tăng trưởng ấn tượng hàng năm.

Khả năng điều tiết giá bán. Nhờ chiếm lĩnh thị phần chi phối giúp cho NTP có thể điều chỉnh giá bán đầu ra có lợi đối với hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty. Qua đó, những rủi ro liên quan tới biến động giá nguyên liệu nhựa đầu vào được chuyển hết sang cho khách hàng. Điển hình cho việc này như trong năm 2009, giá nguyên liệu nhựa trung bình giảm khoảng 18% so với năm 2008 nhưng giá bán đầu ra không được điều chỉnh giảm tương ứng mà ngược lại còn tăng 12%. Hoặc như trong năm 2008, giá nhựa đầu vào tăng 16,2% so với năm 2007, tuy nhiên giá bán đầu ra được điều chỉnh tăng tới 17,6%.

Kết quả kinh doanh 2010 khả quan. Chúng tôi ước tính kết quả kinh doanh năm 2010 của NTP đạt khoảng 2.060 tỷ đồng doanh thu và 400 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, EPS đạt **18.474 đồng/cổ phần**.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

*Trong ngắn hạn, kết quả kinh doanh năm 2010 của NTP theo ước tính của chúng tôi sẽ khá lạc quan. EPS 2010 vào khoảng 18.500 đồng/cổ phần, tương đương với mức P/E dự báo 2010 vào khoảng 4,5 lần, đây là mức P/E khá hấp dẫn so với thị trường. Chúng tôi khuyến nghị **MUA MẠNH** đối với cổ phiếu NTP với mức giá kỳ vọng là **164.300 đồng/cổ phần**.*

Về câu chuyện dài hạn, ngành sản xuất ống nhựa là ngành tương đối hấp dẫn với tốc độ tăng trưởng nhu cầu trung bình mỗi năm khoảng 27,8%/năm. Ngoài ra, chúng tôi đặc biệt đánh giá cao NTP ở khả năng điều tiết giá bán đầu ra, đây cũng là điểm nhấn mạnh nhất của doanh nghiệp. Nhờ điểm mạnh này, NTP có thể duy trì được tỷ suất lợi nhuận cao và ổn định trong dài hạn ngay cả khi giá nguyên liệu đầu vào có sự biến động mạnh.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	33.300
Giá thấp nhất 52 tuần	26.680
Giá cao nhất 52 tuần	44.290
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	12.654
SL cổ phiếu lưu hành	380.000.000
KLGD bình quân 10 ngày	732.187

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010F
Doanh thu thuần	6.630	6.871
Lợi nhuận sau thuế	1.343	1.648
Tổng tài sản	6.351	7.080
Vốn chủ sở hữu	5.488	6.064

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009A	2010F
Tăng trưởng DT	2%	4%
Tăng trưởng LNST	-3%	23%
Tăng trưởng Tài sản	22%	11%
Tăng trưởng Vốn CSH	17%	10%
Tăng trưởng EPS	-3%	23%
Lợi nhuận gộp biên	30%	33%
Lợi nhuận thuần biên	20%	24%
ROE	21%	23%
ROA	24%	27%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009A	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	3.527	4.330
P/E (lần)	9,44	7,69
P/B (lần)	2,31	2,09

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Lĩnh vực kinh doanh. Hoạt động chính của Đạm Phú Mỹ (PVFCCo) là sản xuất kinh doanh phân đạm. Nhà máy sản xuất Đạm Phú Mỹ có công suất 740.000 tấn/năm, sử dụng công nghệ của Ý với đầu vào chủ yếu là khí nguyên liệu. Ngoài ra, PVFCCo cũng tiến hành kinh doanh các loại sản phẩm phụ trong quá trình sản xuất phân urea (amoniac hóa lỏng, điện,...) và nhập khẩu, phân phối các loại phân bón nhằm bình ổn thị trường nội địa.

ĐIỂM TIN MỚI

Máy móc thiết bị hết khấu hao trong tháng 10/2010. Do áp dụng chính sách khấu hao nhanh, toàn bộ máy móc thiết bị của nhà máy Đạm Phú Mỹ sẽ được trích khấu hao hết trong tháng 10/2010. Theo đó, chi phí khấu hao trong năm 2010 sẽ giảm khoảng 300 tỷ đồng so với năm 2009.

Hoàn thành Dây chuyền thu hồi khí thải CO₂. Ngày 31/8/2010, PVFCCo đã đưa vào chạy thử dây chuyền thu hồi khí thải CO₂, giúp nâng công suất nhà máy lên 800.000 tấn/năm.

ĐIỂM NHẤN ĐÀU TƯ

Vị thế chiếm lĩnh thị trường phân urea trong nước. Tổng nhu cầu phân urea của cả nước hàng năm khoảng 1,7-1,9 triệu tấn/năm. Tổng sản lượng phân đạm PVFCCo hàng năm cung ứng ra thị trường (bao gồm sản lượng sản xuất và nhập khẩu) chiếm khoảng 50% tổng nguồn cung urea của cả nước.

Hệ thống phân phối mạnh. PVFCCo đã đặc biệt chú trọng đẩy mạnh xây dựng thương hiệu và hệ thống phân phối từ cuối năm 2008. Nếu như tháng 8/2008, công ty mới xây dựng được khoảng 1.300 đại lý, cửa hàng bán lẻ thì tính đến cuối năm 2009, PVFCCo đã có khoảng 58 tổng đại lý và 3.650 cửa hàng trên cả nước. Với hệ thống phân phối lớn, DPM sẽ có lợi thế hơn rất nhiều so với những nhà máy mới đi vào hoạt động từ năm 2012.

Giá thành sản xuất thấp giúp DPM có được lợi thế cạnh tranh rất lớn so với hàng nhập khẩu và các công ty sản xuất phân đạm khác. Ngành sản xuất phân đạm là một trong những ngành được Chính phủ ưu tiên nhằm đảm bảo an ninh lương thực quốc gia, giá khí đầu vào của DPM do vậy đang được ưu đãi. Điều này giúp cho giá thành sản xuất của DPM thấp hơn khoảng 50% so với giá thành hàng nhập khẩu. Mặc dù giá khí từ năm 2012 sẽ không còn có lợi do bắt đầu áp dụng theo cơ chế thị trường, tuy nhiên kể từ năm 2011, chi phí khấu hao sẽ giảm khoảng 700 tỷ đồng/năm so với năm 2009 (năm trích khấu hao đầy đủ). Chi phí khí tăng lên do vậy sẽ được bù đắp bởi chi phí khấu hao giảm.

Áp lực cạnh tranh chủ yếu đến từ các nhà máy mới sắp đi vào hoạt động từ năm 2012. Hiện nay do nguồn cung trong nước chưa đáp ứng được nhu cầu, khoảng 50% nhu cầu urea vẫn được nhập khẩu. Tuy nhiên từ năm 2012, khi các dự án sản xuất phân đạm mới đi vào hoạt động, nguồn cung trong nước sẽ vượt nhu cầu tiêu thụ và sẽ tạo áp lực cạnh tranh đối với PVFCCo.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

*Trong ngắn hạn, kết quả kinh doanh của DPM rất khả quan. Lợi nhuận trong quý 4/2010 có thể tăng trưởng đột biến so với các quý trước do nhà máy đã hết khấu hao trong tháng 10/2010, tính chung cả năm 2010, lợi nhuận sau thuế của DPM có thể tăng khoảng 23% so với năm 2009. Mức giá đang giao dịch hiện tại tương đương với P/E 2010 của DPM ở mức 7,69 lần, đây là mức khá hấp dẫn đối với một cổ phiếu blue chip. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu DPM. Tuy nhiên về dài hạn, hoạt động kinh doanh của DPM tiềm ẩn một số rủi ro liên quan tới việc đưa dự án nhà máy Đạm Cà Mau đi vào hoạt động. Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** với mục tiêu đầu tư dài hạn.*

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	58.000
Giá thấp nhất 52 tuần	44.990
Giá cao nhất 52 tuần	67.730
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	2.494
SL cổ phiếu lưu hành	43.000.000
KLGD bình quân 10 ngày	11.627

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Doanh thu thuần	648	1.094
Lợi nhuận sau thuế	218	355
Tổng tài sản	1.227	1.607
Vốn chủ sở hữu	833	1.107

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	-11%	69%
Tăng trưởng LNST	-7%	63%
Tăng trưởng Tài sản	17%	31%
Tăng trưởng Vốn CSH	129%	133%
Tăng trưởng EPS	-7%	52%
Lợi nhuận gộp biên	36%	40%
Lợi nhuận thuần biên	34%	32%
ROE	19%	25%
ROA	29%	37%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	5.440	8.263
P/E (lần)	10,66	7,02
P/B (lần)	2,66	2,14

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Hoạt động sản xuất kinh doanh của Đồng Phú là sản xuất, kinh doanh, chế biến cao su tự nhiên trong đó các dòng sản phẩm chính là mủ cao su 3L, latex. Ngoài ra, Công ty còn có hoạt động kinh doanh gỗ cao su từ thanh lý vườn cây và kinh doanh khu công nghiệp.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Quy mô đứng thứ 2 trong các doanh nghiệp cao su niêm yết. DPR hiện đang có 6 nông trường trồng cao su với tổng diện tích canh tác khoảng 9,8 ha, trong đó diện tích đưa vào khai thác là 7,25 ha và diện tích xây dựng cơ bản là 2,5 ha. Quy mô vườn cây của DPR hiện đứng 6 trong toàn ngành và thứ 2 trong các doanh nghiệp cao su niêm yết hiện nay.

Năng suất khai thác cao nhất ngành. DPR có cơ cấu vườn cây khá lý tưởng với trên 50% diện tích vườn cây đang ở độ tuổi cho năng suất cao (trên 2 tấn/ha) và là doanh nghiệp có năng suất khai thác cao nhất ngành (2,26 tấn/ha năm 2009). Với cơ cấu vườn cây hiện tại, chúng tôi cho rằng DPR hoàn toàn có khả năng duy trì năng suất trên 2 tấn/ha trong vòng 5 năm tới.

Triển vọng dài hạn từ các dự án trồng mới cao su. Hiện DPR đang triển khai 1 số dự án trồng cao su tại Campuchia với tổng diện tích khi các dự án hoàn thành có thể đạt khoảng 15.800 ha, gấp khoảng 1,6 lần so với diện tích hiện nay và thời gian bắt đầu đưa vào khai thác kể từ năm 2014. Dự kiến khi đưa vào khai thác sẽ làm cho sản lượng của DPR trong giai đoạn 2014-2019 tăng trưởng khoảng 6%/năm. Ngoài ra DPR cũng đang tiến hành xin cấp đất tại Campuchia để triển khai dự án Đồng Phú - Senoul với tổng diện tích đất trồng 10.000 ha và 100% vốn chủ sở hữu của DPR.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Trong ngắn hạn, kết quả kinh doanh năm 2010 của DPR sẽ có mức tăng trưởng mạnh so với năm 2009 nhờ sự tăng giá cao su tự nhiên. EPS 2010 vào khoảng 8.263 đồng/cổ phần, tăng trưởng khoảng 48% so với năm 2009. P/E dự báo 2010 vào khoảng 7,02 lần, đây là mức P/E khá hấp dẫn và có thể xem xét để MUA vào.

*Tuy nhiên, về trung hạn thì sản lượng khai thác của DPR trong giai đoạn 2011 - 2014 sẽ chỉ có thể duy trì ở mức tương đương hiện nay, do đó tăng trưởng lợi nhuận sẽ phụ thuộc chủ yếu vào sự tăng giá cao su tự nhiên. Chúng tôi cho rằng giá cao su trong thời gian qua đã tăng rất mạnh và trong thời gian tới nếu không có yếu tố bất thường về điều kiện thời tiết, giá cao su sẽ điều chỉnh giảm mạnh và ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của DPR. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu DPR. Mức giá kỳ vọng chúng tôi đưa ra là 64.333 đồng/cổ phần.*

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	37.400
Giá thấp nhất 52 tuần	29.850
Giá cao nhất 52 tuần	44.730
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	3.041
SL cổ phiếu lưu hành	81.300.000
KLGD bình quân 10 ngày	85.911

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Doanh thu thuần	1068	2081
Lợi nhuận sau thuế	261	450
Tổng tài sản	1833	2504
Vốn chủ sở hữu	995	1254

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	-16%	95%
Tăng trưởng LNST	-23%	73%
Tăng trưởng Tài sản	0%	37%
Tăng trưởng Vốn CSH	13%	26%
Tăng trưởng EPS	-23%	73%
Lợi nhuận gộp biên	26%	30%
Lợi nhuận thuần biên	24%	22%
ROE	14%	21%
ROA	28%	40%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	3.205	5.535
P/E (lần)	11,67	6,76
P/B (lần)	2,67	2,42

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Hoạt động sản xuất kinh doanh của Phước Hòa là sản xuất, kinh doanh, chế biến cao su tự nhiên trong đó dòng sản phẩm chính là mủ cao su SVR CV 50, 60, là loại mủ có giá bán cao nhất hiện nay. Thị trường xuất khẩu chính của PHR là các nước Châu Âu. Ngoài ra, Công ty còn có hoạt động kinh doanh gỗ cao su từ thanh lý vườn cây, kinh doanh xây dựng cơ sở hạ tầng. Tuy nhiên hoạt động kinh doanh khu công nghiệp và khu dân cư chỉ mang lại khoảng 10 - 20 tỷ đồng lợi nhuận/năm cho PHR.

ĐIỂM TIN MỚI

Kết quả kinh doanh 8 tháng đầu năm 2010. Trong 8 tháng đầu năm 2010, PHR đã đạt 1.182,7 tỷ đồng doanh thu và 357,46 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, hoàn thành 113% kế hoạch doanh thu và 102,4% kế hoạch lợi nhuận của năm 2010. So với cùng kỳ năm 2009, lợi nhuận trước thuế tăng khoảng 136% chủ yếu nhờ sự tăng giá cao su tự nhiên.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Diện tích cao su dẫn đầu trong các doanh nghiệp niêm yết. Tổng diện tích đất canh tác của PHR vào khoảng 15.000 ha, đứng thứ 5 cả nước và đứng đầu so với các doanh nghiệp sản xuất cao su tự nhiên niêm yết.

Sản lượng có thể sẽ giảm nhẹ trong giai đoạn 2010-2014. PHR có cơ cấu vườn cây khá già (khoảng 70% diện tích có độ tuổi cao từ 16 - 21 tuổi) và đang trong giai đoạn thanh lý mạnh vườn cây. Do đó năng suất và diện tích khai thác trong thời gian tới sẽ sụt giảm. Trung bình sản lượng khai thác sẽ giảm khoảng 3%/năm trong giai đoạn 2010-2014. Phần sản lượng sụt giảm sẽ được bù đắp bởi hoạt động mua ngoài, tuy nhiên hiệu quả không cao do biên lợi nhuận trung bình chỉ khoảng 2%.

Tiềm năng dài hạn từ dự án trồng 8.500 ha cao su tại Campuchia. Tổng vốn đầu tư của dự án là 935 tỷ đồng, dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2013 và có thể bắt đầu đưa vào khai thác từ năm 2015. Tổng diện tích vườn cây của PHR khi dự án hoàn thành có thể đạt 23.000 ha cao su, gấp 1,5 lần so với diện tích hiện tại và sản lượng của PHR giai đoạn 2015 - 2019 có thể đạt tốc độ tăng trưởng trung bình khoảng 11%/năm.

Kết quả năm 2010 lạc quan. Chúng tôi đánh giá kết quả kinh doanh 2010 của PHR sẽ tương đối lạc quan nhờ giá cao su tăng mạnh. Giá cao su trung bình 2010 ước đạt khoảng 62,4 triệu đồng/tấn, tăng 100% so với mức 31 triệu đồng/tấn năm 2009. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 2.081 tỷ đồng và 450 tỷ đồng, tương đương với EPS 2010 vào khoảng 5.535 đồng/cổ phần.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Trong ngắn hạn, kết quả kinh doanh năm 2010 của PHR tương đối lạc quan. EPS 2010 vào khoảng 5.535 đồng/cổ phần, tương đương với mức P/E dự báo 2010 vào khoảng 6,76 lần, đây là mức P/E khá hấp dẫn so với thị trường. Do đó, chúng tôi khuyến nghị MUA trong ngắn hạn.

Về trung hạn, sản lượng khai thác của PHR trong một vài năm tới có thể giảm nhẹ do Công ty đang trong giai đoạn cơ cấu lại vườn cây. Bên cạnh đó, giá cao su nhiều khả năng sẽ có thể giảm khi điều kiện cung cầu trở về bình thường. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi khuyến nghị NĂM GIỮ đối với cổ phiếu PHR.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	57.500
Giá thấp nhất 52 tuần	44.400
Giá cao nhất 52 tuần	76.000
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	1725
SL cổ phiếu lưu hành	30.000.000
KLGD bình quân 10 ngày	35.433

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	791	955
Vốn chủ sở hữu	628	735
Tổng doanh thu	440	661
Lợi nhuận sau thuế	158	221

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	-19,8%	50,2%
Tăng trưởng LNST	-21,1%	39,5%
Tăng trưởng Tài sản	19,7%	20,7%
Tăng trưởng Vốn CSH	24,5%	16,9%
Tăng trưởng EPS	78,9%	139,5%
Lợi nhuận gộp biên	34,2%	37,7%
Lợi nhuận thuần biên	36,0%	33,4%
ROE	26,1%	30,5%
ROA	20,0%	23,1%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	5.281	7.367
P/E (lần)	10,89	7,81
P/B (lần)	2,75	2,35

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Hoạt động chính trong lĩnh vực trồng, khai thác và chế biến cao su. Công ty cao su Tây Ninh có quy mô trung bình trong ngành với diện tích 7.221ha. Mủ latex là sản phẩm chính của TRC, sản phẩm này đóng góp trên 70% tổng doanh thu, còn lại là từ mủ khô và mủ skim.

ĐIỂM TIN MỚI

Ước tính kết quả kinh doanh 9 tháng 2010, Công ty đã đạt được 428 tỷ doanh thu và lợi nhuận trước thuế là 165 tỷ đồng. So với kế hoạch kinh doanh năm 2010, TRC đã hoàn thành 87% kế hoạch doanh thu và 99% lợi nhuận trước thuế.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Nhu cầu latex dự báo tăng mạnh. Trong bối cảnh đa số các doanh nghiệp chế biến hiện nay vẫn chủ yếu sản xuất mủ khô phục vụ cho ngành sản xuất lốp xe ô tô thì việc TRC lựa chọn tập trung vào mủ Latex sẽ là một hướng đi hợp lý. Năng lực chế biến latex hiện tại còn chưa đáp ứng kịp nhu cầu nhờ đó sự cạnh tranh về giá của Latex khá thấp nên hiệu quả từ sản xuất Latex đem lại thường cao hơn mủ khô.

Hoạt động của TRC hiệu quả hơn hẳn các doanh nghiệp cùng ngành. Xét về quy mô vốn và tài sản, TRC chỉ cao hơn HRC trong số 4 doanh nghiệp niêm yết của ngành cao su tuy nhiên các chỉ tiêu tài chính của TRC lại khá tốt so với các doanh nghiệp còn lại.

Năng suất khai thác cao trong ngành. Năm 2009 của Công ty đạt mức 2,24 tấn/ha (năng suất toàn ngành năm 2009 là 1,72 tấn/ha). Cơ cấu vườn cây với trên 60% diện tích đang trong độ tuổi cho năng suất cao, điều kiện thời tiết thích hợp và đội ngũ công nhân có tay nghề cao cũng như các biện pháp kỹ thuật trong chăm sóc và khai thác vườn cây là những yếu tố làm tăng năng suất khai thác của Công ty.

Lợi nhuận năm 2010 có thể tăng mạnh do giá cao su có sự tăng trưởng tốt. Năm 2010 là một năm thuận lợi với các công ty cao su nói chung và TRC nói riêng. Chúng tôi ước tính cả năm TRC có thể đạt doanh thu 661 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế sẽ đạt mức 221 tỷ đồng. So với kế hoạch, lợi nhuận của Công ty có khả năng vượt 46%

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Trong ngắn hạn, kết quả kinh doanh năm 2010 của TRC tương đối lạc quan. EPS 2010 vào khoảng 7.367 đồng/cổ phần, tương đương với mức P/E dự báo 2010 vào khoảng 7,8 lần, đây là mức P/E khá hấp dẫn so với thị trường.

*Trong dài hạn, sự tăng trưởng của TRC sẽ phụ thuộc nhiều vào yếu tố giá do sản lượng duy trì ổn định ở mức 12.000 - 13.000 tấn/năm, tuy nhiên giá cao su trong năm 2010 đã ở mức tương đối cao cho nên sẽ khó có thể tiếp tục cao hơn nữa trong năm tới do có thể bị điều tiết bằng chính sách và thỏa thuận ở các quốc gia sản xuất cao su lớn trong việc bình ổn giá cao su. Trong khi đó, khả năng mở rộng diện tích vườn cây hiện tại của TRC gặp nhiều hạn chế, Công ty chỉ mới tham gia một tỷ trọng nhỏ trong dự án cao su tại Lào, dự án mới trồng cao su tại Campuchia mới trong giai đoạn khảo sát. Do vậy, chúng tôi cho rằng TRC sẽ phù hợp với việc đầu tư ngắn hạn còn về dài hạn. Về dài hạn, chúng tôi chưa thực sự thấy đây là doanh nghiệp hấp dẫn. Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu TRC.*

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	39.300
Giá thấp nhất 52 tuần	33.200
Giá cao nhất 52 tuần	54.000
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	11.576
SL cổ phiếu lưu hành	294.545.994
KLGD bình quân 10 ngày	321.617

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Doanh thu thuần	8.123	13.133
Lợi nhuận sau thuế	1.271	1.422
Tổng tài sản	10.243	14.390
Vốn chủ sở hữu	4.825	6.541

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	-3%	62%
Tăng trưởng LNST	48%	12%
Tăng trưởng Tài sản	82%	40%
Tăng trưởng Vốn CSH	19%	36%
Tăng trưởng EPS	46%	-32%
Lợi nhuận gộp biên	24%	19%
Lợi nhuận thuần biên	16%	11%
ROE	12%	10%
ROA	26%	22%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	6.477	4.381
P/E (lần)	6,07	8,97
P/B (lần)	1,59	1,93

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Lĩnh vực kinh doanh. Hòa Phát là tập đoàn kinh tế đa ngành với mảng kinh doanh chính là sản xuất thép xây dựng (đóng góp khoảng 44% doanh thu và 45% lợi nhuận sau thuế cho). Ngoài ra, Công ty đang tập trung phát triển thêm mảng kinh doanh bất động sản, cùng với thép xây dựng sẽ là 2 mảng chiến lược của HPG trong những năm tới..

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Quy mô công suất lớn nhất miền Bắc và đứng thứ 2 cả nước. Với việc đưa Khu liên hợp vào vận hành trong tháng 3/2010, công suất hiện tại của Hòa Phát đạt 650.000 tấn thép/năm và 590.000 tấn phôi/năm, dẫn đầu về quy mô tại miền Bắc và đứng thứ 2 trên cả nước.

Khả năng tự chủ cao về nguyên liệu đầu vào. Hòa Phát có khả năng tự chủ đến 100% nhu cầu than coke và 90% nhu cầu quặng sắt. Tổng trữ lượng 2 mỏ quặng của Hòa Phát ước tính vào khoảng 30 triệu tấn, đủ để đáp ứng 80%-90% nhu cầu quặng trong vòng 20 năm. Giá thành sản xuất quặng tinh của Hòa Phát khoảng 60 USD/tấn, thấp hơn nhiều so với giá giao dịch trên thị trường thế giới hiện nay (khoảng 140 USD/tấn). Về than cốc, nhà máy than coke công suất 350.000 tấn/năm của Hòa Phát có thể cung cấp 100% nhu cầu than coke cho Khu liên hợp. Ngoài ra, khoảng 40% sản lượng của Nhà máy sẽ được xuất khẩu.

Công nghệ lò cao giúp Hòa Phát giảm giá thành sản xuất. Nhờ khả năng tự chủ nguyên liệu đầu vào, Hòa Phát có thể áp dụng thành công mô hình lò cao (hiện cả nước chỉ có Hòa Phát và Gang thép Thái Nguyên đang vận hành lò cao thành công). Việc áp dụng công nghệ lò cao tại khu liên hợp sẽ giúp Hòa Phát giảm giá thành sản xuất và tạo lợi thế cạnh tranh so với các doanh nghiệp trong nước.

Tiềm năng từ các dự án bất động sản. Dự kiến khi các dự án xây chung cư bắt đầu mang lại hiệu quả từ năm 2011, hoạt động kinh doanh bất động sản sẽ có tốc độ tăng trưởng mạnh về doanh thu và lợi nhuận. Chúng tôi ước tính trong giai đoạn 2011-2015, các dự án chung cư có thể mang lại cho Hòa Phát khoản lợi nhuận trung bình khoảng 700 tỷ đồng/năm. Về dài hạn, quỹ đất đô thị và khu công nghiệp lớn có thể đảm bảo cho Hòa Phát sẵn sàng có những dự án goidầu.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi đánh giá HPG là một cổ phiếu rất thích hợp đối với mục tiêu đầu tư dài hạn của các tổ chức dựa trên những cơ sở sau:

- ❑ Thứ nhất: Hoạt động sản xuất kinh doanh có tính chất ổn định với quy mô sản xuất thép xây dựng đứng đầu tại miền Bắc và thứ 2 cả nước.
- ❑ Thứ hai: Khả năng tự chủ cao về nguyên vật liệu cho sản xuất thép (đáp ứng 90% nhu cầu phôi, 80%-90% quặng sắt, 100% than coke) giúp Hòa Phát cải thiện biên lợi nhuận và giảm thiểu rủi ro từ biến động giá nguyên vật liệu.
- ❑ Thứ ba: Khu liên hợp đi vào hoạt động ổn định có thể giúp hoạt động sản xuất kinh doanh thép xây dựng đạt mức tăng trưởng đột biến. Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng có thể tăng trưởng khoảng 50% trong năm 2010 và 20% trong năm 2011.

Ngoài ra, hoạt động sản xuất kinh doanh của Hòa Phát cũng tiềm ẩn yếu tố tạo đột biến từ hoạt động kinh doanh bất động sản. Do đó chúng tôi khuyến nghị **MUA MẠNH** đối với cổ phiếu HPG.

CÔNG CỔ PHẦN THÉP POMINA - POM

DOANH NGHIỆP ĐẦU NGÀNH - TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG TỐT

Giá kỳ vọng: **46.700 VND**

Khuyến nghị: **MUA**

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	29.500
Giá thấp nhất 52 tuần	27.300
Giá cao nhất 52 tuần	45.100
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	5.530
SL cổ phiếu lưu hành	186.300.000
KLGD bình quân 10 ngày	40.908

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009A	2010F
Doanh thu thuần	7.539	11.958
Lợi nhuận sau thuế	656	828
Tổng tài sản	6.005	6.961
Vốn chủ sở hữu	1.981	2.444

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009A	2010F
Tăng trưởng DT	4%	59%
Tăng trưởng LNST	47%	26%
Tăng trưởng Tài sản	257%	-3%
Tăng trưởng Vốn CSH	272%	23%
Tăng trưởng EPS	-30%	39%
Lợi nhuận gộp biên	19%	12%
Lợi nhuận thuần biên	9%	7%
ROE	11%	12%
ROA	33%	34%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009A	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	3.117	4.335
P/E (lần)	9,47	6,80
P/B (lần)	2,15	3,24

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Lĩnh vực kinh doanh. Hoạt động sản xuất chính của Pomina là sản xuất và kinh doanh thép xây dựng, bao gồm các loại thép cuộn và thép thanh. Công ty không có định hướng đầu tư ngoài ngành hoặc đầu tư tài chính.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Thị phần chi phối thị trường thép miền Nam. Pomina hiện đang chiếm khoảng 41% thị phần của thị trường miền Nam và 17% thị phần của cả nước. Pomina gần như không có đối thủ cạnh tranh do các nhà máy thép hoạt động tại miền Nam hiện nay chủ yếu có công suất nhỏ lẻ và công nghệ lạc hậu, đã qua sử dụng gần 20 năm.

Quy mô công suất lớn nhất trong ngành. Tổng công suất sản xuất thép của Pomina đạt 1,1 triệu tấn thép cán và 500.000 tấn phôi thép, là doanh nghiệp thép có quy mô lớn nhất cả nước. Hiện nay Pomina cũng đang tiến hành dự án đầu tư nhà máy sản xuất phôi và thép thành phẩm, dự kiến khi hoàn thành có thể đưa tổng năng lực sản xuất của Pomina lên 1,6 triệu tấn thép và 1,5 triệu tấn phôi.

Công nghệ sản xuất hiện đại giúp giảm hao phí nguyên vật liệu và giá thành sản xuất. Các nhà máy sản xuất của Pomina đều sử dụng công nghệ của Ý với quy mô công suất lớn, giúp giảm thiểu tiêu hao nhiên vật liệu. Nhờ định mức tiêu hao thấp cộng với lợi thế về quy mô sản xuất lớn giúp cho Pomina giảm khoảng 5% giá thành sản xuất so với một nhà máy sản xuất phôi thép trung bình tại Việt Nam. So với phôi thép nhập khẩu, thì giá thành sản xuất phôi của Pomina có thể thấp hơn khoảng 5%-10%.

Khả năng tự chủ được khoảng 90% nguyên liệu phôi từ năm 2012. Hiện nay nếu các nhà máy hoạt động hết công suất, Pomina có khả năng tự chủ khoảng 45% nhu cầu phôi thép. Từ năm 2012 trở đi, khi dự án luyện phôi thép công suất 1 triệu tấn/năm đi vào hoạt động ổn định, Pomina có khả năng tự chủ khoảng 90% nhu cầu phôi thép phục vụ cho hoạt động sản xuất, qua đó giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp.

Tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn. Về dài hạn, tiềm năng tăng trưởng của Pomina tương đối khả quan nhờ các dự án mới đi vào hoạt động:

- Năm 2011, nhà máy thép cán tại thép Thép Việt có thể huy động gần 100% công suất thiết kế giúp sản lượng tiêu thụ tăng trưởng khoảng 12%.
- Từ năm 2012 trở đi, biên lợi nhuận có thể được gia tăng nhờ nhà máy phôi thép công suất 1 triệu tấn/năm đi vào hoạt động.
- Năm 2013, nhà máy cán thép công suất 500.000 tấn được đưa vào hoạt động.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Trong ngắn hạn, P/E 2010 của Pomina hiện đang được giao dịch ở mức 6,8 lần, đây là mức P/E khá hấp dẫn. Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu POM với mức giá kỳ vọng là 46.700 VND/cổ phần.

Về dài hạn, Pomina là doanh nghiệp xây dựng dẫn đầu tại Việt Nam. Công ty chiếm lĩnh tới 41% thị trường tiêu thụ thép phía Nam nên gần như không có đối thủ cạnh tranh trong một vài năm tới. Ngoài ra, Pomina còn có tiềm năng tăng trưởng tốt nhờ các dự án mới đi vào hoạt động (nhà máy luyện phôi công suất 1 triệu tấn/năm và cán thép công suất 500.000 tấn/năm).

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	115.000
Giá thấp nhất 52 tuần	97.000
Giá cao nhất 52 tuần	169.000
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	3.065
SL cổ phiếu lưu hành	26.652.832
KLGD bình quân 10 ngày	7.501

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	1.521	1.732
Vốn chủ sở hữu	1.018	1.222
Tổng doanh thu	1770	1950
Lợi nhuận sau thuế	357	286

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	17,5%	11,7%
Tăng trưởng LNST	178,7%	-20,3%
Tăng trưởng Tài sản	40,7%	13,9%
Tăng trưởng Vốn CSH	46,3%	20,1%
Tăng trưởng EPS	177%	-20%
Lợi nhuận gộp biên	52,9%	52,4%
Lợi nhuận thuần biên	23,3%	17%
ROE	42,3%	25,8%
ROA	27,8%	17,8%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	13.392	10.742
P/E (lần)	8,45	10,6
P/B (lần)	3,03	2,52

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Dược Hậu Giang là doanh nghiệp có thị phần lớn nhất trong số các công ty sản xuất Dược trong nước, chiếm khoảng 11,7% thị trường thuốc sản xuất trong nước và 5,3% toàn thị trường dược phẩm Việt Nam (bao gồm cả thuốc sản xuất trong nước và thuốc nhập khẩu). Các nhóm sản phẩm chính theo doanh thu của Dược Hậu Giang (2009) bao gồm nhóm kháng sinh (41,8%), nhóm giảm đau - hạ sốt (16,0%), nhóm tai mũi họng (15,5%), nhóm vitamin (10,1%).

ĐIỂM TIN MỚI

Kết quả kinh doanh 8 tháng đầu năm, DHG thông báo đạt 1.300 tỷ doanh thu và 200 tỷ lợi nhuận trước thuế tương ứng đạt kế hoạch 67,7% doanh thu và 64,5% lợi nhuận trước thuế cả năm 2010.

DHG vừa trả cổ tức đợt 1 năm 2010 bằng tiền mặt tỷ lệ 10%/cổ phiếu trong kế hoạch trả cổ tức năm 2010 là 25%.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Chú trọng vào hoạt động sản xuất và tiêu thụ dược phẩm, đóng góp 94% doanh thu.

Hoạt động thương mại chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu doanh thu. DHG có quy mô sản xuất dược phẩm lớn nhất trong ngành hiện nay với sản lượng sản xuất đạt gần 3 tỷ đơn vị sản phẩm/năm. Nhà máy hiện tại của DHG đang chạy với công suất cao trên 90%.

Công suất sản xuất dự kiến tăng lên 6 tỷ đơn vị sản phẩm vào cuối quý II/2012. Nhà máy mới với công suất thiết kế 4 tỷ đơn vị sản phẩm của DHG tại Khu Công Nghiệp Tân Phú, Hậu Giang với vốn đầu tư giai đoạn 1 khoảng 301 tỷ đồng khi chạy đầy đủ cùng với nhà máy hiện tại ở KCN Trà Nóc II. Tp Cần Thơ dự kiến chỉ chạy 2 tỷ đơn vị sản phẩm (công suất thiết kế 3 tỷ) sẽ nâng tổng năng lực sản xuất của DHG đạt 6 tỷ đơn vị sản phẩm, gấp đôi sản lượng hiện tại.

Hoạt động hiệu quả hơn hẳn so với các doanh nghiệp dược khác. Xét về quy mô vốn DHG gần gấp đôi các công ty Dược trong ngành. Mặc dù quy mô hoạt động lớn tuy nhiên DHG vẫn duy trì được hiệu quả hoạt động tốt nhất so với IMP, DMC, DVD, MKP thể hiện qua các chỉ tiêu biên gộp, biên sau thuế, ROE, ROA.

DHG hiện có hệ thống phân phối quy mô lớn nhất trong ngành. Chi phí bán hàng của DHG hàng năm khoảng 400 tỷ cao hơn nhiều các DN Dược khác trung bình chỉ khoảng dưới 100 tỷ, với 39 chi nhánh bán sỉ đến các nhà thuốc qua hệ thương mại (OTC), 56 quầy thuốc tại bệnh viện trong hệ điều trị (ETC) và gần 1.000 nhân viên trong khối bán hàng trực tiếp bán hàng sâu rộng đến tận các nhà thuốc cấp thôn, ấp trên toàn quốc.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ.

*Chúng tôi đánh giá cao vị thế của DHG vì đây là công ty Dược đầu ngành, hoạt động tập trung vào ngành nghề kinh doanh chính là sản xuất Dược phẩm, năng lực sản xuất cao nhất trong ngành (khoảng 3 tỷ đơn vị sản phẩm) cùng hệ thống phân phối sâu rộng bán hàng đến tận nhà thuốc cấp thôn, ấp. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DHG với mức giá mục tiêu **127.000 đồng/CP** cho mục đích đầu tư dài hạn.*

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (25/10/2010)	84.000
Giá thấp nhất 52 tuần	71.000
Giá cao nhất 52 tuần	150.000
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	1.550
SL cổ phiếu lưu hành	18.460.500
KLGD bình quân 10 ngày	5.387

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	2010F
Tổng tài sản	723	1.175
Vốn chủ sở hữu	430	619
Tổng doanh thu	1.024	1.284
Lợi nhuận sau thuế	109	188

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2009	2010F
Tăng trưởng DT	43,1%	40%
Tăng trưởng LNST	327%	73%
Tăng trưởng Tài sản	189%	63%
Tăng trưởng Vốn CSH	229%	44%
Tăng trưởng EPS	219%	8,5%
Lợi nhuận gộp biên	23,5%	25%
Lợi nhuận thuần biên	14,8%	16,9%
ROE	38,8%	36%
ROA	22,3%	19,9%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2009	2010F
EPS (đồng/cổ phần)	9.167	9.943
P/E (lần)	9,2	8,45
P/B (lần)	2,33	2,57

HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

CTCP Dược phẩm Viễn Đông cổ phần hóa năm 2005, sản xuất kinh doanh dược phẩm, thực phẩm chức năng (đây là sản phẩm chủ lực, chiếm trên 95% doanh thu), hóa chất, bao bì y tế và thiết bị y tế. DVD là doanh nghiệp mới trong ngành so với các công ty dược khác tuy nhiên có chiến lược phát triển riêng và đang đạt tốc độ tăng trưởng rất nhanh trở thành Công ty có doanh thu & lợi nhuận đứng thứ 3 trong ngành.

ĐIỂM TIN MỚI

DVD vừa hoàn tất phát hành thêm hơn 7 triệu cổ phiếu (hơn 6,5 triệu cho cổ đông hiện hữu và còn lại cho CBCNV) để tăng vốn điều lệ từ 119 tỷ lên 190 tỷ đồng.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

DVD đang trong giai đoạn tăng trưởng nhanh. Do hoạt động kinh doanh của DVD mới phát triển từ năm 2007 do đó tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận đang đạt được rất cao. Doanh thu năm 2009 tăng gấp đôi trong khi lợi nhuận sau thuế tăng khoảng 6 lần so với 2007 chủ yếu đến từ thúc đẩy sản lượng bán hàng dược phẩm thông qua hệ thống phân phối của Công ty.

Định hướng phát triển trong giai đoạn 2010-2015 sẽ dựa trên hoạt động mua bán sáp nhập (M&A). Trong giai đoạn 2010 đến 2015, DVD đặt kế hoạch mua lại 5 công ty dược có thể mạnh gia công hỗ trợ cho DVD để phục vụ cho nhu cầu sản xuất. Ngoài ra, DVD vừa đi vào hoạt động nhà máy mới Lili of France tại Bắc Ninh (DVD sở hữu 97%) công suất thiết kế 2 tỷ đơn vị sản phẩm/năm. Trong giai đoạn đầu nhà máy chủ yếu sản xuất thực phẩm chức năng. Việc đi vào hoạt động nhà máy mới sẽ giúp DVD tăng mạnh năng lực sản xuất các mặt hàng chủ lực.

Hệ thống phân phối quy mô đứng thứ 2 trong ngành với số lượng nhân viên bán hàng trên 600 người. DVD đang tập trung phát triển hệ thống bán hàng có quy mô vào diện lớn trong ngành (quy mô nhân viên bán hàng của công ty đứng đầu là DHG khoảng 1.000 nhân viên). Hiện kênh phân phối của DVD thông qua các công ty con tại TP HCM, Hà Nội, Đà Nẵng và 20 chi nhánh tại các tỉnh thành khác.

Rủi ro về quản lý chất lượng sản phẩm và các thông tin không tích cực trên thị trường. Sản phẩm của DVD hiện phụ thuộc rất lớn vào quá trình gia công từ các nhà máy thuê gia công ngoài. Do đó, quản lý chất lượng dược phẩm gia công là một rủi ro lớn đối với DVD đặc biệt trong ngành Dược yêu cầu khắt khe về chất lượng sản phẩm.

Gần đây trên thị trường có các thông tin không mấy tích cực về việc DVD về việc điều chuyển lợi nhuận và không có khả năng thanh toán các khoản nợ. Mặc dù các thông tin này chưa được xác minh nhưng làm cho chúng tôi giữ quan điểm thận trọng hơn về khả năng thực hiện kế hoạch phát triển M&A của Công ty.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ.

Do chưa có cơ sở để dự báo doanh thu và lợi nhuận, cũng như quan ngại về rủi ro quản lý chất lượng gia công từ các nhà máy thuê ngoài và các thông tin về việc điều chuyển lợi nhuận của DVD trong thời gian vừa qua. Do đó, chúng tôi giữ quan điểm NĂM GIỮ đối với cổ phiếu DVD.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Quý khách hàng có nhu cầu về báo cáo phân tích chi tiết từng công ty xin vui lòng liên hệ với các chuyên viên phân tích theo địa chỉ hoặc email dưới đây:

Báo cáo	Số trang	Chuyên viên phân tích	Điện thoại	Email
BCI	10	Nguyễn Phi Hùng	(04) 3.928.8080 ext: 607	hungnp@bvsc.com.vn
HAG	16	Nguyễn Phi Hùng	(04) 3.928.8080 ext: 607	hungnp@bvsc.com.vn
HDG	9	Nguyễn Minh Ngọc	(04) 3.928.8080 ext: 614	ngocnm@bvsc.com.vn
ITC	7	Nguyễn Phi Hùng	(04) 3.928.8080 ext: 607	hungnp@bvsc.com.vn
KDH	8	Nguyễn Kim Chi	(04) 3.928.8080	chink@bvsc.com.vn
NTL	7	Nguyễn Minh Ngọc	(04) 3.928.8080 ext: 614	ngocnm@bvsc.com.vn
QCG	8	Nguyễn Kim Chi	(04) 3.928.8080	chink@bvsc.com.vn
REE	7	Nguyễn Phi Hùng	(04) 3.928.8080 ext: 607	hungnp@bvsc.com.vn
SDU	9	Nguyễn Minh Ngọc	(04) 3.928.8080 ext: 614	ngocnm@bvsc.com.vn
SJS	8	Nguyễn Phi Hùng	(04) 3.928.8080 ext: 607	hungnp@bvsc.com.vn
TDH	11	Nguyễn Quang Minh	(08) 3.914.6888 ext: 133	minhnq@bvsc.com.vn
VIC	9	Nguyễn Kim Chi	(04) 3.928.8080	chink@bvsc.com.vn
CMG	12	Phạm Việt Hùng	(04) 3.928.8080 ext: 616	hungpv@bvsc.com.vn
FPT	12	Phạm Việt Hùng	(04) 3.928.8080 ext: 616	hungpv@bvsc.com.vn
CII	13	Tạ Thanh Sơn	(04) 3.928.8080 ext: 621	tason@bvsc.com.vn
CTD	11	Lưu Thị Hồng Nhung	(08) 3.914.6888 ext: 158	nhunglth@bvsc.com.vn
GMD	8	Lưu Văn Lương	(04) 3.928.8080 ext: 512	luonglv@bvsc.com.vn
PVT	10	Nguyễn Thị Lâm Anh	(04) 3.928.8080 ext: 622	anhntl@bvsc.com.vn
VOS	11	Nguyễn Thị Lâm Anh	(04) 3.928.8080 ext: 622	anhntl@bvsc.com.vn
PVD	9	Phạm Việt Hùng	(04) 3.928.8080 ext: 616	hungpv@bvsc.com.vn
VSH	9	Vũ Thị Mai	(04) 3.928.8080 ext: 611	maivt@bvsc.com.vn
CSM	10	Nguyễn Thị Lâm Anh	(04) 3.928.8080 ext: 622	anhntl@bvsc.com.vn
KDC	10	Phạm Việt Lan Anh	(08) 3.914.6888 ext: 157	anhpvl@bvsc.com.vn
LSS	10	Nguyễn Lương Quý	(04) 3.928.8080 ext: 608	quinl@bvsc.com.vn
MPC	9	Vũ Thị Mai	(04) 3.928.8080 ext: 611	maivt@bvsc.com.vn
PNJ	10	Nguyễn Lương Quý	(04) 3.928.8080 ext: 608	quinl@bvsc.com.vn
VHC	11	Vũ Thị Mai	(04) 3.928.8080 ext: 611	maivt@bvsc.com.vn
VNM	11	Nguyễn Lương Quý	(04) 3.928.8080 ext: 608	quinl@bvsc.com.vn
ACB	1	Nguyễn Thị Phương Nhật	(04) 3.928.8080 ext: 618	nhatnp@bvsc.com.vn
CTG	1	Nguyễn Thị Phương Nhật	(04) 3.928.8080 ext: 618	nhatnp@bvsc.com.vn
EIB	1	Nguyễn Thị Phương Nhật	(04) 3.928.8080 ext: 618	nhatnp@bvsc.com.vn
VCB	1	Nguyễn Thị Phương Nhật	(04) 3.928.8080 ext: 618	nhatnp@bvsc.com.vn
BMP	8	Nguyễn Kim Thư	(08) 3.914.6888 ext: 154	thunk@bvsc.com.vn
NTP	7	Lưu Văn Lương	(04) 3.928.8080 ext: 512	luonglv@bvsc.com.vn
DPM	8	Chế Thị Mai Trang	(04) 3.928.8080 ext: 606	trangctm@bvsc.com.vn
DPR	7	Chế Thị Mai Trang	(04) 3.928.8080 ext: 606	trangctm@bvsc.com.vn
PHR	8	Chế Thị Mai Trang	(04) 3.928.8080 ext: 606	trangctm@bvsc.com.vn
TRC	8	Nguyễn Thị Hải Yến	(08) 3.914.6888 ext: 150	haiyen@bvsc.com.vn
HPG	10	Chế Thị Mai Trang	(04) 3.928.8080 ext: 606	trangctm@bvsc.com.vn
POM	8	Chế Thị Mai Trang	(04) 3.928.8080 ext: 606	trangctm@bvsc.com.vn
DHG	7	Phạm Việt Hùng	(04) 3.928.8080 ext: 616	hungpv@bvsc.com.vn
DVD	7	Phạm Việt Hùng	(04) 3.928.8080 ext: 616	hungpv@bvsc.com.vn



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của BVSC.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Địa chỉ trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3 928 8080 Fax: (844) 3 928 9888

Chi nhánh: 233 Đồng Khởi, quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (848) 3 914 6888

Fax: (848) 3 914 7999

**Phụ lục 09: BỘ CÂU HỎI KHẢO SÁT VỀ PHÂN TÍCH HIỆU QUẢ KINH
DOANH CỦA CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT TRÊN THỊ
TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN**

(Dùng cho nhà đầu tư)

**(Các thông tin trong bản điều tra này sẽ chỉ phục vụ để tổng hợp cho mục đích
nghiên cứu, không phổ biến. Những mục đánh dấu * là những mục tùy chọn mà
người trả lời có thể không cần ghi)**

1. Họ và tên*:

2. Tuổi:

3. Trình độ:

4. Địa chỉ:

-

5. Anh (chị) đã tham gia đầu tư trên thị trường chứng khoán được bao lâu?

☐

Dưới 1 năm

☐

Từ 1 năm đến 3 năm

☐

Trên 3 năm

6. Vốn đầu tư trung bình của Anh/chị là bao nhiêu?

☐

Dưới 500 triệu đồng

☐

Từ 500 triệu đồng đến 01 tỉ đồng

☐

Trên 01 tỉ đồng

7. Anh/chị đầu tư vào loại cổ phiếu nào?

☐

Cổ phiếu đã niêm yết

☐

Cổ phiếu OTC

☐

Cả hai loại trên

8. Anh/chị nhận thấy cổ phiếu niêm yết có ưu điểm gì so với cổ phiếu OTC?

☐

Thông tin rõ ràng hơn/An toàn hơn

☐

Thanh khoản tốt hơn

☐

Lý do khác

9. Khi đưa ra quyết định đầu tư cổ phiếu nào anh chị thường dựa trên thông tin nào?

☐

Tình hình kinh doanh của doanh nghiệp

☐

Giá cổ phiếu/lịch sử trả cổ tức và chia thưởng

☐

Lý do khác

10. Thông tin về công ty thường được anh/ chị thu thập từ đâu?

- ☐ Do công ty cung cấp/website của công ty
- ☐ Qua báo giấy/báo điện tử
- ☐ Nguồn khác

11. Anh/chị thường tiến hành phân tích thông tin như thế nào?

- ☐ Tự phân tích
- ☐ Tham khảo các chuyên gia/các nhà đầu tư khác
- ☐ Khác

12. Chiến lược về thời gian đầu tư của anh/chị là gì?

- ☐ Đầu tư dài hạn
- ☐ Đầu tư ngắn hạn
- ☐ Tùy thời điểm/loại cổ phiếu

13. Đánh giá hiệu quả kinh doanh của một doanh nghiệp anh chị thường quan tâm đến chỉ tiêu nào?

- ☐ Vòng quay hàng tồn kho
- ☐ Hệ số DTT/Tổng tài sản
- ☐ Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA)
- ☐ Tỷ suất sinh lợi của vốn chủ sở hữu (ROE)
- ☐ Tỷ suất sinh lợi của doanh thu (ROS)
- ☐ Thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS)
- ☐ Khác
- ☐ Tất cả các chỉ tiêu trên

14. Anh/chị lấy số liệu ở đâu để tính các chỉ tiêu hiệu quả kinhdoanh?

- ☐ Báo cáo tài chính của công ty
- ☐ Chuyên gia cung cấp
- ☐ Khác

15. Thời gian tiến hành phân tích

- ☐ 6 tháng
- ☐ 1 năm
- ☐ Trên 1 năm

16. Phương pháp nào được anh (chị) sử dụng để phân tích HQKD

- ☐ So sánh
- ☐ Loại trừ
- ☐ Dupont
- ☐ Kết hợp

17. Anh chị có so sánh số liệu phân tích với công ty khác cùng ngành, cùng lĩnh vực không

- ☐ Có
- ☐ Không

18. Anh, chị đánh giá về tình hình cung cấp thông tin HQKD của công ty niêm yết cho nhà đầu tư

- ☐ Đầy đủ
- ☐ Chưa đầy đủ

19. Theo anh, công ty niêm yết cần phải làm gì để cung cấp thông tin HQKD minh bạch hơn cho nhà đầu tư

- ☐ Đưa ra báo cáo phân tích HQKD
- ☐ Cung cấp số liệu cụ thể hơn
- ☐ Bổ sung thêm chỉ tiêu phân tích

20. Anh, chị có mong muốn gì về phía các cơ quan chức năng để thông tin HQKD của công ty niêm yết cung cấp được tốt hơn

- ☐ Quản lý thống nhất việc cung cấp thông tin HQKD
- ☐ Không cần quản lý việc cung cấp thông tin HQKD

Xin chân thành cảm ơn!

Phụ lục số 10: Thống kê kết quả điều tra nhà đầu tư

Tổng số phiếu phát ra: 100 phiếu

Số phiếu thu về: 52 phiếu

Trình độ đại học: 80%

Trên đại học: 15%

Khác: 5%

Câu hỏi	Nội dung	Phương án 1	Phương án 2	Phương án 3	Phương án 4	Phương án 5	Phương án 6
5	Thời gian đầu tư	Dưới 1 năm	Từ 1-3 năm	Trên 3 năm			
	SL	10	15	27			
	Tỷ lệ	19.23%	28.85%	51.92%			
6	Vốn đầu tư Trung bình	Dưới 500 tr	Từ 500tr - 1000tr	Trên 1.000 tr			
	SL	6	26	20			
	Tỷ lệ	11.54%	50.00%	38.46%			
7	Loại cổ phiếu đầu tư	Cổ phiếu niêm yết	Cổ phiếu OTC	Cả hai loại			
	SL	40	5	7			
	Tỷ lệ	76.92%	9.62%	13.46%			
8	Cổ phiếu niêm yết có ưu điểm gì	Thông tin rõ ràng và an toàn	Thanh khoản tốt	Lý do khác			
	SL	45	42	7			
	Tỷ lệ	86.54%	80.77%	13.46%			
9	Quyết định đầu tư dựa trên	Tình hình kinh doanh	Giá cổ phiếu/...	Lý do khác			
	SL	47	35	5			
	Tỷ lệ	90.38%	67.31%	9.62%			
10	Nguồn thu thập thông tin	Công ty cung cấp	Báo	Nguồn khác			
	SL	50	45	12			
	Tỷ lệ	96.15%	86.54%	23.08%			
11	Cách tiến hành phân tích thông tin	Tự phân tích	Tham khảo	Khác			
	SL	40	25	35			
	Tỷ lệ	76.92%	48.08%	67.31%			
12	Chiến lược đầu tư	Dài hạn	Ngắn hạn	Tuỳ loại cổ phiếu			
	SL	6	16	30			
	Tỷ lệ	11.54%	30.77%	57.69%			
13	Chỉ tiêu sử dụng đánh giá hiệu quả kinh doanh	Vòng quay hàng tồn kho	DTT/Tổng tài sản	ROA	ROE	EPS	Khác
	SL	10	5	7	17	52	40
	Tỷ lệ	20%	10%	13.46%	32.69%	100.00%	80.00%

14	Căn cứ tính	Báo cáo tài chính	Chuyên gia cung cấp	Khác			
	SL	30	18	2			
	Tỷ lệ	60.00%	37.00%	3.00%			
15	Thời gian phân tích	6 tháng	1 năm	Trên 1 năm			
	SL	40	10	2			
	Tỷ lệ	76.92%	19.23%	3.85%			
	Phương pháp phân tích	So sánh	Loại trừ	Dupont	Kết hợp		
	SL	45	0	7			
	Tỷ lệ	86.54%	0.00%	13.46%			
17	So sánh với công ty khác	Có	Không				
	SL	43	9				
	Tỷ lệ	82.69%	17.31%				
18	Đánh giá về tình hình cung cấp thông tin	Đầy đủ	Không đầy đủ				
	SL	0	52				
	Tỷ lệ	0.00%	100.00%				
19	Yêu cầu về phía công ty Niêm yết	Đưa báo cáo phân tích	Cung cấp thêm số liệu	Thêm chỉ tiêu p/a HQKD			
	SL	40	5	28			
	Tỷ lệ	76.92%	9.62%	53.85%			
20	Yêu cầu về phía các cơ quan chức năng	Quản lý thống nhất TTCC	Không quản lý TTCC				
	SL	50	2				
	Tỷ lệ	96.15%	3.85%				

Phụ lục 11:**HỒ SƠ PHÂN TÍCH HIỆU QUẢ KINH DOANH TẠI CÔNG TY CỔ PHẦN VÀNG BẠC PHÚ NHUẬN (PNJ)**

Chỉ tiêu	Năm 2009 (đồng)	Năm 2008 (đồng)	Tỷ lệ tăng trưởng 2009/2008 (%)	Kế hoạch tăng trưởng (%)
Tổng doanh thu	221.031.957.115	153.124.256.308	44,35%	20%
Lợi nhuận trước thuế	175.673.674.021	122.127.164.787	43,84%	23,36%
Lợi nhuận sau thuế	274.720.370.552	166.510.163.484	64,99%	30,50%
Lợi nhuận trước thuế hợp nhất	219.831.879.486	131.863.822.863	66,71%	34,72%
Lợi nhuận sau thuế hợp nhất	204.491.513.039	125.563.575.821	62,86%	-
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế /Vốn chủ sở hữu	19,13%	13,29%	-	
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế/ Tổng tài sản	10,13%	8,88%	-	-

(Nguồn: Phòng TC-KT Công ty Cổ phần Vàng Bạc Phú Nhuận)

Phụ lục số12

**HỒ SƠ PHÂN TÍCH KHẢ NĂNG SINH LỜI TẠI
CÔNG TY CỔ PHẦN NHỰA THIẾU NIÊN TIỀN
PHONG**

NĂM 2008

*** Khả năng sinh lời:**

- Lợi nhuận/ Vốn điều lệ: $154.407 \text{ trđ} / 216.689 \text{ trđ} = 71,25 \%$
- Lợi nhuận/ Vốn chủ sở hữu: $154.407 \text{ trđ} / 409.804 \text{ trđ} = 37,67 \%$
- Lợi nhuận/ Tổng tài sản: $154.407 \text{ trđ} / 734.349 \text{ trđ} = 21,02 \%$
- Lợi nhuận/ Doanh thu: $154.407 \text{ trđ} / 1.097.379 \text{ trđ} = 14,07 \%$

*** Phân tích các Hệ số phù hợp trong khu vực kinh doanh:**

- Qua các chỉ số về tài chính, đặc biệt là các chỉ số đo lường khả năng thanh toán, cho thấy Công ty hoạt động trên cơ sở năng lực tài chính ổn định, vững chắc. Hầu hết các chỉ số đều ở mức rất tốt, như chỉ số Khả năng thanh toán ngắn hạn cho thấy trong năm 2008, 1 đồng nợ ngắn hạn của Công ty được đảm bảo thanh toán bằng 1,67 đồng tài sản lưu động ...

- Để có được năng lực tài chính vững chắc như phân tích ở trên, một phần xuất phát từ tích chất ngành nghề sản xuất của Công ty là ngành nghề có khả năng sinh lời cao so với các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp khác, nhưng yếu tố có tính chất quyết định vẫn là khả năng quản lý tài chính của Ban Lãnh đạo Công ty. Trong công tác quản lý sản xuất – kinh doanh, Ban Lãnh đạo Công ty luôn chú trọng khâu tiết kiệm hợp lý các chi phí để nâng cao hiệu quả sản xuất, trên cơ sở đó Công ty có điều kiện nâng cao vốn chủ sở hữu, giảm các khoản vay ngân hàng.

- Mặc dù là ngành sản xuất có khả năng sinh lời cao nhưng vẫn tiềm ẩn những rủi ro do những nguyên nhân nguyên liệu đầu vào phụ thuộc vào biến động giá dầu mỏ trên thế giới là mặt hàng nhạy cảm liên tục biến động mạnh trong thời kỳ chính trị thế giới không ổn định. Đồng thời tính chất công nghệ không quá phức tạp nên tính cạnh tranh thị trường sẽ gay gắt. Nhận thức được vấn đề trên, nên Công ty đã giảm dần số vay nợ và chủ động về tài chính nên có điều kiện chớp được cơ hội trong kinh doanh có kế hoạch dự trữ nguyên liệu hợp lý là một trong yếu tố quan trọng tăng khả năng nâng cao lợi nhuận của Công ty.

(Nguồn: Phòng KT, Công ty Cổ phần Nhựa Tiên Phong)

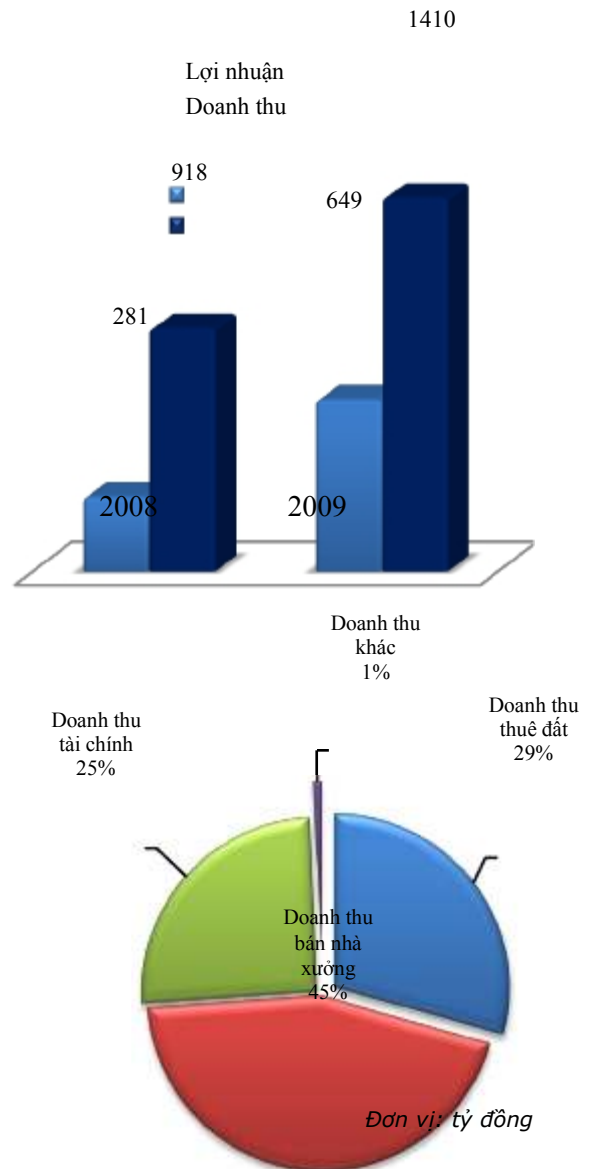
Phân tích hiệu quả kinh doanh tại Công ty Cổ phần Kinh Bắc Tại thời điểm 31/12/2009

Tổng doanh thu của doanh nghiệp đạt **1.410** tỷ đồng, bằng 154% so với năm 2008, 174% so với kế hoạch. Tổng lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ đạt **649** tỷ đồng bằng 231% so với năm 2008, bằng **205** % so với kế hoạch.

Trong đó, doanh thu thuần về bán hàng và dịch vụ đạt **1.050** tỷ đồng, chiếm 74% so với tổng doanh thu. Doanh thu từ hoạt động kinh doanh chính bao gồm doanh thu từ việc bán nhà xưởng đạt **628** tỷ đồng, chiếm 60% so với doanh thu thuần, doanh thu từ hoạt động cho thuê đất đạt **414** tỷ đồng, chiếm 39 % so với doanh thu thuần.

Sở dĩ có sự đột biến về hoạt động kinh doanh nhà xưởng là vì khi nhà đầu tư quay trở lại đầu tư, họ phải mua luôn nhà xưởng để sớm đi vào hoạt động sản xuất.

Phần doanh thu và lợi nhuận còn lại là do hoạt động đầu tư tài chính ở Công ty mẹ, đạt **359** tỷ đồng, chiếm 25% tổng doanh thu. Hoạt động này do chuyển nhượng toàn bộ số lượng cổ phần tại hai ngân hàng Navibank, Westernbank và một số công ty liên kết khác, nhằm mục đích huy động vốn để đầu tư vào các dự án trọng điểm trong năm 2010.



Chỉ tiêu	2009	2008	Thay đổi
Doanh thu thuần bán hàng và dịch vụ	1.050	861	122%
- Doanh thu về hoạt động cho thuê đất	414	310	133%
- Doanh thu về hoạt động bán nhà xưởng	628	0	-
Doanh thu hoạt động tài chính	356	56,5	529%
Thu nhập khác	1,3	0,5	145%
Tổng doanh thu	1410	918	154%
Tổng lợi nhuận sau thuế của Công ty mẹ	649	280	231%
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	3.725	2.799	133%
Cổ tức và cổ phiếu thưởng	50%	50%	-

Phụ lục số 14:**HỒ SƠ PHÂN TÍCH HIỆU QUẢ KINH DOANH TẠI CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN CÔNG NGHỆ CMC**

Stt	Chỉ tiêu	Năm 2007	Năm 2008	30/09/2009
1. Chỉ tiêu về năng lực hoạt động				
	Vòng quay tổng tài sản (DT thuần/Tổng TS)	1,14	1,20	1,58*
	Vòng quay TSCĐ (DT thuần /TSCĐ)	55,09	15,14	11,46*
	Vòng quay vốn lưu động (DT thuần/TSLĐ)	1,18	1,50	2,12*
	Vòng quay các khoản phải thu (DT thuần/ Phải thu)	2,45	3,24	4,14*

2 Chỉ tiêu về khả năng sinh lời

Hệ số LN trước thuế / DT thuần (%)	8,12%	5,56%	2,07%
Hệ số LN sau thuế / DT thuần (%)	6,53%	4,34%	1,77%
Hệ số LN sau thuế / Tổng tài sản (%)	7,46%	5,21%	2,79%*
Hệ số LN gộp/ DT thuần (%)	17,16%	15,93%	13,03%
Hệ số LN từ hoạt động SXKD / DT thuần (%)	7,97%	5,57%	2,20%

3 Chỉ tiêu liên quan đến cổ phần

Thu nhập bình quân trên mỗi cổ phần (EPS)(vnd/cổ phần)	3.246	2.564	-
Giá trị sổ sách của cổ phần (vnd/cổ phần)	19.381	10.571	-

(Nguồn: BCTC Kiểm toán CMC năm 2007, 2008 và Báo cáo quyết toán 9Tháng/ 2009)

▪ **Về năng lực hoạt động:** Năm 2008, tốc độ vòng quay Vốn lưu động của Công ty đã có sự gia tăng đáng kể so với năm 2007. Nếu như trong năm 2007, vòng quay Vốn lưu động của Công ty là 1,18 lần, tương đương với thời gian luân chuyển khoảng 305 ngày thì đến năm 2008, vòng quay Vốn lưu động tăng lên mức 1,50 lần, tương đương với thời gian luân chuyển chỉ còn khoảng 240 ngày.

▪ **Về khả năng sinh lời:** Năm 2008 có sự sụt tỷ lệ lợi nhuận trên doanh thu của Công ty so với năm 2007. Do giai đoạn này Công ty đang có nhiều dự án trong quá trình đầu tư như các dự án viễn thông, dự án hạ tầng kỹ thuật chưa tạo lợi nhuận trong kỳ. Hơn nữa, Năm 2008 CMC tham gia mạnh vào lĩnh vực phân phối, tỷ trọng phân phối tăng lên, và tỷ lệ lãi/doanh thu thấp hơn lĩnh vực dịch vụ. Do vậy tỷ lệ lãi/doanh thu toàn tập đoàn có giảm xuống. Tỷ lệ này sẽ có sự cải thiện khi các dự án đầu tư hoàn tất và tạo lợi nhuận từ năm 2010.

Tỷ lệ sinh lời trên doanh thu thời điểm 9 tháng giảm so với các năm trước là do đặc thù về mùa vụ trong ngành ICT đặc biệt là lĩnh vực tích hợp và phần mềm, các dự án thường được nghiệm thu, quyết toán và ghi nhận doanh thu nhiều vào quý IV, do vậy kết quả kinh doanh các quý đầu năm thường thấp hơn các quý cuối năm. Bên cạnh đó, Năm 2009, do tình hình suy giảm kinh tế, các mặt hàng ICT, đặc biệt là phần cứng, có xu hướng giảm giá để đẩy nhanh tốc độ

lưu truyền hàng hóa, do vậy mức lãi gộp có sự suy giảm.

Tỷ lệ khả năng sinh lời theo kết quả doanh thu và lợi nhuận dự kiến đạt được của năm 2009 như sau:

Chỉ tiêu về khả năng sinh lời	Năm 2009 (dự kiến)
Hệ số LN trước thuế / DT thuần (%)	4.92%
Hệ số LN sau thuế / DT thuần (%)	3.86%
Hệ số LN sau thuế / Tổng tài sản (%)	6.80%
Hệ số LN gộp/ DT thuần (%)	14.92%
Hệ số LN từ hoạt động SXKD / DT thuần (%)	4.87%

(Nguồn: CTCP Tập đoàn CMC)

Phụ lục số 15:

HỒ SƠ PHÂN TÍCH HIỆU QUẢ KINH DOANH TẠI CÔNG TY

CỔ PHẦN XI MĂNG BÚT SƠN (BTS)

1. Chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lợi.	31/12/2008	31/12/2007
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu (%)	8,7%	9,5%
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản (%) (ROA)	2,49%	4,3%
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu (%) (ROE)	9,3%	9,8%
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên vốn điều lệ	11,5%	11,2%

2. Các chỉ tiêu về khả năng thanh toán.

Chỉ tiêu	ĐVT	Năm 2007	Năm 2008	Tăng (+) giảm (-)
Khả năng thanh toán hiện thời	Lần	1,802	1,366	-0,436
Khả năng thanh toán nhanh	Lần	0,163	0,146	-0,017
Khả năng thanh toán nợ ngắn hạn	Lần	0,973	0,146	-0,827
Vòng quay tổng tài sản	Lần	0,477	0,366	-0,111
Vòng quay VLD	Lần	1,810	0,819	-0,991
Vòng quay HTK	Lần	2,478	1,081	-1,397
Vòng quay các khoản phải thu (Kỳ thu tiền BQ)	Lần	4,711	5,402	0,691
Vòng quay các khoản phải trả (Kỳ trả tiền bình quân)	Lần	2,885	0,546	-2,339

Đánh giá về một số chỉ tiêu đạt được trong năm 2008 so với năm 2007.

- Về sản xuất:

+ Sản xuất Clinker đạt: 1.280.875 tấn/1.265.547 tấn, tăng 15.328 tấn, bằng 101,2% so với năm 2007.

+ Sản xuất xi măng bột: 1.345.237 tấn/1.368.589 tấn, giảm 23.352 tấn, bằng 98,3% so với năm 2007.

+ Sản xuất xi măng bao: 1.205.087 tấn/1.135.610 tấn, tăng 69.477 tấn, bằng 106,1% so với năm 2007.

- Về tiêu thụ:

+ Tổng sản lượng tiêu thụ đạt: 1.692.010 tấn/1.629.707 tấn, tăng 62.303 tấn, bằng 103,8% so với năm 2007.

- Về lợi nhuận:

+ Lợi nhuận trước thuế đạt: 121,4 tỷ đồng/101,0 tỷ đồng, tăng 20,4 tỷ đồng, bằng 120,2% so với năm 2007.

(Nguồn: Phòng TC-KT Công ty Cổ phần Xi măng Bút Sơn)

Phụ lục số 16:

HỒ SƠ PHÂN TÍCH HIỆU QUẢ KINH DOANH TẠI CÔNG TY CỔ PHẦN CỔ PHẦN VẢI SỢI MAY MẶC MIỀN BẮC (TET)

STT	Chỉ tiêu	ĐVT	Năm 2007	Năm 2008	Năm 2009
1	Chỉ tiêu về năng lực hoạt động				
	Vòng quay hàng tồn kho: Giá vốn hàng bán/ HTK bình quân	Vòng	11,44	9,18	6,22
	Doanh thu thuần/Tổng tài sản	Lần	1,8	1,04	0,65
2	Chỉ tiêu về khả năng sinh lời				
	Hệ số LNST/DTT	%	8,91	8,39	15,56
	Hệ số LNST/Vốn chủ sở hữu	%	31,33	14,93	12,6
	Hệ số LNST /Tổng tài sản	%	16,01	8,74	10,17
	Hệ số Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh/DTT	%	4,08	7,81	15,28

(Nguồn: BCTC đã kiểm toán năm 2007, 2008, BCTC năm 2009 do Công ty tự lập)

Nhóm các chỉ tiêu năng lực hoạt động: giá trị các chỉ tiêu năng lực hoạt động của Công ty tương đối tốt, cho thấy năng lực hoạt động của công ty là khá.

Vòng quay hàng tồn kho của Công ty trong hai năm, năm 2007 và 2008 tương đối cao, cho biết tốc độ vòng quay hàng hóa là nhanh, đồng thời cũng cho thấy tốc độ kinh doanh của doanh nghiệp cao, doanh nghiệp đã tận dụng được tốt các chi phí cơ hội trong việc quản lý hàng tồn kho, đảm bảo hàng hoá, thành phẩm luôn đáp ứng được nhu cầu thị trường, đồng thời vừa đảm bảo hàng hoá mua về, thành phẩm làm ra được tiêu thụ kịp thời nhanh chóng. Tuy nhiên vòng quay hàng tồn kho đã bị giảm qua các năm, năm 2007 là 11,44 vòng thì sang năm 2008 chỉ còn 9,18 vòng, năm 2009 vòng quay hàng tồn kho của Công ty giảm xuống 6,22 vòng.

Chỉ tiêu Doanh thu thuần/Tổng tài sản của doanh nghiệp cũng bị giảm đáng kể, từ 1,8 lần trong năm 2007 chỉ còn 1,04 lần trong năm 2008, năm 2009 là 0,69 lần. Sự sụt giảm này là do vốn chủ sở hữu, tổng tài sản của Công ty tăng lên trong năm. Công ty đã dùng vốn để nâng cấp hai kho bãi: tổng kho Đức Giang, tổng kho Lạc Trung và thực hiện các dự án đầu tư. Hai dự án nâng cấp kho cuối năm 2008 hoàn thành, và đầu năm 2009 mới đưa vào sử dụng vì thế hoạt động kinh doanh từ hai kho này bị ảnh hưởng và tổng doanh thu, lợi nhuận thu được từ hoạt động kinh doanh trong năm 2008 bị giảm sút. Hơn nữa năm 2008 là năm kinh tế thế giới và Việt Nam bị khủng hoảng, hoạt động kinh doanh của tất cả các ngành đều giảm sút, Công ty cũng không nằm ngoài trường hợp

đó. Năm 2009 tuy nền kinh tế đã được phục hồi, nhưng khó khăn thời kỳ hậu khủng hoảng vẫn tồn tại, tuy nhiên trong năm 2009 lợi nhuận kinh doanh của Công ty cũng đã tăng lên đáng kể, nhưng do tổng tài sản Công ty trong năm cũng được chú trọng đầu tư và tăng nhanh. Vì vậy, hai chỉ tiêu này của Công ty năm 2009 và 2008 bị giảm so với năm 2007

Tuy nhiên, khi các dự án nâng cấp đã được hoàn thành và đi vào hoạt động trong năm 2009 và nền kinh tế thế giới, Việt Nam khả quan hơn thì hứa hẹn hiệu quả hoạt động của công ty sẽ tăng lên do đó các chỉ tiêu về năng lực hoạt động của Công ty sẽ được cải thiện hơn nữa.

Nhóm các chỉ tiêu về khả năng sinh lời: Năm 2008, phần lớn các chỉ tiêu thuộc nhóm các chỉ tiêu về khả năng sinh lời sụt giảm so với năm 2007. Do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính, suy thoái kinh tế toàn cầu dẫn đến doanh thu giảm, lợi nhuận giảm, vốn chủ sở hữu và tổng tài sản tăng lên trong năm được sử dụng cho đầu tư đã khiến cho các chỉ số này cùng giảm. Tuy nhiên sự sụt giảm này không thực sự phản ánh sự đi xuống của kết quả hoạt động kinh doanh của Công ty. Năm 2009, hai dự án nâng cấp tổng kho Đức Giang và tổng kho Lạc Trung bắt đầu đi vào hoạt động và nền kinh tế Thế giới và Việt Nam cũng đang có những dấu hiệu phục hồi rõ rệt nên các chỉ tiêu này cũng đã được cải thiện hơn rất nhiều so với năm 2008. Trong năm 2008, 1 đồng doanh thu thuần có 8,39 đồng lợi nhuận sau thuế và 7,81 đồng lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh và 1 đồng tài sản được sử dụng vào hoạt động kinh doanh tạo ra 8,74 đồng lợi nhuận sau thuế. Nhưng đến năm 2009, 1 đồng doanh thu thuần có 15,56 đồng lợi nhuận sau thuế và 15,28 đồng lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh và 1 đồng tài sản được sử dụng cho hoạt động sản xuất kinh doanh tạo ra 10,17 đồng lợi nhuận sau thuế. Trong nhóm chỉ tiêu về khả năng sinh lời thì chỉ có chỉ tiêu lợi nhuận sau thuế trên Vốn chủ sở hữu là giảm là do đến đầu tháng 10 vốn chủ sở hữu của Công ty tăng thêm 10 tỷ đồng do chuyển đổi trái phiếu chuyển đổi. Điều này cho thấy, trong những năm tới khi nền kinh tế thế giới và Việt Nam thực sự vượt qua khó khăn, lạc quan hơn và phát triển mạnh trở lại và khi các dự án của Công ty được triển khai sẽ hứa hẹn khả năng hoạt động kinh doanh của công ty tốt hơn nhiều.

(Nguồn: Công ty Cổ phần Vải Sợi May Mặc Miền Bắc)