

Ngày 12 tháng 03 năm 2011



BÁO CÁO CHUYÊN ĐỀ

CTCP Chứng khoán

**Rồng Việt – Rong Viet
Securities**

Lầu 1 – 2 – 3 – 4

Toà nhà Viet Dragon

141 Nguyễn Du, Quận 1

TP.Hồ Chí Minh, Việt Nam

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax: (84 8) 6291 7986

www.vdsc.com.vn

info@vdsc.com.vn

Phòng Phân tích & Tư vấn đầu tư

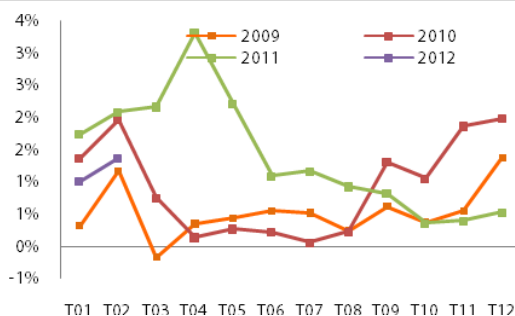
Báo cáo chuyên đề nghiên cứu

phanhich@vdsc.com.vn

CẬP NHẬT CỔ PHIẾU TRIỂN VỌNG

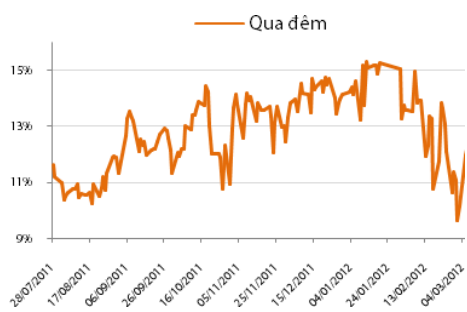
KINH TẾ VĨ MÔ

Diễn biến chỉ số CPI qua các năm



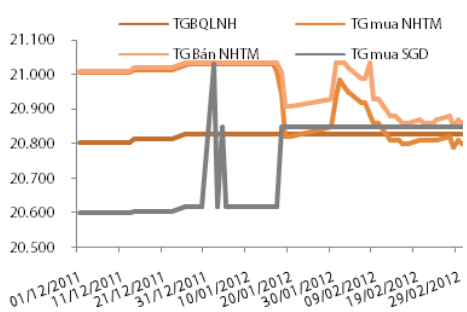
Nguồn: GSO

Diễn biến lãi suất liên ngân hàng



Nguồn: SBV

Diễn biến tỷ giá trong thời gian qua



Nguồn: SBV, Vietcombank

Tăng trưởng xuất nhập khẩu và diễn biến nhập siêu



Kinh tế vĩ mô hai tháng đầu năm 2012

Tăng trưởng kinh tế

Sức ảnh hưởng của chính sách tiền tệ thắt chặt năm 2011 tiếp tục thể hiện trong hai tháng đầu năm 2012, các số liệu thống kê kinh tế cho thấy nguy cơ trì trệ còn khá lớn. Số liệu về chỉ số sản xuất công nghiệp, chỉ số tiêu thụ hàng công nghiệp chế biến và doanh thu từ bán lẻ và dịch vụ tiêu dùng cùng cho thấy sự sụt giảm mạnh, chỉ đạt chưa đến 50% mức tăng của các năm trước. Trong khi đó, chỉ số hàng tồn kho tiếp tục đứng ở mức cao, một chỉ báo cho thấy sự khó khăn trong khâu tiêu thụ.

Lạm phát

Sau khi lập đỉnh vào tháng 8/2011, chu kỳ đi xuống của lạm phát vẫn được duy trì sang tháng 02/2012. Theo đó, chỉ số giá tiêu dùng tháng 02/2012 tăng 2,38% so với tháng 12/2011 và tăng 16,44% so với cùng kỳ năm trước. Chỉ số giá tiêu dùng bình quân hai tháng đầu năm nay tăng 16,85% so với bình quân cùng kỳ năm 2011.

Lãi suất

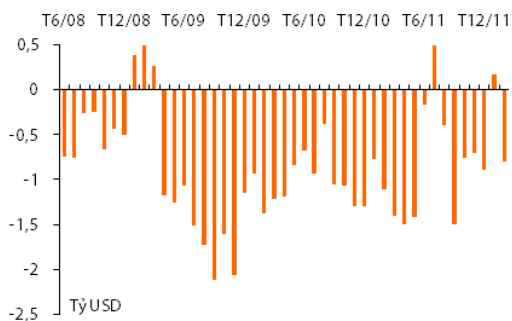
Thị trường tiền tệ tháng 02/2012 bắt đầu bộc lộ những tín hiệu tích cực. Doanh số giao dịch bình quân trên thị trường liên ngân hàng giai đoạn sau Tết giảm khoảng 16% so với mức bình quân của tháng trước. Lãi suất bình quân trên thị trường này, đặc biệt trong hơn hai tuần cuối tháng Hai theo đó giảm mạnh từ một đến hơn hai điểm phần trăm cho tất cả các kỳ hạn. Hiện mức lãi suất giao dịch dao động trong khoảng 9 – 12% cho các kỳ hạn ngắn (qua đêm, một tuần và hai tuần), và dao động trong khoảng 12- 14% cho các kỳ hạn còn lại. Một tín hiệu khả quan khác cũng được phát đi từ thị trường trái phiếu. Theo đó, tính đến ngày 01/03 có năm phiên đấu thầu trái phiếu Chính phủ được tổ chức với tỷ lệ trúng thầu là 91%. Mức lãi suất trúng thầu cho trái phiếu kỳ hạn 5 và 10 năm giảm xuống còn 10,7-11,2%. Đối với nghiệp vụ thị trường mở, trạng thái hút ròng vẫn được NHNN duy trì trong tháng Hai. Theo thông tin của các phương tiện truyền thông, mức hút ròng tính đến ngày 28/02 đạt hơn 110 ngàn tỷ đồng.

Tỷ giá

Vào đầu tháng Hai, giá trị Việt Nam đồng đi vào xu hướng tăng nhẹ và giữ ổn định cho đến hiện tại. Tỷ giá giao dịch ngoại tệ của các NHTM giảm về mức sát với tỷ giá giao dịch bình quân liên ngân hàng, chủ yếu biến động trong khoảng 20.790 – 20.810 đồng/USD đối với chiều mua vào và từ 20.850 – 20.870 đồng/USD đối với chiều bán ra. Tỷ giá trên thị trường tự do thậm chí được giao dịch thấp hơn mức này, phổ biến ở mức 20.800 đồng/USD.

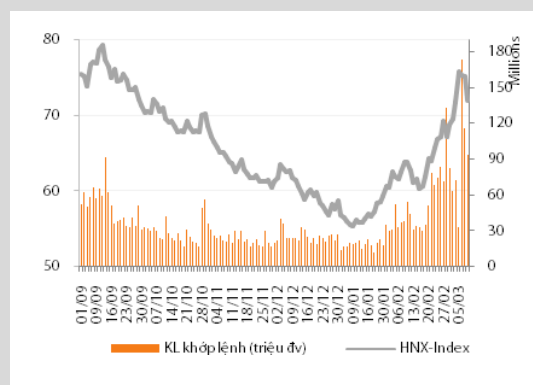
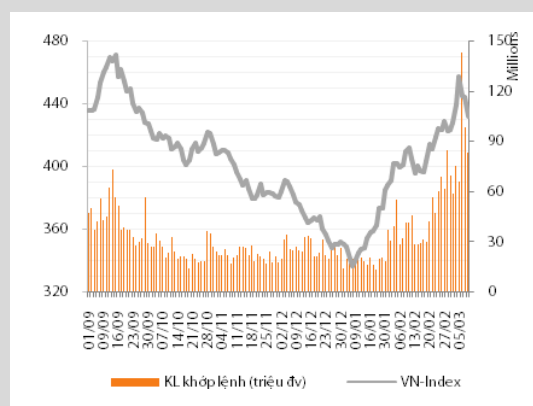
Triển vọng kinh tế quý II/2012

Nếu hiệu chỉnh yếu tố mùa vụ thì mức tăng CPI trong hai tháng đầu năm khá thấp, tăng chưa đến một con số, sẽ là tiền đề để NHNN tiến hành các biện pháp giảm lãi suất. Tuy nhiên, trước các rủi ro trong ngắn hạn với lạm phát còn cao và chủ trương thực hiện chính sách tiền tệ chặt chẽ của NHNN, lãi suất dù có điều kiện để giảm nhưng sẽ chưa thể diễn ra trên diện rộng, ít nhất trong nửa đầu năm. Hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp do đó sẽ tiếp tục trải qua giai đoạn khó khăn, và tăng trưởng kinh tế năm 2012 dự báo chỉ đạt được ở mức thấp.



Nguồn: GSO

Biến động hàng ngày VNIndex & HNIIndex



Nguồn: RongvietSecurities

Kỳ vọng sự ổn định trên thị trường ngoại tệ sẽ tiếp tục được duy trì. Hai tháng đầu năm 2012, Việt Nam đồng tăng giá nhẹ và đi vào xu hướng ổn định đã tạo cơ hội cho NHNN gia tăng dự trữ ngoại hối. Mặc dù chưa công bố con số chính xác, nhưng theo Thống đốc NHNN thì dự trữ ngoại hối của Việt Nam đã tăng xấp xỉ 50% trong năm 2011 và tăng thêm 20% chỉ trong hai tháng đầu năm 2012. Nếu dựa theo số liệu của ADB là dự trữ ngoại hối đến cuối năm 2010 đạt 12,4 tỷ USD, có thể thấy, mức này đã đạt hơn 22 tỷ USD vào cuối tháng 2/2012, đảm bảo khoảng mười tuần nhập khẩu – khá sát với mức đảm bảo an toàn (theo chuẩn của World Bank thì mức đảm bảo an toàn là 2,5 tháng). Với lượng ngoại tệ mua vào trong hai tháng đầu năm này, cung tiền được NHNN gián tiếp bơm ra thị trường thông qua hệ thống ngân hàng là hơn 77 ngàn tỷ đồng. Việc bơm thanh khoản bằng động thái mua vào ngoại tệ của NHNN đã bù đắp đáng kể mức hút ròng hơn 110 ngàn tỷ đồng (tính đến 28/2) được thực hiện bằng nghiệp vụ thị trường mở. Ở một góc nhìn khác, với mục tiêu tăng dự trữ ngoại hối năm 2012 lên mức 16 tuần nhập khẩu, việc mua ngoại tệ sẽ tiếp tục được NHNN duy trì trong thời gian tới và qua đó có thể NHNN kỳ vọng tỷ giá sẽ tiếp tục ổn định trong thời gian tới.

Lạm phát đang chịu áp lực bùng phát trở lại do chi phí đẩy, song sẽ không quá mạnh như nhiều lo ngại. Đầu tháng 3/2012, Bộ Tài chính đã chính thức cho phép điều chỉnh tăng giá bán lẻ mặt hàng xăng dầu lên 10% (đối với mặt xăng), mức tăng khá mạnh và không loại trừ nguyên nhân do Quỹ bình ổn đã về sát giới hạn. Mức điều chỉnh này đang làm dấy lên lo ngại lạm phát sẽ bùng phát trở lại sau nhiều tháng được kiểm soát khá thành công. Tuy nhiên, bối cảnh kinh tế từ nửa cuối năm 2011 cho đến hiện tại vẫn đang rất khó khăn, tổng doanh thu từ hàng hóa bán lẻ và dịch vụ bình quân trong năm 2011 và hai tháng đầu năm 2012 nếu loại trừ yếu tố giá chỉ tăng 5,5%, bằng một nửa mức tăng bình quân của năm 2010, cho thấy cầu tiêu dùng còn rất yếu. Để kích thích tiêu dùng, doanh nghiệp và nhà cung cấp khó có thể điều chỉnh tăng giá bán hàng hóa theo đà tăng của giá xăng, và do vậy, chúng tôi kỳ vọng hiện tượng “tê nước theo mưa” sau khi giá xăng tăng sẽ không diễn ra như thường thấy ở các năm trước. Chúng tôi cho rằng tác động gián tiếp do việc điều chỉnh tăng giá bán lẻ mặt hàng xăng dầu sẽ không quá lớn.

Với hơn 10% tăng giá ở mặt hàng xăng dầu, chúng tôi dự tính sẽ tác động CPI tăng thêm tổng cộng khoảng 0,7- 1,2% trong ba tháng (3, 4 và 5). Theo đó, lạm phát theo năm sẽ về mức 1 con số từ tháng 7 hoặc tháng 8/2012, muộn hơn một chút so với kỳ vọng ban đầu của chúng tôi. Tuy nhiên, việc giữ lạm phát năm 2012 dưới một con số chỉ có thể thành công nếu giá năng lượng thế giới không leo thang lên một mức cao mới và chính sách tiền tệ vẫn được điều hành theo hướng chặt chẽ linh hoạt.

Chính sách tiền tệ khó nới lỏng trong ngắn hạn. Với mục tiêu dự trữ ngoại hối của NHNN đặt ra cho năm 2012 và nếu con số tính toán của chúng tôi không sai lệch nhiều so với mức thực tế thì mức ngoại tệ cần tiếp tục được bổ sung sẽ vào khoảng 13,5 tỷ USD – tương ứng lượng cung tiền sẽ bơm ra thị trường là hơn 280 ngàn tỷ đồng. Ngoài ra, mặt bằng lãi suất mới thấp hơn sẽ bắt đầu hình thành sau khi NHNN hạ trần lãi suất động xuống 13%. Như vậy, bên cạnh nguyên nhân do chi phí đẩy, áp lực lạm phát sẽ càng gia tăng do lượng cung tiền mới này.

Mới đây, NHNN đã cho biết sẽ phát hành tín phiếu kỳ hạn 1, 3, 6 tháng đến dưới 1 năm để vừa đảm bảo thanh khoản cho các tổ chức tín dụng, vừa tránh gây áp lực lạm phát do cung tiền. Như vậy, chính sách tiền tệ chặt chẽ vẫn sẽ được sát sao thực hiện. Lộ trình thứ nhất của quá trình tái cấu trúc hệ thống ngân hàng

đang từng bước được tiến hành. Và cho đến khi vấn đề thanh khoản toàn hệ thống được giải quyết, việc nới lỏng tiền tệ sẽ khó lòng được xem xét.

TTCK hai tháng đầu năm và triển vọng trung hạn

TTCK tháng 1/2012 diễn ra trong không khí trầm lắng do thị trường thiếu vắng thông tin khả quan hỗ trợ và tâm lý nghi lễ sớm của NĐT. Bước sang tháng 2/2012, hầu hết các số liệu vĩ mô được chờ đợi trong gần một năm trước đều cho thấy sự cải thiện tích cực. Lạm phát trong tầm kiểm soát và thanh khoản của ngành ngân hàng dồi dào hơn so với dịp trước Tết đã góp phần củng cố khả năng kéo hạ lãi suất của NHNN. Thêm vào đó, tỷ giá ngoại tệ cũng đi vào giai đoạn ổn định tạo cơ hội cho NHNN tăng mức dự trữ ngoại hối. Vấn đề mua bán, sáp nhập trong ngành ngân hàng, mà tiêu điểm là câu chuyện giữa EIB và STB, cùng với lộ trình tái cấu trúc ngành ngân hàng đã được NHNN cụ thể hóa bắt đầu bằng việc ban hành Chỉ thị 01 là những động lực để cổ phiếu ngành ngân hàng nổi sóng, tạo hiệu ứng tăng điểm lan tỏa trên toàn thị trường.

Kết thúc tháng 2/2012, VNIndex đạt 423,64 điểm, HNIIndex đạt 68,68 điểm, tăng lần lượt 21% và 17% so với cuối năm 2011. Cuối tháng hai, sau gần 5 tháng trải qua giai đoạn thanh khoản suy kiệt, giá trị khớp lệnh trên sàn HSX lần đầu tiên đạt trên một ngàn tỷ đồng. Giá trị khớp lệnh bình quân trên cả hai sàn trong hai tháng đầu năm 2012 đạt khoảng 754 tỷ đồng, cao hơn 30% so với mức bình quân của quý IV/2011. Một trong những thành phần tham gia có đóng góp lớn nhất vào sóng tăng trong hai tháng đầu năm này không thể không kể đến khối NĐT nước ngoài. Vào thời điểm ngay sau Tết, khi chưa có tín hiệu về việc giảm lãi suất, khối NĐT nước ngoài đã tranh thủ mua vào ở mức giá thấp, sau đó tiếp tục mua ròng với khối lượng đều đặn và hầu hết chỉ tăng mua khi thị trường điều chỉnh. Tổng cộng trong hai tháng đầu năm, khối này đã mua ròng hơn 1.600 tỷ đồng trên sàn HSX và khoảng 240 tỷ đồng trên sàn HNX.

Trong trung hạn (3 tháng tới), sự đan xen giữa kỳ vọng tích cực đối với những chuyển biến ban đầu về mặt vĩ mô và những quan ngại về thực tế kinh tế khó khăn vẫn đang chất chồng sẽ khiến thị trường trải qua những phiên biến động mạnh. Trần lãi suất huy động có thể sẽ được giảm xuống mức 13% trong thời gian này sẽ tạo mặt bằng lãi suất huy động mới thấp hơn, cùng với sức hấp dẫn bị sụt giảm ở hai kênh đầu tư vàng và ngoại tệ được kỳ vọng là cơ hội để TTCK thu hút dòng tiền mới đang tìm kiếm kênh đầu tư sinh lợi cao hơn. Ngoài ra, khối NĐT nước ngoài đang có những đánh giá khá tích cực trước những chuyển biến vĩ mô vừa qua của Việt Nam, và thực tế cho thấy, Việt Nam là thị trường có mức tăng trưởng lợi nhuận tốt nhất trong hai tháng đầu năm, chúng tôi kỳ vọng dòng vốn ngoại sẽ tiếp tục tìm đến Việt Nam trong năm 2012. Đây sẽ là yếu tố hỗ trợ tâm lý rất tốt cho NĐT trong nước. Ở chiều ngược lại, động thái điều chỉnh tăng mạnh giá xăng vào đầu tháng 3/2012 của Bộ Tài chính đang làm dấy lên lo ngại về khả năng lạm phát bùng phát trở lại. Trong bối cảnh NĐT chỉ mới thoát khỏi tâm lý ám ảnh về lạm phát cao, việc điều chỉnh tăng mạnh giá xăng có thể sẽ làm giảm hưng phấn, và thậm chí tạo tâm lý bi quan và thận trọng trở lại cho NĐT. Bên cạnh đó, trước áp lực lạm phát do chi phí đẩy, chính sách tiền tệ chặt chẽ khả năng sẽ tiếp tục được NHNN duy trì, gây khó khăn cho khả năng giảm lãi suất trên diện rộng. Đối tượng doanh nghiệp tiếp cận được nguồn vốn có chi phí thấp sẽ rất hạn hữu và do đó, tình hình sản xuất kinh doanh nhìn chung vẫn sẽ khó khăn, ít nhất trong nửa đầu năm. Đây sẽ là những rào cản cho khả năng bứt phá của các chỉ số trong thời gian tới. Và do đó, chúng tôi đánh giá, ba tháng tới sẽ là cơ hội tìm kiếm lợi nhuận cho NĐT ngắn hạn. NĐT dài hạn chỉ nên xem xét gia nhập thị trường ở những nhịp điều chỉnh mạnh.

Cập nhật danh mục đầu tư

Báo cáo này là bản cập nhật của 'Báo cáo Cổ phiếu triển vọng năm 2011' đã được cập nhật và phát hành vào tháng 11/2011. Về quan điểm lựa chọn cổ phiếu, chúng tôi vẫn giữ nguyên các tiêu chí lựa chọn đã được xác định trong Báo cáo trước đây. Báo cáo này cập nhật một số nội dung sau:

- Kết quả kinh doanh năm 2011 và triển vọng kinh doanh năm 2012.
- Định giá lại các công ty trên cơ sở kết quả kinh doanh năm 2011 và tình hình kinh tế hiện tại.

Các thay đổi

So với báo cáo được phát hành vào tháng 11/2011, Báo cáo cập nhật lần này có một số thay đổi như sau:

- Trên cơ sở tổng hợp các yếu tố về tình hình vĩ mô và kết quả kinh doanh, chúng tôi đã đánh giá lại triển vọng của từng doanh nghiệp cụ thể. Do vậy, việc định giá lại các doanh nghiệp là điều tất yếu. Sau khi định giá lại, các doanh nghiệp có giá mục tiêu được điều chỉnh tăng là (1) VNM do triển vọng kinh doanh năm 2012 vẫn giữ được mức tăng trưởng tốt; (2) HPG do triển vọng kinh tế 2012 được dự báo sẽ khả quan hơn vào nửa cuối năm và (3) EIB do kết quả kinh doanh ấn tượng của năm 2011. Doanh nghiệp duy nhất có giá mục tiêu được điều chỉnh giảm là DIG do kết quả kinh doanh 2011 không như kỳ vọng.
- Một trường hợp chúng tôi phải đưa ra khỏi danh sách khuyến cáo đầu tư là PGS và được thay thế bằng CNG do chúng tôi đánh giá CNG có cùng tiềm năng tăng trưởng trong lĩnh vực tương tự như PGS nhưng không chịu ảnh hưởng bởi mảng kinh doanh LPG như PGS và có cấu trúc vốn tốt hơn.

Lưu ý

Quý nhà đầu tư cần tham khảo giá khuyến nghị mục tiêu của chúng tôi để có quyết định đầu tư phù hợp. Trường hợp thị giá của cổ phiếu thấp hơn đáng kể so với giá khuyến nghị, quý nhà đầu tư có thể cân nhắc mua vào nếu xét thấy phù hợp với tiêu chí đầu tư của riêng quý vị. Tương tự, quý nhà đầu tư có thể chủ động chốt lời nếu đã đạt được kỳ vọng theo khuyến cáo của chúng tôi hoặc theo kỳ vọng của chính quý vị. Một số trường hợp cổ phiếu có thị giá cao hơn giá khuyến nghị của chúng tôi tại thời điểm phát hành, chúng tôi vẫn duy trì các cổ phiếu này trong danh sách khuyến cáo do (1) các cổ phiếu này vẫn phù hợp với tiêu chí lựa chọn và (2) trong trường hợp cổ phiếu có biến động, quý nhà đầu tư có thể tham khảo quan điểm của chúng tôi để có quyết định phù hợp.

Bảng cập nhật hiệu quả khuyến nghị "Cổ phiếu triển vọng":

Mã CK	Giá khuyến nghị	Giá @ thời điểm phát hành báo cáo (22/11/2011)	Giá @ 12/03/2011	Giá cao nhất kể từ thời điểm cập nhật @ 22/11/2011	Giá thấp nhất kể từ thời điểm cập nhật @ 22/11/2011
VNM	85.300	94.700	91.500	99.000	79.500
PGD	42.000	32.900	31.000	34.400	29.000
DPM	36.000	28.900	29.200	31.100	23.000
HPG	19.000	18.900	22.000	24.000	15.500
PGS	28.000	24.900	24.900	24.300	16.800

PHR	32.000	22.900	22.900	29.500	22.900
EIB	18.300	14.800	14.800	20.400	11.800
KLS	13.000	9.700	9.700	12.400	7.300
DIG	23.000	12.700	16.500	18.700	9.400

DANH SÁCH KHUYẾN CÁO ĐẦU TƯ					
Mã CK	Giá mục tiêu	Lý do	Rủi ro	Mục đích đầu tư	
VNM	95.500	Khả năng tăng trưởng bền vững và mạnh mẽ trong thời gian dài. Kết quả kinh doanh năm 2011 tăng trưởng cao bất chấp khó khăn của nền kinh tế. Dự báo năm 2012 tiếp tục là một năm tăng trưởng ấn tượng do nhu cầu trong nước vẫn còn rất lớn, bên cạnh khả năng xuất khẩu ngày một tăng.	Thanh khoản thấp Giá ít biến động trong ngắn hạn	Dài hạn	Giá trị
PGD	42.000	Sản lượng khí phân phối tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2011. Giá dầu và các loại nhiên liệu khác tăng tạo thuận lợi cho PGD trong việc gia tăng lợi nhuận.	Lợi nhuận gộp thu hẹp qua các năm do giá đầu vào do PVGas ấn định trong khi PGD không thể tăng giá tương ứng cho khách hàng	Trung hạn	Tăng trưởng
DPM	36.000	Giá phân bón đứng ở mức cao	Biến động tỷ giá, giá lúa gạo và giá dầu sẽ ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận Khả năng thừa cung khi các nhà máy sản xuất phân đạm đi vào hoạt động từ năm 2012	Trung hạn	Giá trị
HPG	23.500	Do các công trình xây dựng lớn vẫn tiếp tục được thực hiện nên sản lượng tiêu thụ của HPG ít chịu ảnh hưởng từ khó khăn chung của ngành.	Ngành thép được dự kiến vẫn chưa thể hồi phục trong năm nay. Mãng năng lượng (than) có thể gặp nhiều rủi ro. Chi phí tài chính có thể tiếp tục là gánh nặng nếu như DN tăng sử dụng vốn vay để tài trợ cho dự án Mandarin.	Dài hạn	Tăng trưởng
CNG	35.000	Sản lượng khí CNG tăng mạnh do đang trong giai đoạn mở rộng thị trường Giá các loại nguyên liệu tăng giúp cho giá bán CNG vẫn giữ ở mức cao	Khả năng tăng sản lượng CNG phụ thuộc vào khả năng mở rộng khách hàng. Giá khí đầu vào liên tục tăng	Trung hạn	Tăng trưởng
PHR	32.000	Giá cao su tăng mạnh giúp lợi nhuận PHR tăng mạnh	Tăng trưởng lợi nhuận phụ thuộc vào giá cao su thế giới, vào giá dầu và nhu cầu cao su tự nhiên. Khả năng tăng trưởng nhờ sản lượng là	Ngắn hạn	Giá trị

			không cao do diện tích đang khai thác bị thu hẹp trong khi các dự án trồng mới chưa thể đưa vào khai thác trong ít nhất 1 – 2 năm tiếp theo		
EIB	19.700	Tốc độ tăng trưởng tài sản nhanh ROE ngày càng cải thiện Tình hình kinh doanh năm 2012 dự kiến tiếp tục tăng trưởng tốt	Phụ thuộc vào chính sách tiền tệ và khả năng tăng trưởng của nền kinh tế	Trung – dài hạn	Tăng trưởng
KLS	13.000	Tiền mặt chiếm phần lớn trong cơ cấu tài sản Tỷ lệ thị giá/tiền quanh mức 1,0 (x)	Tâm lý e ngại đối với cổ phiếu công ty chứng khoán trong giai đoạn thị trường chứng khoán gặp nhiều khó khăn	Trung hạn	Cơ hội
DIG	18.000	Có quỹ đất thương mại lớn và có giá trị lớn Nguồn thu khá chắc chắn trong năm 2011 và năm tiếp theo 2012	Khả năng bán hàng trong bối cảnh thị trường bất động sản khó khăn Phụ thuộc vào tiến độ/khả năng thanh toán của các đối tác Chính sách vĩ mô của Chính phủ đối với bất động sản, chính sách tiền tệ đối với khu vực phi sản xuất	Trung – Dài hạn	Giá trị

MCK: VNM (HSX)

NẮM GIỮ

DÀI HẠN

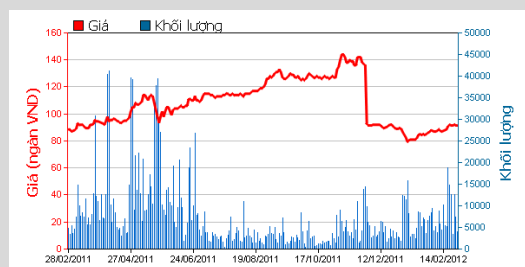
ĐỊNH GIÁ

95.500

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 12/02/12) (VND)	91.500
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	144.000
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	79.500
Số CP đang lưu hành	555.816.744
KLGBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	237.457
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	50.857
Trailing P/E (x)	11,9
Forward P/E (2011) (x)	10,7
P/BV (30/9/2011) (x)	4,1

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2009A	2010A	2011	2012F
DT	10.614	15.753	21.627	28.115
LNTT	2.731	4.251	4.979	5.823
LNST	2.376	3.616	4.218	4.977
VĐL	3.513	3.531	5.561	5.561
VCSH	6.456	7.964	12.477	15.104
TTS	8.482	10.773	15.583	19.142
ROA (%)	28,0	33,6	27,1	26,0
ROE (%)	36,8	45,4	33,8	33,0
EPS (VND)	6.769	10.251	7.717	8.954
GTSS (VND)	18.378	22.562	22.437	27.161
Cổ tức (%)	30	40	30	N/A

CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM

HÀNG TIÊU DÙNG – THỰC PHẨM ĐỒ UỐNG

Năm 2011, bất chấp khó khăn của nền kinh tế, VNM vẫn duy trì tốc độ phát triển và cán mốc doanh thu 1 tỷ USD. Do đó, mặc dù thị trường chứng khoán âm ảm và diễn biến tiêu cực, cổ phiếu VNM đã luôn giữ được giá ở mức cao. Chúng tôi cho rằng VNM đã đạt mức giá hợp lý tương ứng với kết quả kinh doanh ấn tượng trong năm 2011. Tuy nhiên, nhà đầu tư vẫn có thể cân nhắc nắm giữ với kỳ vọng VNM sẽ đạt một kế hoạch tham vọng cho năm nay về cả kết quả kinh doanh và cổ tức tiền mặt.

Kết quả kinh doanh năm 2011 tăng trưởng ấn tượng. Kết thúc năm 2011, VNM đạt doanh thu 21.627 tỷ đồng, tăng 38% so với năm 2010 và vượt 5,2% so với kế hoạch. Tăng trưởng doanh thu của VNM có sự đóng góp của cả tăng sản lượng và giá bán với việc VNM đã điều chỉnh tăng giá bán khoảng 12% trong năm 2011.

Tỷ suất lợi nhuận gộp cả năm đạt 31%, giảm nhẹ 2% so với năm 2010. Như đã đề cập trong báo cáo trước, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm là do chi phí nguyên liệu tăng song VNM không điều chỉnh việc tăng giá tương ứng.

LNST đạt 4.218 tỷ đồng, tăng 17% so với năm 2010, vượt 17,6% so với kế hoạch. EPS năm 2011 của VNM đạt 7.717 đồng/cp. Tỷ lệ chi trả cổ tức dự kiến ở mức 30%.

Doanh số xuất khẩu tăng mạnh. Năm 2011 kim ngạch xuất khẩu của VNM đạt trên 140 triệu USD, tăng 72% so với năm 2010. Tháng 1/2012 VNM xuất khẩu đạt 22,3 triệu USD, tăng gấp 5 lần cùng kỳ. Tăng cường xuất khẩu là một bước đi chiến lược giúp VNM đạt được tăng trưởng cao khi năng lực sản xuất mở rộng.

Vị thế công ty ngày càng được khẳng định. Cuối năm 2011, VNM có khoảng 178 nghìn đại lý, cửa hàng bán lẻ, tăng 27% so với năm 2010. Việc mở rộng hệ thống phân phối này đã giúp VNM tăng trưởng doanh thu hơn 38% năm 2011. Dẫn đầu thị trường đối với nhóm sản phẩm sữa nước, sữa chua và sữa đặc với khoảng 50% thị phần và thứ 2 đối với nhóm sản phẩm sữa bột trẻ em với 30% thị phần.

Cập nhật thông tin các dự án:

Nhà máy sữa Đà Nẵng tại KCN Khánh Hòa dự kiến đi vào hoạt động vào Q3/2012, trễ hơn so với kế hoạch là cuối năm 2011.

Nhà máy Dielac 2 tại KCN Việt Nam – Singapore và Nhà máy sữa Mega tại Bình Dương đang được triển khai theo đúng tiến độ và dự kiến đi vào hoạt động vào đầu năm 2013. Dự kiến năm 2012, VNM sẽ giải ngân cho 2 nhà máy này khoảng 4.000 tỷ đồng bằng nguồn vốn giữ lại.

Dự phóng: Hoạt động trong ngành hàng thiết yếu là sữa và các sản phẩm từ sữa, VNM là doanh nghiệp có hơn 10 năm tăng trưởng không ngừng bất chấp những giai đoạn khó khăn của nền kinh tế. Hiện VNM vẫn chưa có thông tin công bố về kế hoạch kinh doanh năm 2012, song dự báo năm 2012 tiếp tục là một năm tăng trưởng ấn tượng do nhu cầu trong nước vẫn còn rất lớn, bên cạnh khả năng xuất khẩu ngày một tăng. Năm 2012, doanh thu ước đạt 28.115 tỷ đồng, tăng 30% so với năm 2011, dựa trên giả định giá bán tăng khoảng 10% và sản lượng tăng khoảng 20-25%.

So với cùng kỳ, giá nguyên liệu sữa hiện đã tăng hơn 20%, các nguyên vật liệu đầu vào khác tăng từ 40-60%, chi phí điện nước, xăng dầu... tăng 10-15%. Theo đó, VNM đã có 1 đợt tăng giá khoảng 5-7% đối với một số loại sản phẩm để bù đắp giá nguyên liệu tăng. Tuy nhiên, do sữa nằm trong mặt hàng bình ổn giá, nên khả năng VNM không thể điều chỉnh giá tăng tương ứng. Tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến ở mức 30%. Các chi phí khác duy trì tỷ lệ ổn định như năm 2011, nên LNST ước tính đạt khoảng 4.977 tỷ đồng, tăng 18% so với năm 2011.

Nguồn: BCTC_VNM và RongViet Securities ước tính

MCK: PGD (HSX)

MUA

TRUNG HẠN

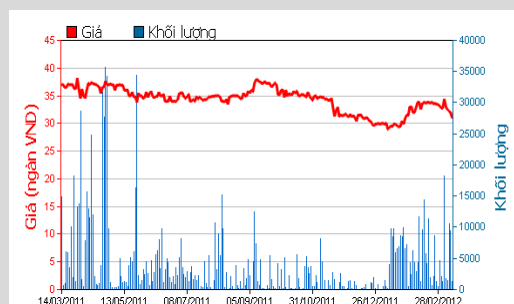
ĐỊNH GIÁ

42.038

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 12/03/12) (VND)	31.000
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	38.100
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	29.000
Số CP đang lưu hành	42.900.000
KLGBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	51.220
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.329,9
Trailing P/E (x)	4,4
Forward P/E (2012) (x)	3,5
P/BV (31/12/2011) (x)	1,5

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2010A	2011E	2011KH	2012F
DT	2.123,4	3.342,2	3.158,0	5.670,3
LNTT	289,3	405,1	172,0	503,4
LNST	216,9	303,8	129,0	377,6
VĐL	428,6	429,0	429,0	429,0
VCSH	718,0	878,2	-	1.162,7
TTS	977,6	1.728,4	-	1.915,1
ROA (%)	22,2	17,6	-	19,7
ROE (%)	30,2	34,6	-	32,5
EPS (VND)	6.241	7.082	-	8.801
GTSS (VND)	16.751	20.471	-	27.102
Cổ tức (%)	30	-	23	25

Nguồn: BCTC_PGĐ và RongViet Securities ước tính

CTCP PHÂN PHỐI KHÍ THẤP ÁP DẦU KHÍ VIỆT NAM

TIỆN ÍCH CÔNG CỘNG - GAS

Năm 2011, kết quả kinh doanh của PGD thấp hơn một ít so với mức dự phóng của chúng tôi do sản lượng tiêu thụ trong quý 4 là 134 triệu m3 thay vì 154 triệu như dự phóng ban đầu. Mặt khác, giá mua khí bình quân trong quý này tăng cao hơn dự phóng và đạt mức 8,3 USD/MMBTU đã ảnh hưởng đến lợi nhuận tạo ra trong quý 4. Tuy nhiên, nhờ các chi phí khác như chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp thấp hơn dự báo nên lợi nhuận ròng của Công ty trong năm nay chỉ khác biệt không đáng kể so với dự phóng của chúng tôi.

Mặc dù giá khí đầu vào của PGD sẽ tăng mạnh nhưng giá nhiều loại nhiên liệu truyền thống như LPG, điện, than,... đang tăng cao và nguồn cung không ổn định khiến sản phẩm khí thấp áp PGD phân phối có khả năng mở rộng thị trường. Với đặc thù kinh doanh rủi ro thấp và Công ty vẫn đang trong giai đoạn mở rộng và tăng trưởng ổn định, việc PGD đang được giao dịch ở mức giá 3x là rất đáng xem xét.

Giá khí đầu vào được điều chỉnh tăng mạnh. Giá khí đầu vào trong quý 4 năm 2011 đã tăng gần 37,5% so với quý 3 và đạt gần 8,3 USD/MMBTU trong khi giá bán bình quân chỉ tăng 21% và đạt 8,64 USD/MMBTU. Do đó, tỷ suất lãi gộp trong quý 4 đã bị sụt giảm so với quý 3. Tính trên cả năm 2011, giá đầu vào bình quân là 6,4 USD/MMBTU, tăng 31% so với cùng kỳ, và giá bán ra bình quân là 7,55 USD/MMBTU, tăng 25% so với cùng kỳ. Trong năm 2012, nhiều khả năng giá đầu vào sẽ giữ ở mức tương đương quý 4 năm 2011 cho đến hết quý 3 và sẽ tăng 30% trong quý 4.

Kết quả kinh doanh năm 2011 đạt mức cao so với cùng kỳ. Sản lượng tiêu thụ năm 2011 của PGD tăng 16,3% so với năm 2010 và đạt 535 triệu m3. Cùng với giá bán và tỷ giá tăng, PGD đã đạt doanh thu 3.342,2 tỷ, tăng 57,7% so với cùng kỳ. Mặc dù giá đầu ra tăng ít hơn giá đầu vào làm cho tỷ suất lãi gộp giảm từ 19,6% xuống 15,7%, nhưng tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý trên doanh thu lần lượt chỉ còn 3,9% và 0,6% so với con số của cùng kỳ là 6,1% và 1%, nên lợi nhuận sau thuế của PGD tăng 41% so với cùng kỳ và đạt 303,8 tỷ.

Dự phóng: Hai dự án ở KCN Nhơn Trạch và Hiệp Phước sẽ bắt đầu phát huy tác dụng từ năm nay và chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ từ 2 dự án này trong năm 2012 là 50 triệu. Ngoài ra, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ từ KCN Phú Mỹ và Mỹ Xuân tăng trưởng khoảng 10%. Như vậy, sản lượng tiêu thụ năm 2012 được dự báo là 665 triệu m3. Mặt khác, giá khí mua vào và bán ra bình quân trong năm lần lượt là 8,9 USD/MMBTU và 10,3 USD/MMBTU. Cùng với dự phóng lợi nhuận từ hoạt động tài chính và các chi phí hoạt động khác, chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của PGD vào khoảng 377,6 tỷ, tương đương mức EPS là 8.801 đồng/cp.

Triển vọng tăng trưởng của PGD là khá tốt. Hiện các hệ thống ống dẫn đến các KCN của PGD chỉ hoạt động khoảng 40-50% công suất nên khả năng tăng sản lượng tiêu thụ vẫn còn. Ngoài ra, hai dự án mở rộng thị trường đến KCN Nhơn Trạch và KCN Hiệp Phước cũng tạo điều kiện cho PGD tiếp cận các đối tượng khách hàng mới.

Tuy nhiên, PGD phải chịu rủi ro lớn đến từ biến động về giá khí đầu vào. Hiện PVGas, cổ đông lớn và là nhà cung cấp chính cho PGD, đang khai thác khoảng 6,7 tỷ m3/năm và phần lớn khí khai thác (hơn 90%) được ưu tiên sử dụng cho sản xuất điện đạm và giá bán cũng được ưu đãi hơn so với giá bán cho sản xuất công nghiệp khác.

Chính vì vậy, một trong những cách mà PVGas có thể gia tăng lợi nhuận là tăng giá bán khí cho PGD. Tuy nhiên, với việc PVGas sở hữu khoảng 50% cổ phần của PGD, chúng tôi cho rằng PVGas vẫn sẽ tạo điều kiện cho PGD tiếp tục phát triển nhưng sẽ không tăng trưởng mạnh mẽ như giai đoạn vừa qua. Mặt khác, giá bán khí của PGD vẫn còn thấp hơn khá nhiều so với các loại nhiên liệu khác nên PGD vẫn có thể tăng giá bán để bù đắp cho việc tăng giá đầu vào. Mặc dù vậy, tỷ suất lãi gộp trong các năm tới có thể tiếp tục suy giảm do tốc độ tăng giá bán chậm hơn tăng giá đầu vào để thu hút khách hàng mới.

MCK: DPM (HSX)

NĂM GIỮ

TRUNG HẠN

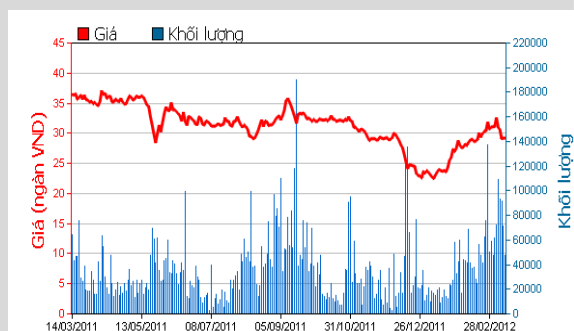
ĐỊNH GIÁ

36.165

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 12/03/12) (VND)	29.200
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	37.000
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	22.500
Số CP đang lưu hành	377.644.200
KLGBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	704.530
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	11.027,2
Trailing P/E (x)	3,5
Forward P/E (2012) (x)	4,7
P/BV (31/12/11) (x)	1,3

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: tỷ đồng	2010 A	2011E	2012P	2012(F)
DT	6.618,8	9.226,5	15.810	13.278,7
LNTT	1.921,6	3.509,1	2.000	2.697,3
LNST	1.703,2	3.103,7	1.787	2.350,1
VĐL	3.800,0	3.800,0	-	3.800,0
VCSH	6.193,8	8.300,0	-	9.801,6
TTS	7.418,6	9.370,2	-	11.812,3
ROE	27,5%	37,4%	-	24%
ROA	23,0%	33,1%	-	19,9
EPS (VNĐ)	4.499	8.287	-	6.185
GTSS (VNĐ)	16.299	21.842	-	25.794
Tỷ lệ cổ tức	20%	-	-	20%

Nguồn: DPM và Rong Viet Securities tổng hợp

CTCP PHÂN ĐẠM VÀ HÓA CHẤT DẦU KHÍ

HÓA CHẤT – PHÂN BÓN

Giá phân bón cao là yếu tố chính dẫn tới kết quả kinh doanh rất khả quan của DPM trong năm 2011. So với dự phóng của chúng tôi trong báo cáo khuyến nghị quý 3, doanh thu của DPM trong năm nay thấp hơn chút ít do sản lượng tiêu thụ phân Ure và phân NPK không được cao như dự báo. Tuy nhiên, do giá bán thực tế cao hơn dự phóng của chúng tôi nên lợi nhuận tạo ra cao hơn so với dự báo ban đầu.

Giá phân bón đã tăng mạnh từ đầu năm và DPM đã khấu hao gần hết máy móc thiết bị. Trong năm 2011, giá bán urê Phú Mỹ bình quân khoảng 9.000 đồng/kg, tăng hơn 50% so với mức giá tiêu thụ bình quân của năm 2010. Ngoài ra, DPM chỉ đang phải khấu hao dây chuyền thu hồi khí CO2 và một số TSCĐ khác nên chi phí khấu hao đã giảm đáng kể trong năm nay.

Giá khí đầu vào tăng. Giá khí đầu vào trong năm nay tăng lên 4,59 USD/MMBTU so với mức giá 3,55 USD/MMBTU của năm 2010. Trong năm tiếp theo, giá khí sẽ được điều chỉnh tăng lên 6,5 USD/MMBTU làm chi phí khí đầu vào tăng thêm hơn 750 tỷ.

Kết quả kinh doanh tăng mạnh so với năm 2010. Nhờ giá phân bón tăng mạnh nên mặc dù sản lượng tiêu thụ ure Phú Mỹ chỉ đạt 730.000 tấn nhưng doanh thu của DPM là 9.226,5 tỷ, tăng 39,4% so với cùng kỳ. Tỷ suất lãi gộp của DPM vẫn duy trì xu hướng tăng và đạt 41,3% trong khi năm 2010 chỉ đạt 36%. Ngoài ra, chỉ số chi phí quản lý trên doanh thu cũng giảm nhẹ so với năm 2010 trong khi chỉ số chi phí bán hàng trên doanh thu lại tăng nhẹ. Về các hoạt động tài chính, doanh thu từ hoạt động tài chính tăng hơn 190 tỷ so với cùng kỳ trong khi chi phí tài chính lại giảm nhẹ so với năm 2010. Nhờ đó, lợi nhuận ròng đạt 3.103,7 tỷ tăng 82,2% so với cùng kỳ.

Dự phóng: Năm 2012, DPM đặt kế hoạch sản lượng tiêu thụ ure là 1,41 triệu tấn trong đó ure của DPM là 850.000 tấn và ure của Đạm Cà Mau là 560.000 tấn. Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ của ure DPM là 800.000 tấn và của Đạm Cà Mau là 560.000 tấn. Ngoài ra, do cung phân bón tăng mạnh nên chúng tôi dự phóng giá bán bình quân phân ure trong năm 2012 vào khoảng 8.200 đồng/kg. Cùng với các mảng hoạt động khác bao gồm phân phối phân bón và hóa chất khác nên doanh thu dự phóng năm 2012 của DPM là 13.278,7 tỷ, tăng 38,9% so với năm 2011. Do giá khí đầu vào tăng, giá phân bón dự phóng giảm và hoạt động phân phối sản phẩm Đạm Cà Mau không có tỷ suất lợi nhuận cao như hoạt động kinh doanh phân ure nên chúng tôi dự phóng tỷ suất lãi ròng năm 2012 là 17,7%, giảm so với con số 33,6% của năm 2011. Do đó, LNST dự kiến năm 2012 là 2.350,1 tỷ, tương đương mức EPS là 6.185 đồng/cp.

Từ năm 2012, nguồn cung phân đạm trong nước sẽ vượt nhu cầu trong nước khi các dự án nhà máy phân đạm hoàn thành và đi vào hoạt động. Trên thị trường thế giới, tổng cung cũng ngày càng cao hơn tổng cầu nên với mức giá cao như hiện tại thì nhiều khả năng giá phân bón sẽ có xu hướng giảm. Bên cạnh đó, giá khí đầu vào sẽ liên tục tăng làm giảm đi biên lợi nhuận của Công ty. Vì vậy, nhiều khả năng lợi nhuận ròng của DPM trong các năm tiếp theo sẽ thấp hơn năm 2011. Vì vậy, triển vọng trong ngắn hạn của DPM không thật sự khả quan. Tuy nhiên, để đối phó với diễn biến không thuận lợi này, DPM đang chuẩn bị xuất khẩu phân bón sang các nước lân cận và phát triển các sản phẩm hóa chất như Amoniac và Nitra Amon. Vì vậy, về dài hạn, DPM vẫn là một công ty có thể xem xét đầu tư khi có mức giá thích hợp.

MCK: HPG (HSX)

DÀI HẠN

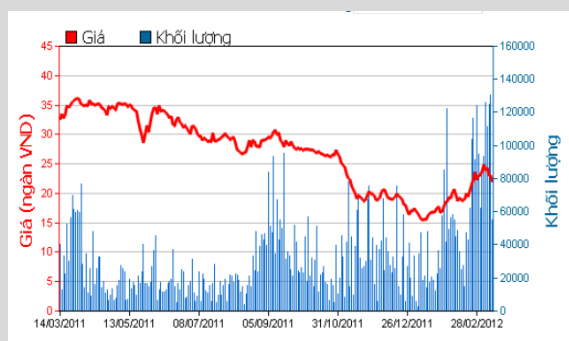
ĐỊNH GIÁ

23.500

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@12/03/12) (VND)	22.000
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	36.500
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	15.500
Số CP đang lưu hành	344.980.178
KLGBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	430.592
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	7.590
Trailing P/E (x)	6,2
Forward P/E (2011) (x)	6,8
P/BV (BV 30/09/11) (x)	1,0

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2010(A)	2011	2012 (P)	2012(F)
DT	14.267	17.835	18.200	18.434
LNTT	1.564	1.492		1.177
LNST	1.349	1.223	906	964
VĐL	3.178	3.178		3.496
TTS	14.904	17.449		20.092
VCSH	6.485	7.483		8.652
ROA (%)	9,1%	7,0%		4,8%
ROE (%)	20,8%	16,3%		11,1%
EPS (VND)	4.550	3.849		3.164
GTSS (VND)	20.403	23.544		24.747
Cổ tức (%)	30	10	20	

Nguồn: BCTC HPG

CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT

CÔNG NGHIỆP - VẬT LIỆU XÂY DỰNG

Lợi nhuận ròng quý IV của HPG vẫn tương đương với mức ở quý III và chỉ bằng 1/3 so với mức của quý II. Như những nhận định trước, khó khăn của ngành thép vẫn chưa được tháo gỡ và đây là nhân tố chính ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh của 02 quý cuối năm vừa qua. Trong báo cáo lần này, dự kiến ngành thép vẫn chưa thể hồi phục, do đó kết quả kinh doanh năm 2012 của HPG sẽ không có nhiều đột biến. Dựa trên dự phóng dòng tiền trong 05 năm có sự tham gia của bất động sản và Khu liên hợp giai đoạn II từ năm 2014 trở đi, người viết xác định mức giá hợp lý của HPG vào khoảng 23.500 đồng/cp, cao hơn 6,8% so với giá tham chiếu ngày 12/03/2012.

Kết quả kinh doanh năm 2011 khép lại không được khả quan. Tổng doanh thu năm 2011 của HPG đạt 17.835 tỷ đồng, tăng 25% so với cùng kỳ, hoàn thành 102% so với kế hoạch đặt ra. Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế lại sụt giảm, đạt 1.223 tỷ đồng, giảm 10% so với cùng kỳ, đạt 66% so với kế hoạch. Nguyên nhân là do đầu ra ngành thép khó khăn, trong hai quý cuối năm giá thép điều chỉnh giảm khiến cho biên lợi nhuận của HPG bị thu hẹp. Bên cạnh đó, chi phí tài chính tăng mạnh đã lấy mất đi phần lớn lợi nhuận gộp.

HPG đã triển khai dự án Khu liên hợp giai đoạn II. Khu liên hợp giai đoạn II với tổng vốn đầu tư 3.400 tỷ đồng đã được triển khai trong quý I này, dự kiến hoàn thành vào năm 2013 và góp phần vào cơ cấu doanh thu, lợi nhuận kể từ năm 2014 (tổng công suất luyện phôi lên 1,1 triệu tấn và công suất cán thép lên 1,2 triệu tấn).

Hàng tồn kho năm 2012 sẽ tăng mạnh. Chi phí từ xây dựng dự án Mandarin được HPG ghi nhận vào khoản mục hàng tồn kho. Hiện dự án đã triển khai được 40% trên tổng vốn đầu tư và dự kiến hoàn thành cuối năm 2013, do vậy tồn kho trong năm 2012 và 2013 sẽ tăng mạnh. Bên cạnh đó, nhà máy than Coke giai đoạn II đang chạy thử và đưa vào sản xuất trong năm nay nên tồn kho nguyên vật liệu có thể sẽ tăng lên, ảnh hưởng đến tồn kho chung của doanh nghiệp.

Hoạt động kinh doanh than sẽ mang nhiều rủi ro. Xuất khẩu than của HPG bắt đầu gặp khó khăn từ quý III/2011 do nhu cầu và giá giảm, khiến cho lợi nhuận từ mảng này bị thu hẹp. Trong năm 2012, nhà máy than Coke II (công suất 350.000 tấn/năm) sẽ đi vào hoạt động, trữ lượng than còn lại cho xuất khẩu tăng mạnh. Tuy nhiên chi phí sản xuất tăng do khấu hao từ nhà máy mới đồng thời giá bán hiện đang có xu hướng giảm, do vậy hoạt động này của HPG có thể gặp nhiều khó khăn trong thời gian sắp tới nếu như giá thế giới không hồi phục.

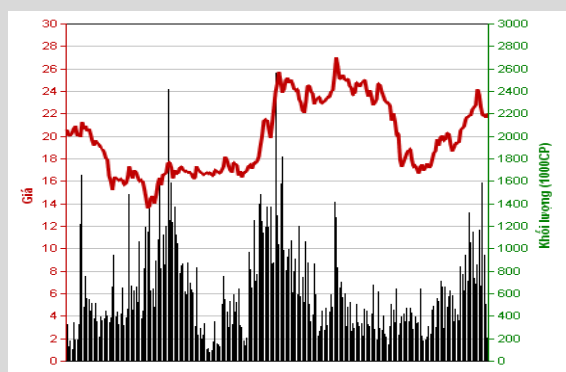
Kế hoạch kinh doanh năm 2012 của HPG ở mức khá thấp. Theo đó, doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 18.200 và 906 tỷ đồng. Trao đổi với DN, kế hoạch này được đưa ra ở mức thận trọng do ngành thép vẫn còn khó khăn. Bên cạnh yếu tố ngành, người viết còn cho rằng, mảng năng lượng có thể sẽ gặp nhiều rủi ro và ảnh hưởng đến KQKD. Chi phí tài chính có thể tiếp tục là gánh nặng nếu như DN tăng sử dụng vốn vay để tài trợ cho dự án Mandarin. Sản lượng năm 2012 được dự phóng ở mức 616.000 tấn, doanh thu đạt 18.434 tỷ đồng (bao gồm doanh thu từ bất động sản), lợi nhuận sau thuế đạt 964 tỷ đồng, tương đương EPS vào khoảng 3.164 đồng/cổ phiếu. Riêng về bất động sản, lợi nhuận năm nay có sự đóng góp của dự án 257 Giải Phóng, tuy nhiên lợi nhuận này không đáng kể, ước tính khoảng 55 tỷ đồng sau thuế.

MCK: PGS (HSX)

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 12/03/12) (VND)	21.700
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	27.000
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	13.600
Số CP đang lưu hành	38.000.000
KLGDBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	854.910
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	824,6
Trailing P/E (x)	3,5
Forward P/E (2012) (x)	-
P/BV (31/12/11) (x)	1,1

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HNX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2010	2011	2011P	2012F
DT	3.705,5	5.732,2	4.100	-
LNTT	312,1	393,5	180,1	-
LNST	225,7	238,2	-	-
VĐL	158,8	380,0	380,0	-
VCSH	350,6	739,7	-	-
TTS	2.485,6	3.272,2	-	-
ROA (%)	9,1	7,3	-	-
ROE (%)	64,3	32,2	-	-
EPS (VND)	14.555	6.268	-	-
GTSS (VND)	22.078	19.466	-	-
Cổ tức (%)	31,0	-	23	-

Nguồn: BCTC PGS và Rong Viet Securities tổng hợp

CTCP KINH DOANH KHÍ HÓA LỎNG MIỀN NAM

TIỆN ÍCH CÔNG CỘNG - GAS

Trong quý 4, doanh thu của PGS không khác biệt đáng kể so với dự phóng của chúng tôi tuy nhiên lợi nhuận tạo ra lại thấp hơn rất nhiều. Cụ thể, lợi nhuận sau thuế của PGS trong quý này chỉ là 13,8 tỷ trong khi dự phóng ban đầu của chúng tôi là hơn 50 tỷ. Nguyên nhân cho sự khác biệt này là do giá khí CNG đầu vào tăng mạnh và sự thay đổi chính sách khấu hao của công ty con CNG.

Giá khí CNG đầu vào tăng mạnh. Trong quý 4, giá khí CNG đầu vào tăng từ 6,2 USD/MMBTU lên 8,2 USD/MMBTU làm chi phí mua khí của PGS (bao gồm công ty con CNG) tăng thêm khoảng 70 tỷ. Trong khi đó, theo ước tính của chúng tôi, giá bán khí CNG gần như không tăng trong quý 4 nên lợi nhuận của Công ty đã bị ảnh hưởng đáng kể. Mặt khác, giá khí LPG do công ty Aramco công bố trong quý 4 có sự sụt giảm so với các quý trước trong năm nên giá bán gas trên thị trường cũng sụt giảm nhẹ.

Kết quả kinh doanh sụt giảm đáng kể so với các quý trước. Trong quý 4, lợi nhuận sau thuế của PGS chỉ là 13,8 tỷ trong khi của quý 3 là 80,8 tỷ. Nguyên nhân là do giá CNG đầu vào tăng trong khi giá bán ra gần như không tăng nên tỷ suất lãi gộp đã bị sụt giảm đáng kể chỉ còn 13,8% trong khi của quý trước là 19,7%. Ngoài ra, chi phí bán hàng và chi phí tài chính cũng tăng mạnh nên lợi nhuận của Công ty bị giảm mạnh.

Đối với PGS, động lực chủ yếu cho sự tăng trưởng trong khoảng 2 năm tới là sản phẩm CNG do mảng kinh doanh LPG không khả quan. Do đó, chúng tôi cho rằng thay vì mua PGS nhà đầu tư có thể xem xét mua vào cổ phiếu CNG. Bằng cách này, nhà đầu tư vẫn có thể có được lợi nhuận từ mảng kinh doanh CNG nhưng không phải chịu gánh nặng từ mảng LPG. Mặc dù giá cổ phiếu của CNG hiện đang cao hơn so với giá cổ phiếu của PGS nhưng sự chênh lệch này hoàn toàn xứng đáng so với hiệu quả kinh doanh của CNG. Do đó, chúng tôi sẽ loại PGS ra khỏi danh sách này và thay bằng CNG. Trong tương lai, khi mảng LPG có chuyển biến tốt hơn, chúng tôi sẽ cập nhật lại cổ phiếu PGS.

MCK:CNG (HSX)

CTCP CNG VIỆT NAM

MUA

TRUNG HẠN

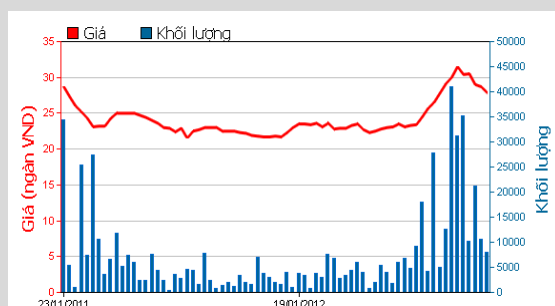
ĐỊNH GIÁ

35.184

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 12/03/12) (VND)	27.900
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	31.500
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	21.500
Số CP đang lưu hành	20.312.038
KLGBQ/phần (10 phần gần nhất)	202.761
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	566,7
P/E (2011) (x)	2,8
Forward P/E (2012) (x)	3,4
P/BV (31/12/11) (x)	1,5

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HNX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2010	2011E	2011P	2012F
DT	285,4	731,8	658,0	919,1
LNTT	105,7	227,3	180,0	183,4
LNST	105,3	204,1	-	164,7
VĐL	125,0	203,1	-	203,1
VCSH	233,2	388,4	-	526,8
TTS	359,6	707,8	-	774,0
ROA (%)	45,2	28,8	-	31,3%
ROE (%)	29,3	52,5	-	21,3%
EPS (VND)	13.742	10.047	-	8.110
GTSS (VND)	18.654	19.124	-	25.934
Cổ tức (%)	10	-	25	25%

Nguồn: BCTC CNG và Rong Viet Securities tổng hợp

TIỆN ÍCH CÔNG CỘNG - GAS

Doanh thu và lợi nhuận của CNG chủ yếu đến từ sản phẩm khí CNG. Đây là sản phẩm có lợi thế về giá và độ sạch so với các loại nguyên liệu khác như LPG, DO và FO. Sản phẩm này có sự tăng trưởng ấn tượng trong thời gian gần đây và đã thúc đẩy sự gia tăng trong doanh thu và lợi nhuận của Công ty.

Trong quý 4, doanh thu của CNG không khác biệt nhiều so với quý trước nhưng lợi nhuận sau thuế lại sụt giảm mạnh, chỉ còn 24,5 tỷ trong khi con số của quý trước là 61,6 tỷ. Nguyên nhân cho sự khác biệt này là do giá khí đầu vào tăng mạnh và sự thay đổi trong chính sách khấu hao.

Các khoản mục chi phí quan trọng có sự gia tăng mạnh. Trong quý 4, giá khí CNG đầu vào tăng từ 6,2 USD/MMBTU lên gần 8 USD/MMBTU làm chi phí mua khí của CNG tăng thêm khoảng 34 tỷ. Ngoài ra, trong quý 4 này, CNG đã rút ngắn thời gian khấu hao máy móc thiết bị xuống còn một nửa nên chi phí khấu hao đã tăng thêm 11,4 tỷ. Bên cạnh đó, các khoản chi phí khác trong giá vốn cũng tăng thêm gần 10 tỷ so với quý 3.

Kết quả kinh doanh sụt giảm đáng kể so với các quý trước. Trong quý 4, mặc dù doanh thu không thay đổi đáng kể so với quý trước nhưng lợi nhuận sau thuế của CNG chỉ là 24,5 tỷ trong khi của quý 3 là 61,6 tỷ. Nguyên nhân chủ yếu là do sự gia tăng của các khoản mục chi phí quan trọng như đã đề cập ở trên. Trong khi đó, theo tính toán của chúng tôi, giá bán của CNG trong quý 4 không có sự gia tăng so với quý trước nên tỷ suất lãi gộp đã bị sụt giảm đáng kể từ 41,2% xuống còn 19,9%. Ngoài ra, chi phí quản lý doanh nghiệp của CNG trong quý này cũng tăng thêm 3 tỷ nên lợi nhuận của Công ty bị giảm mạnh.

Dự phóng: Do triển vọng tăng trưởng của sản phẩm CNG vẫn còn tốt nên sản lượng tiêu thụ dự báo sẽ vào khoảng 65 triệu m³. Trong khi đó, giá bán khí bình quân được dự phóng ở mức 16,5 USD/MMBTU. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu của Công ty trong năm nay vào khoảng 919,1 tỷ. Ngoài ra, giá mua khí bình quân trong năm 2012 được ước tính ở mức 8,7 USD/MMBTU. Như vậy, tỷ suất lãi gộp của CNG năm nay được ước tính vào khoảng 26,5%. Sau khi dự phóng các chi phí khác như chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp, lợi nhuận sau thuế của CNG trong năm 2012 được ước tính là 164,7 tỷ.

Với lợi thế giá bán tương đối hấp dẫn so với các loại nhiên liệu khác như LPG, DO, FO..., khả năng tăng trưởng của sản phẩm CNG còn khá tốt. Ngoài ra, CNG cũng đang có các dự án mở rộng và nâng cao công suất lên khoảng 250 triệu m³ vào năm 2015. Do đó, sự gia tăng trong sản lượng tiêu thụ có thể bù đắp phần nào cho việc tăng giá khí đầu vào. Vì vậy, lợi nhuận của CNG vẫn có thể duy trì ở mức cao trong một vài năm tới.

MCK: PHR (HSX)

CTCP CAO SU PHƯỚC HÒA

NẮM GIỮ

NGẮN HẠN

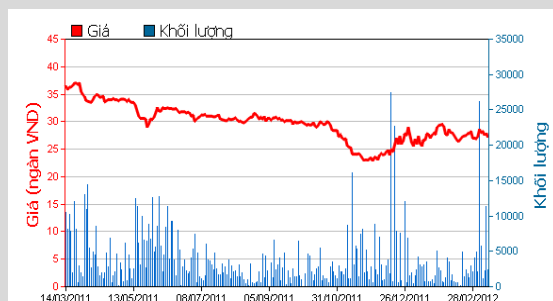
ĐỊNH GIÁ

31.566

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 12/03/12) (VND)	27.100
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	37.000
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	22.800
Số CP đang lưu hành	78.975.047
KLGDBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	62.090
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	2.140,2
Trailing P/E (x)	2,6
Forward P/E (2012) (x)	3,8
P/BV (31/12/11) (x)	1,2

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: tỷ đồng	2010	2011E	2011P	2012(F)
DT	2.030,1	2.583,2	1.902	1.900,0
LNTT	661,6	1.006,2	-	762,2
LNST	502,2	832,8	466,3	575,4
VĐL	813,0	813,0	-	813,0
VCSH	1.284,4	1.764,9	-	1.989,9
TTS	2.305,4	3.088,3	-	3.500,2
ROA (%)	21,8	27,0	-	16,4
ROE (%)	39,2	47,2	-	28,9
EPS (VND)	6.268	10.425	-	7.226
GTSS (VND)	15.798	21.708	-	24.476
Cổ tức (%)	30,0	-	30,0	30,0

Nguồn: BCTC_PHR và RongViet Securities ước tính

NGUYÊN LIỆU CƠ BẢN – CAO SU TỰ NHIÊN

Nhờ giá cao su cao nên kết quả kinh doanh năm 2012 của PHR rất ấn tượng, đạt tỷ lệ cao so với kế hoạch và hoàn toàn vượt trội so với năm trước. So với dự phóng của chúng tôi, doanh thu gần như là tương đương tuy nhiên lợi nhuận lại cao hơn nhiều do các chi phí phát sinh trong quý 4 không cao như chúng tôi đã dự báo. Bước sang năm 2012, nhiều khả năng giá cao su sẽ không còn được cao như năm nay nên lợi nhuận có thể bị sụt giảm.

Nhà đầu tư quan tâm đến cổ phiếu cao su có thể cân nhắc nắm giữ cổ phiếu PHR do có tính thanh khoản tốt hơn và tỷ lệ cổ tức/thị giá cũng tương đối hấp dẫn so với ngành. Tuy nhiên, nhà đầu tư cần phải cân nhắc rủi ro về giá cao su.

Giá cao su đang có xu hướng giảm. Sau khi vượt qua mức giá 6.000 USD/tấn trong tháng 4, giá cao su RSS 3 bắt đầu có xu hướng giảm và giảm đến khoảng 3.200 USD/tấn vào tháng 11 do nỗi lo về khủng hoảng nợ Châu Âu và nguồn cung tăng lên vào các tháng cuối năm. Tuy nhiên, giá cao su sau đó bắt đầu phục hồi và hiện đang giao dịch trong mức giá khoảng 4.000 USD/tấn do giá dầu liên tục được duy trì ở mức cao và các nước Thái Lan, Indonesia và Malaysia đồng thuận thiết lập giá sàn ở mức 3.500 USD/ tấn. Dự kiến trong năm 2012, giá cao su bình quân sẽ không cao như trong năm 2011 nhưng cũng sẽ không có sụt giảm mạnh.

Kết quả kinh doanh năm 2011 vượt trội so với năm trước. Trong quý 4, sản lượng khai thác đạt 7.927,8 tấn, nâng tổng sản lượng khai thác năm 2011 lên 20.807,8 tấn. Ngoài ra, sản lượng thu mua bên ngoài đạt 8.241 tấn nên sản lượng tiêu thụ đạt 25.895 tấn. Mặt khác, mặc dù giá bán bình quân bị sụt giảm trong quý 4 nhưng nhờ giá bán trong các quý trước cao nên giá bán bình quân cả năm đạt 94,46 triệu đồng/tấn trong khi giá bán bình quân của cả năm trước là 63,47 triệu đồng/tấn, giúp Công ty đạt doanh thu 2.583,2 tỷ, tăng 27,2% so với cùng kỳ. Bên cạnh đó, giá bán tăng cao cũng là nguyên nhân chính làm cho tỷ suất lãi ròng tăng từ 24,7% lên 32%. Nhờ đó, LNST đạt 828,8 tỷ, tăng 65% so với cùng kỳ.

Dự phóng: kế hoạch sản lượng khai thác do Tập đoàn giao xuống cho PHR trong năm 2012 là 19.500 tấn. Theo phía PHR, đây là mức kế hoạch cao trước tình hình diện tích khai thác đang sụt giảm. Theo dự phóng của chúng tôi, sản lượng khai thác trong năm 2012 của PHR là 19.000 tấn và sản lượng mua ngoài khoảng 7.000 tấn. Trong khi đó, tổng sản lượng tiêu thụ dự phóng là 25.000 tấn. Giá tiêu thụ bình quân dự phóng trong cả năm được dự báo ở mức 70 triệu đồng/tấn nên doanh thu ước đạt khoảng 1.900 tỷ. Trên cơ sở xác định các khoản mục chi phí trong cơ cấu giá vốn hàng bán, chúng tôi dự phóng tỷ suất lãi gộp năm nay vào khoảng 38,8%. Sau khi xem xét các chi phí hoạt động khác và lợi nhuận từ thanh lý vườn cây, LNST của PHR được dự báo là 575,4 tỷ, tương đương mức EPS là 7.226 đồng/cp.

Hàng năm, PHR phải thanh lý khoảng 550 ha vườn cây già cỗi nhưng nhờ có các vườn cây trẻ hơn gối đầu nên sản lượng khai thác có khả năng được duy trì trong mức 19.000 – 20.000 tấn/năm. Từ năm 2015, sản lượng khai thác mới có khả năng tăng lên khi dự án vườn cao su ở Campuchia bắt đầu được đưa vào khai thác. Vì vậy, có thể thấy là triển vọng trong vòng vài năm tới của PHR hoàn toàn phụ thuộc vào giá cao su. Trong khi đó, với tình hình kinh tế thế giới đang có nhiều bất ổn và nguồn cung cao su tiếp tục tăng lên trong các năm tới, sức ép giảm giá cao su là không nhỏ. Vì vậy, nhà đầu tư cần cân nhắc kỹ lưỡng xu hướng giá cao su trước khi đầu tư vào PHR.

MCK: EIB (HSX)

TRUNG HẠN

ĐỊNH GIÁ

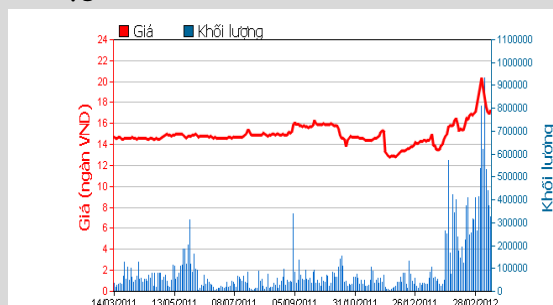
19.700

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 12/03/12) (VND)	16.900
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	20.400
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	12.400
Số CP đang lưu hành	1.235.522.904
KLGDBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	4.365.178
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	20.880
Trailing P/E (x)	6,0
Forward P/E (2012) (x)	6,0
P/BV (31/12/11) (x)	1,28

* Giá đã điều chỉnh

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Chỉ số tài chính cơ bản

Đv: tỷ đồng	2010A	2011E	2012F
Tổng thu nhập	2.883	5.304	6.058
Lợi nhuận trước thuế	2.378	4.057	4.631
Lợi nhuận sau thuế	1.815	3.038	3.473
Dư nợ cho vay	62.348	74.045	85.151
Huy động vốn	58.181	53.654	72.433
Vốn điều lệ	10.560	12.355	12.355
Vốn chủ sở hữu	13.511	16.311	17.780
Tổng tài sản	131.111	183.594	211.028
ROA (%)	1,4	1,7	1,6
ROE (%)	13,4	18,6	19,5
Giá trị sổ sách (VND)	12.794	13.202	14.391
EPS (VND)	1.718	2.837	2.811
Cổ tức (%)	13,5	14,6	N/A

Nguồn: EIB, Rongviet Securities

NGÂN HÀNG TMCP XUẤT NHẬP KHẨU VIỆT NAM

TÀI CHÍNH - NGÂN HÀNG

Tính đến thời điểm hiện nay, hầu hết các ngân hàng niêm yết đã công bố báo cáo tài chính năm 2011 chưa kiểm toán với kết quả lợi nhuận nhìn chung đều tốt. Tuy nhiên, điều đáng quan tâm là tỷ lệ nợ xấu đều ở mức thấp trong khi tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp (đối tượng vay vốn) được đánh giá là khó khăn. Chính vì vậy, việc đánh giá thực chất ngành ngân hàng gặp nhiều khó khăn về số liệu. Tuy nhiên, trước nỗ lực tái cơ cấu và lành mạnh hóa lĩnh vực ngân hàng của NHNN và Chính Phủ, những ngân hàng có nền tảng tốt có cơ hội tiếp tục gặt hái lợi nhuận trong năm 2012.

Cổ phiếu ngành ngân hàng trong thời gian vừa qua đã có sự tăng giá khá tốt ở hầu hết các mã, P/E bình quân ngành đã đạt xấp xỉ 9 lần (do sự chi phối của VCB). Tương tự, EIB cũng đã tăng giá ~40% kể từ báo cáo **Recommend Report Q3** (22/11/2011). Dựa trên những dự báo thận trọng, mức giá kỳ vọng của EIB được nâng lên 19.700 VND/CP trong Q1/2012, tương đương Forward P/E đạt 7x. Chúng tôi sẽ có đánh giá hoặc điều chỉnh (nếu có) trong báo cáo kế tiếp sau khi ngân hàng này công bố kế hoạch và chiến lược cụ thể cho năm tài chính 2012.

Kết quả kinh doanh cả năm 2011 bất phá về mặt lợi nhuận. Theo BCTC chưa kiểm toán được công bố, LNST cả năm 2011 của EIB đạt 3.038 tỷ đồng, riêng quý IV đóng góp đến hơn 1.000 tỷ đồng. Theo quan sát của chúng tôi, lãi từ hoạt động tín dụng không có đột biến đáng kể mà chủ yếu do khoản lãi thuần từ hoạt động khác (389 tỷ đồng). Như vậy, kết quả cả năm 2011 của EIB đã vượt xa kế hoạch đặt ra ban đầu là 3.000 tỷ LNNT.

Dư nợ tín dụng tăng khá trong khi huy động giảm. Dư nợ tín dụng tăng trưởng 20%, trong khi huy động giảm nhẹ, -7,7%. Do vậy, thị phần tín dụng (ước tính 2,8%), có sự cải thiện so với năm 2010 (2,6%) trong khi thị phần huy động có phần sụt giảm. Hoạt động liên ngân hàng có sự gia tăng đột biến, gấp đôi so với năm 2010, đây là lý do chính khiến tổng tài sản tăng đến 40%.

Các chỉ số lợi nhuận đạt mức cao nhất trong 5 năm gần đây. Tỷ lệ NIM ước đạt 3,7%, tăng mạnh so với con số 3,4% của năm 2010. So sánh với các ngân hàng khác, tỷ lệ này ở mức trung bình, cao hơn ACB, SHB, HBB, thấp hơn so với CTG (5%), MBB (4,8%), STB (4,5%) và VCB (4,1%) tuy nhiên, trong điều kiện hiện nay, NIM cao sẽ đặt ra một dấu hỏi lớn về tỷ lệ nợ xấu đi kèm. Bên cạnh đó, tỷ lệ ROA và ROE của EIB đều đạt mức cao nhất trong 5 năm trở lại đây.

EIB đầu tư vào STB là một bước đi dài hạn. Việc EIB mua 9,73% STB và tuyên bố EIB cùng với nhóm cổ đông ủy quyền đã nắm giữ 51% STB nếu được xác thực thì việc thôn tóm một ngân hàng, tái cơ cấu, đồng bộ hóa sẽ tốn khá nhiều thời gian và chi phí, đặc biệt là đối với một thôn tóm "thù địch". Do vậy, trước mắt, ngoài việc có khả năng EIB sẽ có thành viên tham gia vào HĐQT của STB và vị thế EIB trên thương trường có sự thay đổi, các vấn đề về lợi ích và chi phí là chưa có cơ sở đánh giá.

Dự báo sơ bộ về EIB năm 2012. Năm 2011, theo phân tích của người viết, tương tự như ACB, EIB thu được khá nhiều lợi nhuận trên thị trường liên ngân hàng. Sang 2012, NHNN tiếp tục chính sách tiền tệ chặt chẽ để các ngân hàng nhỏ, đang gặp rủi ro tự chỉnh đốn. Đây có thể vẫn là điều kiện để EIB tiếp tục thu lợi đối với hoạt động liên ngân hàng. Bên cạnh đó, được xếp vào nhóm I với tăng trưởng tín dụng cho phép là 17%, EIB có cơ sở để đặt kế hoạch cao hơn đối với hoạt động tín dụng trong năm nay. Tuy nhiên, trong năm 2012, EIB được dự báo sẽ phải tích cực huy động vốn để cải thiện tỷ lệ đòn bẩy (LDR) đang ở mức khá rủi ro, do vậy, huy động vốn có thể tăng ~35%. Dư nợ cho vay khách hàng dự kiến tăng ít nhất là 15%. Tương ứng với các giả định trên, lợi nhuận năm 2012 của EIB có khả năng tăng trưởng ít nhất 14%.

MCK: KLS (HNX)

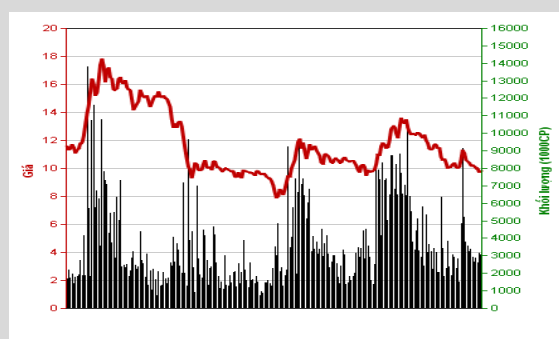
TRUNG HẠN

ĐỊNH GIÁ 13.000

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 12/03/12) (VND)	11.300
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	13.600
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	7.200
Số CP đang lưu hành	202.500.000
KLGBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	2.930.510
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.984,5
Trailing P/E (x)	-
Forward P/E (2012) (x)	9,4
P/BV (BV 31/12/2011) (x)	0,87

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HNX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2009	2010	2011A	2012F
DT	435	272	382,7	418,8
LNTT	353	(173)	184,4	270,3
LNST	352	(173)	184,4	243,2
VĐL	1.000	2.025	2.025,0	2.025
TTS	2.342	2.448	2.556,1	2.753,2
VCSH	1.508	2.314	2.498,7	2.644,7
ROA (%)	15,0	-	7,2	8,8
ROE (%)	23,3	-	7,4	9,2
EPS (VND)	3.520	-938	911	1.201
GTSS (VND)	15.083	11.428	12.339	13.060
Cổ tức (%)	3,5	-	-	N/A

Nguồn: BCTC KLS, Rongviet Securities

CTCP CHỨNG KHOÁN KIM LONG

TÀI CHÍNH – CHỨNG KHOÁN

KLS là một trong 10/16 công ty chứng khoán niêm yết công bố không lỗ trong năm 2011 với lợi nhuận sau thuế đạt 184,4 tỷ đồng. Đây là kết quả nằm trong dự báo của giới đầu tư và không có sự đột biến trong Q4. Hoạt động kinh doanh và danh mục tài sản trên B. CĐKT không có biến chuyển đáng kể so với thời điểm chúng tôi phát hành báo cáo **Recommend Report Q3**, đồng thời KLS cũng chưa công bố kế hoạch và chiến lược kinh doanh 2012, do đó, chúng tôi giữ nguyên các đánh giá và mức giá kỳ vọng 13.000 VND/CP đối với cổ phiếu này. Điểm tích cực vẫn là KLS nắm giữ một lượng tiền lớn trong bối cảnh thị trường và nền kinh tế khó khăn đồng thời thanh khoản thị trường chứng khoán có sự cải thiện trong 1 tháng gần đây. Mặt khác, chúng tôi lưu ý nhà đầu tư tham khảo chỉ tiêu P/B khi đầu tư vào cổ phiếu KLS trong giai đoạn hiện nay, với mức P/B chấp nhận được trong khoảng từ 1 – 1,2x.

Lợi nhuận sau thuế cả năm 2011 đã bù đắp toàn bộ lỗ lũy kế. Theo báo cáo đã được kiểm toán, doanh thu cả năm 2011 của KLS đạt 382,7 tỷ đồng, tăng ~ 40% so với năm 2010; lợi nhuận sau thuế đạt 184,4 tỷ đồng, khá sát với con số chúng tôi dự báo trong Recommend Report Q3. Mặc dù, KLS là một trong số ít các công ty chứng khoán niêm yết có lãi trong năm 2011, tuy nhiên với đặc thù có nguồn tiền mặt lớn, kết quả kinh doanh như trên không có gì bất ngờ. Việc chấm dứt lỗ lũy kế sẽ giải phóng KLS khỏi những ràng buộc trong các hoạt động tài chính (vốn) liên quan đến vấn đề này.

Nguồn thu chủ yếu đến từ doanh thu khác (lãi tiền gửi, tiền lãi cho vay vốn). Doanh thu từ tiền lãi chiếm đến 88% tổng doanh thu. Doanh thu môi giới chứng khoán chỉ đạt 4,8 tỷ đồng, chiếm một tỷ lệ khiêm tốn. Xét riêng hoạt động đầu tư chứng khoán, góp vốn, KLS đạt được 32,8 tỷ đồng thu nhập, tuy nhiên, chi phí lỗ từ hoạt động này trong năm cao hơn gấp nhiều lần doanh thu. Con số chi phí hoạt động kinh doanh cả năm ở mức 177,1 tỷ đồng, sau khi đã hoàn nhập 20,2 tỷ đồng dự phòng giảm giá chứng khoán cho thấy điều này.

Các chỉ số lợi nhuận ở mức thấp. Tỷ suất sinh lời ROA, ROE tương ứng chỉ đạt 7,2% và 7,4%, thấp so với bình quân thị trường, tuy nhiên là mức cao thứ nhì sau HCM trong tổng số 10 công ty chứng khoán niêm yết có lãi trong năm 2011.

Công ty tiếp tục thanh lý cổ phiếu và duy trì tiền mặt trong danh mục tài sản tính đến thời điểm 31/12/2011. Trong quý IV, chúng tôi nhận thấy KLS đã tiếp tục thanh lý khoảng 131,5 tỷ đồng cổ phiếu thương mại theo giá trị sổ sách khiến khoản mục này giảm từ 243,2 tỷ đồng (30/9) xuống còn 111,1 tỷ (31/12), tương đương giá trị trường cuối năm chỉ còn 46 tỷ đồng. Tiền của KLS (sau khi loại trừ khoản ký quỹ của NĐT) tại 31/12/2011 là 1.792 tỷ đồng, tăng hơn 8% so với năm trước. Như vậy, nếu như trong các tháng đầu năm 2012, KLS vẫn duy trì chiến lược trên, Công ty này sẽ không hưởng lợi đáng kể trong đợt tăng điểm của thị trường trong Q1, ngoại trừ khoản hoàn nhập dự phòng ước tính trên dưới 10 tỷ đồng đối với 41,5 tỷ đồng đầu tư cổ phiếu niêm yết.

Dự kiến kết quả kinh doanh năm 2012 sẽ khả quan hơn năm trước. Công ty chưa công bố kế hoạch, chiến lược kinh doanh năm nay và danh mục tài sản khá "tĩnh" tại thời điểm cuối năm, do đó, rất khó để đưa ra con số dự báo cụ thể. Tuy nhiên, dựa vào các triển vọng vĩ mô và lợi thế tập trung tiền mặt lớn trong điều kiện các tài sản rủi ro đã được thanh lý khá nhiều, chúng tôi ước tính sơ bộ lợi nhuận sau thuế 2012 của KLS có khả năng không thấp hơn 240 tỷ đồng.

Bên cạnh đó, chúng tôi vẫn tiếp tục duy trì cảnh báo rủi ro về chi phí trích lập dự phòng chưa được xem xét đối với khoản mục chứng khoán đầu tư chưa niêm yết của KLS.

MCK: DIG (HSX)

MUA

TRUNG HẠN

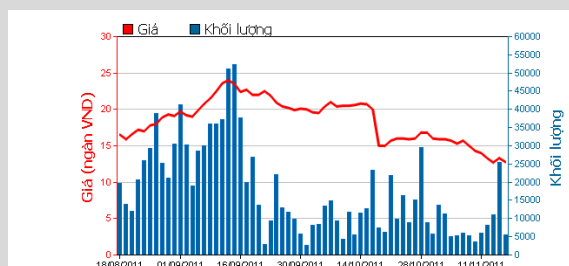
ĐỊNH GIÁ

18.000

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (@ 12/03/12) (VND)	16.500
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	29.900
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	9.400
Số CP đang lưu hành	129.997.818
KLGBQ/phiên (1 tháng gần nhất)	362.223
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	2.145
Trailing P/E (x)	20,1
Forward P/E (2011) (x)	10,7
P/BV (31/12/11) (x)	0,9

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2009	2010	2011 ^(*)	2012F
DT	1.631,1	1.194,5	853,9	1.075,8
LNTT	696,1	599,9	137,1	266,0
LNST	561,1	399,7	103,8	199,5
VĐL	700,0	1.000,0	1.300,0	1.300,0
TTS	3.605,0	4.227,0	4.849,3	4.957,9
VCSH	2.248,2	2.429,4	2.375,6	2.318,5
ROA (%)	15,6%	9,5%	2,1%	4,0%
ROE (%)	24,7%	16,2%	4,4%	8,6%
EPS (VND)	10.323	4.523	821	1.535
GTSS (VND)	32.117	24.294	18.274	17.835
Cổ tức (%)	10%	5%	10%	20%

(*) BCTCHN chưa kiểm toán

Nguồn: BCTC DIG, Rong Viet securities ước tính

CTCP ĐẦU TƯ PHÁT TRIỂN XÂY DỰNG

XÂY DỰNG VÀ BẤT ĐỘNG SẢN

Với kết quả kinh doanh khá khiêm tốn, năm 2011 được xem như “năm hạn” của DIG. Mặc dù vậy, trong bối cảnh khó khăn chung của ngành cũng như của nền kinh tế thì kết quả này không phản ánh được thực lực của Công ty. Chúng tôi đánh giá DIG hiện vẫn là một cổ phiếu nổi bật trong ngành bất động sản nhờ vào việc sở hữu lượng quỹ đất lớn, năng lực tài chính ổn định, cộng với nhiều nguồn thu chắc chắn cho năm 2012.

DIG kết thúc năm 2011 với kết quả kinh doanh sơ bộ là 854 tỷ đồng doanh thu và 104 tỷ đồng LNST. Nguồn thu trong kỳ chủ yếu đến từ dự án Lakeside và Nam Vinh Yên (~50 tỷ đồng LNTT). Có thể nói, nếu so với kế hoạch thì kết quả này là rất khiêm tốn; cụ thể chỉ đạt 69% kế hoạch doanh thu và 21% kế hoạch LNST. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh này có nguyên do một phần là phía DIG muốn để lại một số nguồn thu hạch toán vào năm sau, chẳng hạn như dự án biệt thự An Sơn hay dự án Đại Phước.

Nguồn thu năm 2012 khá khả quan và tiềm năng tăng trưởng dài hạn của DIG là rất dồi dào. Trong năm 2012 đại diện phía DIG cho biết Công ty đặt chỉ tiêu LNST khoảng 200 tỷ đồng. Cơ sở cho kế hoạch đến từ nhiều nguồn khá chắc chắn mà Công ty “để dành” như: (1) dự án Khu biệt thự đối An Sơn đã hoàn thành việc kinh doanh chỉ chờ ghi nhận doanh thu (~174 tỷ đồng LNTT); (2) dự án Đại Phước có 6 ha đã bán cho CBCNV nhưng chưa ghi nhận (~60 tỷ đồng); (3) dự án Nam Vinh Yên đã ký hợp đồng bán 8,59 ha đất thương phẩm (~125 tỷ đồng). Bên cạnh đó, DIG còn ghi nhận nguồn thu từ dự án Lakeside. Như vậy, khả năng hoàn thành mục tiêu 200 tỷ đồng LNST năm 2012 của DIG là rất khả quan. Ngoài ra, hiện DIG đang sở hữu khoảng 10 dự án đã là đất sạch, diện tích rộng, chỉ chờ triển khai hạ tầng để kinh doanh khi thị trường bất động sản diễn biến thuận lợi.

DIG sở hữu quỹ đất lớn và có tình hình tài chính ổn định. Với số lượng quỹ đất khoảng 478ha, DIG hiện là doanh nghiệp đứng đầu về diện tích quỹ đất, hơn hẳn 2 doanh nghiệp lớn cùng ngành là SJS và BCI. Mặt khác, theo báo cáo tài chính cuối quý 4/2011 thì Công ty vẫn đang duy trì được tỉ lệ thanh toán hiện hành (2,48) và thanh toán nhanh (1,28) ở mức gần như tương đương năm 2010. Đồng thời, trong bối cảnh khan hiếm tiền mặt như hiện nay thì việc sở hữu lượng tiền mặt khoảng 254 tỷ đồng là một điểm rất thuận lợi trong việc chủ động kinh doanh của DIG.

Rủi ro: Về cơ bản, rủi ro lớn nhất mà DIG phải đối mặt vẫn là rủi ro bán hàng. Do hàng hóa của ngành bất động sản là những hàng hóa có giá trị cao và có tính chất đầu cơ nên thường chịu ảnh hưởng lớn từ những chính sách vĩ mô của Chính Phủ. Việc chậm trễ trong kinh doanh sẽ ảnh hưởng đến hoạt động của doanh nghiệp cũng như tiến độ triển khai các phần còn lại của dự án và tiến độ triển khai các dự án khác của DIG.

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, 2012.



CTCP CHỨNG KHOÁN

RÔNG VIỆT – VDSC

Tầng 1-2-3-4, Tòa nhà Viet Dragon,
141 Nguyễn Du - Quận 1 – TP.HCM

Tel: (84 8) 6299 2006

Fax: (84 8) 6291 7986

Email: info@vdsc.com.vn

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà
Trung – Hà Nội

Tel: (84 4) 6288 2006

Fax: (84 4) 6288 2008

Chi nhánh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần
Thơ

Tel: (84 71) 381 7578

Fax: (84 71) 381 7579

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Tel: (84 58) 382 0006

Fax: (84 58) 382 0008