

Cập nhật KQ 6 tháng đầu năm 2012

24/07 2012



Cập nhật KQ 6 tháng đầu năm (sơ bộ)

Hàng loạt các công ty có giá trị vốn hóa lớn cuối tuần qua đã công bố kết quả hoạt động sơ bộ. Kết quả lợi nhuận trái chiều: trong khi DPM, GAS, HPG, MBB, REE, VIC và VNM đạt kết quả khá khả quan thì HAG, CTG, VCB lại gây thất vọng. Nhìn chung, ngành ngân hàng trong 6 tháng đầu năm đều đạt lợi nhuận thấp do tăng trưởng tín dụng vẫn yếu và nợ xấu tiếp tục là gót chân Achilles. Ngược lại xu hướng này, Ngân hàng Quân đội (MBB) báo cáo tăng trưởng lợi nhuận đạt 25%, tăng trưởng tín dụng mạnh và nợ xấu cải thiện nhẹ. Dựa trên các kết quả sơ bộ trên, chúng tôi tiếp tục khuyến nghị DPM (MUA), GAS (MUA), MBB (MUA) và REE (THÊM VÀO).

	Báo cáo tài chính	Tăng trưởng LN 6T2012	EPS 6T2012	Dự báo EPS 2012	P/E dự phóng	Bình luận	Khuyến nghị
DPM	Công ty mẹ	31	5.158	8.339	4,3	Giá tăng 30%, sản lượng tăng 14%	MUA Giá mục tiêu 44.100 đồng (TL tăng giá 21%)
GAS	Hợp nhất	n/a	2.403	3.837	10,3	Sản lượng bể Nam Côn Sơn (tăng 6%), giá bán cho PGD (tăng 4.4%, có hiệu lực từ 1/1/2012)	MUA Giá mục tiêu 47.300 đồng (TL tăng giá 23%)
HAG	Công ty mẹ	-77	n/a	1.975	n/a	Công ty mẹ chỉ đầu tư, đang đợi kết quả hợp nhất	ĐÁNH GIÁ LẠI
HPG	Hợp nhất	-46	1.511	2.959	7,8	Lợi nhuận tăng trở lại, biên lợi nhuận gộp tăng lên 15% từ 13,4%	ĐÁNH GIÁ LẠI
REE	Hợp nhất	82	1.509	2.570	6,7	Cơ điện: LNTT tăng 10% yoy Điện lạnh: LNTT tăng 27% PBT yoy Cho thuê VP: LNTT tăng 30% PBT yoy (ước tính) Bao gồm việc bán cổ phiếu của STB	THÊM VÀO Giá mục tiêu 19.300 đồng (TL tăng giá 16%)
VIC	Công ty mẹ	341	n/a	4.361	18	Bán Tháp B Vincom HN với lợi nhuận gộp 1.201 tỷ đồng, được ghi nhận vào Quý 1.	KHÔNG ĐÁNH GIÁ
VNM	Công ty mẹ	32	4.950	8.434	10,3	Doanh thu bán hàng tăng 30% chủ yếu nhờ sản lượng tăng), biên lợi nhuận gộp tăng 1%.	KHÔNG ĐÁNH GIÁ

Ngân hàng	Báo cáo tài chính	Tăng trưởng LN 6T2012	EPS 6T2012	Dự báo EPS cả năm	P/B x	Tăng trưởng tín dụng và tiền gửi, tình hình nợ xấu	Khuyến nghị
CTG	Công ty mẹ	-28	844	n/a	1,8	Tín dụng (giảm 3,1%) Tiền gửi (giảm 1,8%) Nợ Xấu ▲ [2,5% 2Q, 1,8% 1Q]	KHÔNG ĐÁNH GIÁ
EIB	Công ty mẹ	9,7	1.127	2.792	1,4	Tín dụng (tăng 1%), Tiền gửi (tăng 16%) Nợ Xấu ▼ [1,7% 2Q, 2% 1Q]	KHÔNG ĐÁNH GIÁ
MBB	Công ty mẹ	25	1.608	2.665	1,1	Tín dụng (tăng 11,5%), Tiền gửi (tăng 12%) Nợ Xấu ▼ [1,8% 2Q, 1,9% 1Q]	MUA Giá mục tiêu 17.300 đồng (tăng 25%)
VCB	Công ty mẹ	-5,6	1.005	2.099	1,7	Tín dụng (tăng 2,3%), Tiền gửi (tăng 5,8%) Nợ Xấu ▲ [3,5% 2Q, 2,9% 1Q]	NẮM GIỮ Giá mục tiêu 30.000 đồng (tăng 6%)

Cập nhật KQ 6 tháng đầu năm 2012

Kết quả hoạt động công ty

CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM) – MUA

DPM đạt kết quả tốt bất ngờ nhờ cả sản lượng và giá đều tăng và thu nhập bất ngờ từ lãi vay. Chúng tôi nâng dự báo cả năm: doanh thu đạt 11.075 tỷ đồng (+20% so với cùng kỳ năm ngoái) và lợi nhuận ròng đạt 3.169 tỷ đồng (+2,1% so với cùng kỳ năm ngoái). Chúng tôi dự báo EPS cả năm tăng 14% đạt ngưỡng 8.339 đồng/cổ phiếu tương ứng với tỷ lệ P/E dự phóng hấp dẫn là 4,3 lần. Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 44.100 đồng/cổ phiếu (TL tăng giá 21%).

Lợi nhuận tốt hơn dự kiến (đạt 109% mục tiêu của công ty). 6 tháng đầu năm 2012, lợi nhuận ròng của DPM đặc biệt tốt khi tăng 33% đạt 1.960 tỷ đồng (EPS là 5.200 đồng) trên doanh thu 7.397 tỷ đồng (+63%). DPM đạt được kết quả tốt hơn dự kiến này nhờ giá bán urê trung bình tăng 30% (475 USD/tấn) và sản lượng tăng 14% so với 6 tháng đầu năm 2011 giúp bù đắp lại giá nhiên liệu đầu vào tăng 40% hồi đầu năm.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận lên 14% do sản lượng tăng. Chúng tôi nâng dự báo sản lượng từ 800 lên 850 nghìn tấn (+6,3%). 6 tháng đầu năm 2012, DPM đã bán được 462 nghìn tấn urê nhờ lực cầu lớn suốt mùa vụ đông xuân và hè thu ở Việt Nam. Chúng tôi dự báo DPM sẽ bán 388 nghìn tấn urê trong 6 tháng cuối năm 2012.

Thu nhập bất ngờ từ lãi từ tiền gửi. Trong mô hình dự phóng lợi nhuận trước đây, chúng tôi không tính đến thu nhập từ lãi do giả định rằng DPM sẽ hoàn thành thương vụ sát nhập với Đạm Cà Mau trong 6 tháng đầu năm. Tuy nhiên, do thương vụ này sẽ không hoàn thành cho tới năm sau, chúng tôi dự báo công ty sẽ tăng thu nhập lãi từ tiền mặt chưa được giải ngân. Vào thời điểm cuối tháng 6, số dư tiền và tương đương tiền của Công ty là 5.125 tỷ đồng. Công ty đạt 300 tỷ đồng thu nhập từ lãi trong 6 tháng đầu năm.

PV Gas (GAS) – MUA

GAS đạt ngưỡng 2.400 đồng/cổ phiếu trong 6 tháng đầu năm 2012, hoàn thành 76% so với kế hoạch cả năm (3.150 đồng/cổ phiếu) nhờ sản lượng và giá tăng. Trước đây chúng tôi đã cho rằng mục tiêu này quá thận trọng, tuy vậy kết quả hoạt động kinh doanh còn tốt hơn cả dự báo của chúng tôi, do đó chúng tôi nâng dự báo EPS cả năm 17% lên ngưỡng 3.837 đồng/cổ phiếu tương ứng với tỷ lệ P/E dự phóng là 10,3 lần so với mức P/E dự phóng cho các công ty cùng ngành trong khu vực là 11,6 lần. Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 47.300 đồng/cổ phiếu (TL tăng giá 20%)

Lợi nhuận đạt 76% mục tiêu. Doanh thu 6 tháng đầu năm của công ty đạt 31.923 tỷ đồng với lợi nhuận ròng đạt 4.554 tỷ đồng; doanh thu mục tiêu cả năm của công ty là 55.168 tỷ đồng và lợi nhuận ròng là 5.970 tỷ đồng. Cả năm 2012, chúng tôi dự báo PV Gas sẽ đạt doanh thu 50.995 tỷ đồng và lợi nhuận ròng 7.271 tỷ đồng. Dự phóng doanh thu của chúng tôi thấp hơn so với mục tiêu của công ty do loại trừ doanh thu từ bể PM3 vốn được ghi nhận như doanh thu nhưng thực tế là được bù trừ lại các hợp đồng đối ứng.

Tăng trưởng lợi nhuận tốt là nhờ Nam Côn Sơn tăng sản lượng 6% so với quý trước; giá bán gas cho PGD tăng 4,4% (hiện tại là 8,35 USD/MMBTU có hiệu lực từ 1/1/2012); và giá LPG tăng (+12% so với cùng kỳ năm ngoái) (hiện tại là 1.000 đồng/tấn)

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận lên 17% do sản lượng tăng. Chúng tôi nâng dự báo tổng sản lượng thêm 3,3% [từ 8,86 lên 9,17 tỷ mét khối]: bể Nam Côn Sơn tăng 2,2% [từ 6,22

Cập nhật KQ 6 tháng đầu năm 2012

lên 6,36 tỷ mét khối] và bể Malay-Thổ Chu [từ 1,57 lên 1,74 tỷ mét khối]. Năm 2012, GAS bán được 4,78 tỷ mét khối.

Hoàng Anh Gia Lai (HAG) – chờ đợi kết quả hoạt động hợp nhất

Tập đoàn công bố kết quả hoạt động của công ty mẹ chủ yếu từ hoạt động đầu tư mà chưa thể hiện lợi nhuận của toàn bộ tập đoàn do đó chúng tôi chưa thể đánh giá hoạt động của tập đoàn hoặc đưa ra khuyến nghị cho đến lúc có công bố báo cáo tài chính hợp nhất để biết rõ hơn về hoạt động của các phân khúc bất động sản, cao su và các hoạt động khác. Hoạt động chính của công ty mẹ HAG là đầu tư, do đó việc ghi nhận doanh thu của công ty mẹ chủ yếu phản ánh hoạt động mua bán hệ các công ty con.

Lợi nhuận từ đầu tư thấp hơn và chi phí lãi vay tăng làm giảm lợi nhuận ròng. Doanh thu quý 2 của HAG đạt 306,3 tỷ đồng (+65% so với cùng kỳ năm ngoái) và lợi nhuận sau thuế đạt 43 tỷ đồng (lỗ 114,3 tỷ đồng trong năm 2011). Tổng hợp 6 tháng đầu năm doanh thu đạt 624,7 tỷ đồng (+109% so với cùng kỳ năm ngoái) và lợi nhuận sau thuế đạt 49 tỷ đồng (-77% so với cùng kỳ năm ngoái). Lợi nhuận sau thuế giảm là do thu nhập tài chính giảm, bao gồm lợi nhuận từ thanh lý danh mục đầu tư giảm trong khi chi phí vay tăng mạnh.

Phát hành thêm trái phiếu, người mua là ACB? Quý 2 năm 2012 HAG phát hành thêm 1.700 tỷ đồng trái phiếu dài hạn; mà theo các nguồn tin trên thị trường ACB là trái chủ dù HAG chưa chính thức khẳng định điều này. Tuy nhiên, lưu ý là trong báo cáo tài chính hợp nhất sắp được công bố, phần lớn chi phí lãi vay này sẽ được vốn hóa chứ không còn được ghi nhận là chi phí như trên báo cáo tài chính của công ty mẹ.

Tập đoàn Hòa Phát (HPG) – ĐÁNH GIÁ LẠI

Với chính sách thắt chặt tiền tệ trong 6 tháng đầu năm, và chính sách nới lỏng tiền tệ trong 6 tháng cuối năm, chúng tôi cho rằng lợi nhuận của công ty đã xuống đáy trong quý 1 và sẽ bắt đầu hồi phục trở lại. Doanh thu quý 2 của HPG đạt 4.548 tỷ đồng (+11% so với quý trước) lợi nhuận ròng đạt 332 tỷ đồng (+70% so với quý trước). Biên lợi nhuận gộp của quý 2 tăng từ 13% ở quý 1 lên 15%. HPG vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành thép. 6 tháng đầu năm, công ty đạt doanh thu 8.634 tỷ đồng và lợi nhuận 527 tỷ đồng, hoàn thành 46% doanh thu và 51% lợi nhuận dự báo cả năm của chúng tôi. Chúng tôi giữ khuyến nghị EPS cả năm không đổi tại ngưỡng 2.959 đồng tương ứng với tỷ lệ P/E dự phóng 7,8 lần.

Sản lượng giảm ít hơn so với ngành. 6 tháng đầu năm, sản lượng bán thép giảm 6,5% so với cùng kỳ năm trước xuống 307.982 tấn so với mức giảm 7,6% của ngành. Công ty tiếp tục là nhà sản xuất thép lớn thứ nhì, tăng thị phần nhẹ từ 13,6% lên 13,8% cuối năm 2011, thu hẹp khoảng cách thị phần giữa họ và đối thủ đầu ngành từ 2,4% xuống 1,5%. Kết quả này đã tái khẳng định lợi thế cạnh tranh của công ty và khẳng định lại đánh giá của chúng tôi về công ty.

CTCP Cơ điện lạnh (REE) – THÊM VÀO

Kết quả 6 tháng đầu năm của REE khá trùng hợp với dự báo trong báo cáo ngày 2/7/2012 của chúng tôi. Lợi nhuận hợp đạt 1.269 tỷ đồng (+48,6% so với cùng kỳ năm trước) và lợi nhuận ròng đạt 380 tỷ đồng (+82% so với cùng kỳ năm trước), đạt 59% dự báo của chúng tôi cả về doanh thu và lợi nhuận. Chúng tôi duy trì EPS cả năm 2012 là 2.570 đồng/cổ phiếu tương ứng với tỷ lệ P/E dự phóng 6,6 lần. Chúng tôi thay đổi khuyến nghị

Cập nhật KQ 6 tháng đầu năm 2012

MUA thành THÊM VÀO do giá cổ phiếu đã tăng 7,5% từ khi chúng tôi ra báo cáo lần đầu. Giá mục tiêu của chúng tôi vẫn không đổi là 17.000 đồng (TL tăng giá 16%).

Lợi nhuận trước thuế phân khúc cơ điện tăng trưởng 10% (đạt 57,6 tỷ đồng). 6 tháng đầu năm, REE ký kết thêm được nhiều hợp đồng mới trị giá 695 tỷ đồng. Giá trị ký kết hợp đồng của công ty hiện đạt 2.261 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng REE có thể ký thêm nhiều hợp đồng giá trị hơn trong 6 tháng cuối năm do các hoạt động xây dựng đang phục hồi. Chúng tôi dự báo phân khúc cơ điện REE có thể đạt 129 tỷ đồng trước thuế trong cả năm 2012 (+21% so với cùng kỳ năm trước).

Phân khúc điều hòa không khí Reetech đạt lợi nhuận trước thuế 29,6 tỷ đồng (+27% so với cùng kỳ năm trước). 6 tháng đầu năm, Reetech bán được 27.000 đơn vị (+3% so với cùng kỳ năm trước). Hiện chúng tôi chưa có thông tin về giá bán do đó cần nghiên cứu thêm để giải thích lý do tăng khá lớn của lợi nhuận so với năm trước trong khi sản lượng chỉ tăng chút ít. Phân khúc này có kết quả tốt hơn dự báo cả năm của chúng tôi (44 tỷ đồng).

Phân khúc cho thuê văn phòng đạt lợi nhuận trước thuế 117 tỷ đồng (~66% so với cùng kỳ năm ngoái). Theo ước tính ban đầu của chúng tôi, lợi nhuận trước thuế phân khúc cho thuê văn phòng tăng 30% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ đóng góp từ tháp REE Tower. Tỷ lệ lấp đầy tại toà nhà văn phòng hạng B ở quận 4 tăng đáng kể từ 60% hồi đầu năm lên 80% ở thời điểm hiện tại.

Các số liệu so với quý trước đều khẳng định dấu hiệu hồi phục. Hoạt động cốt lõi (ngoại trừ đầu tư tài chính) đã cải thiện đáng kể so với quý 2 với tổng lợi nhuận trước thuế đạt 158 tỷ đồng (+182% so với quý trước). Trong khi lợi nhuận trước thuế của phân khúc cơ điện tăng 6% và phân khúc cho thuê văn phòng của quý 2 tăng 10% so với quý trước. Lợi nhuận trước thuế của Reetech tăng gấp 4 lần nhờ vào tăng 70% số đơn vị bán ra so với quý trước, chủ yếu nhờ yếu tố thời vụ. Tăng trưởng so với quý trước tái khẳng định dấu hiệu hồi phục mà Ban lãnh đạo công ty đã chia sẻ với chúng tôi trong các cuộc họp hồi tháng Ba.

Tập đoàn VinGroup (VIC) – KHÔNG KHUYẾN NGHỊ

Tập đoàn công bố kết quả hoạt động của công ty mẹ chủ yếu từ hoạt động đầu tư mà chưa bao gồm lợi nhuận của toàn bộ tập đoàn do đó chúng tôi chưa thể đánh giá hoạt động của tập đoàn hoặc đưa ra khuyến nghị cho đến lúc có công bố tài chính hợp nhất.

Lợi nhuận sau thuế tăng mạnh do thu nhập từ tài chính. Doanh thu quý 2 của VIC đạt 250 tỷ đồng (-30,6%) và lợi nhuận sau thuế đạt 506 tỷ đồng (+89,5%). Doanh thu sụt giảm do doanh thu từ hoạt động bất động sản giảm. Tuy nhiên lợi nhuận sau thuế tăng mạnh nhờ thu nhập từ tài chính từ cổ tức nhận được từ các công ty đầu tư. Đáng chú ý, chúng tôi nhận thấy trong quý II công ty con Green City, công ty phát triển dự án mà VIC sở hữu 74% cổ phần, thông báo đã bán 3,8 triệu cổ phiếu VIC tại giá trước điều chỉnh khi trả cổ tức là khoảng 100.000 đồng/cổ phiếu.

Đáng chú ý, nhìn trước báo cáo tài chính hợp nhất quý 3, VIC cũng sẽ được hưởng cổ tức 590,2 tỷ đồng từ công ty con Royal City mà VIC sở hữu 98,36% cổ phần.

Bán cổ phần trong dự án Green City. Ngày 29/6, VIC cũng tuyên bố sẽ giảm sở hữu của họ trong công ty Green City từ 40% xuống 34%. Theo báo cáo tài chính quý 2, giao dịch này thực hiện ở giá gốc và không đóng góp lợi nhuận tài chính cho VIC trong quý này.

Cập nhật KQ 6 tháng đầu năm 2012

Chuyển nhượng Tháp B là nguồn lợi nhuận chính trong 6 tháng đầu năm. Lũy kế 6 tháng đầu năm 2012, doanh thu VIC đạt 1.822 tỷ đồng (+125% so với cùng kỳ năm ngoái) và lợi nhuận ròng đạt 1.349 tỷ đồng (+341% so với cùng kỳ năm ngoái). Doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng mạnh chủ yếu nhờ vào việc chuyển nhượng Tháp B Vincom Hà Nội đã mang lại lợi nhuận gộp 1.201 tỷ đồng.

CTCP Sữa Việt Nam (VNM) – KHÔNG KHUYẾN NGHỊ

Doanh thu 6 tháng đầu năm đạt 13.018 tỷ đồng (+29,8% so với cùng kỳ năm trước) chủ yếu là do tăng sản lượng. Lợi nhuận ròng đạt 2.573 tỷ đồng (+31,7% so với cùng kỳ năm trước), EPS đạt 4.950 đồng. Do báo cáo kết quả công ty mẹ và hợp nhất không khác nhau nhiều chúng tôi có thể nói rằng VNM đã đạt khoảng 49% mục tiêu doanh thu (26.480 tỷ đồng) và 58,7% mục tiêu lợi nhuận (4.690 tỷ đồng) của cả năm. Do đó, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng VNM sẽ đạt kế hoạch năm đã đề ra. Cổ phiếu giao dịch tương ứng tại mức P/E dự phóng 10,3 lần với lợi nhuận mục tiêu mà ban lãnh đạo đề ra là 8.434 đồng/cổ phiếu. Do đó tại mức giá hiện tại, VNM giao dịch tại ngưỡng thấp hơn 32% so với các doanh nghiệp cùng ngành tại thị trường mới nổi châu Á – Thái Bình Dương (mức P/E dự phóng trung bình là 15x). Đây là giá khá hấp dẫn đối với công ty sản xuất sữa đầu ngành tại Việt Nam. Công ty cũng còn nhiều tiềm năng tăng trưởng khi hiện tại mức tiêu thụ các sản phẩm sữa của Việt Nam mới chỉ bằng 1/2 so với khu vực. Ngoài ra, chúng tôi lạc quan trước tình hình các biên lợi nhuận của công ty ngày càng cải thiện, khiến lợi nhuận ròng tăng đáng kể.

Biên lợi nhuận cải thiện. Biên lợi nhuận gộp tăng khoảng 0,05% do đồng nội tệ giữ giá làm giảm chi phí nhập khẩu nguyên liệu và sản lượng cạnh tranh tăng. Chi phí G&A tăng thấp hơn 21,3% so với doanh thu nhờ công ty kiểm soát chi phí hiệu quả.

Biên lợi nhuận ròng tăng từ 20,8% lên 21,1%. Chi phí tài chính giảm 96,5% so với cùng kỳ năm ngoái chủ yếu là do chi phí lãi vay ít hơn, lỗ tỷ giá không đáng kể và hoàn nhập dự phòng từ các hoạt động đầu tư tài chính khoảng 47,4 tỷ đồng.

Kết quả hoạt động ngành ngân hàng

Vietcombank (VCB) – NẮM GIỮ

Lợi nhuận trước thuế 6 tháng đầu năm của VCB thấp hơn kỳ vọng đạt 2.786 tỷ đồng (-8,1% so với cùng kỳ năm ngoái), đạt tương ứng 42% mục tiêu cả năm là 6.590 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo ngân hàng sẽ điều chỉnh mục tiêu xuống 6.000 tỷ đồng. Chúng tôi duy trì khuyến nghị NẮM GIỮ cổ phiếu với giá mục tiêu 30.000 đồng (tăng 6%) trên cơ sở tăng trưởng tín dụng và huy động ổn định, tỷ lệ trích lập dự phòng rủi ro tín dụng/nợ xấu đầy đủ và chất lượng tài sản minh bạch hơn các ngân hàng khác.

Tín dụng và huy động vốn phục hồi nhưng thu nhập lãi ròng quý 2 năm 2012 giảm đáng kể. Tăng trưởng tín dụng từ đầu năm của là 2,3%, phục hồi lại so với quý 1 và vốn huy động tăng 5,8% từ đầu năm. Ngân hàng đã mở rộng danh mục cho vay bằng cách hạ lãi suất cho vay trước khi NHNN hạ trần lãi suất huy động. Dự báo tăng trưởng tín dụng của VCB sẽ đạt 10% năm nay. Thu nhập lãi ròng giảm 26% so với quý trước chủ yếu là do giảm 43% thu nhập lãi từ cho vay liên ngân hàng khi thị trường liên ngân hàng rất im ắng trong quý 2 năm 2012 và giảm 9% thu nhập lãi từ các khoản vay của khách hàng do VCB hạ lãi suất nhanh hơn các ngân hàng khác.

Nợ xấu tăng đáng kể. Nợ xấu tiếp tục tăng từ 2,9% (quý 1 năm 2012) lên 3,5% (quý 2 năm 2012); dư nợ nhóm 5 tăng 25% so với quý 1 năm 2012. Chi phí dự phòng tiếp tục cao là

Cập nhật KQ 6 tháng đầu năm 2012

1.089 tỷ đồng (+15% so với quý trước) do nợ xấu tăng. Tuy nhiên nhờ trích lập dự phòng đầy đủ, tỷ lệ trích lập dự phòng/nợ xấu (LLR) của VCB khá an toàn ở mức 94%.

Các hoạt động khác vẫn ổn định. Lợi nhuận từ phân khúc dịch vụ và ngoại hối vẫn ổn định. VCB vẫn kiểm soát hiệu quả tỷ lệ Chi phí/ Tổng lợi nhuận hoạt động (CIR) ở mức 32%. Lợi nhuận trước dự phòng (-15% so với quý trước) và chi phí dự phòng (+15% so với quý trước) làm giảm lợi nhuận trước thuế 32% so với quý trước.

Vietinbank (CTG) – KHÔNG KHUYẾN NGHỊ

Lợi nhuận trước thuế của CTG khá thấp chỉ đạt 2.596 tỷ đồng (-29% so với cùng kỳ năm trước), tương ứng chỉ đạt 29% mục tiêu lợi nhuận cả năm là 9.000 tỷ đồng. Chi phí dự phòng nợ xấu tăng cao, tỷ lệ CIR tăng vọt làm giảm lợi nhuận ròng. Chúng tôi cho rằng CTG khó có khả năng hoàn thành kế hoạch năm nay. CTG hiện đang giao dịch tại mức P/B 1,8 lần mà chúng tôi cho rằng khá cao so với các ngân hàng đã niêm yết (1,6 lần). Chúng tôi không có khuyến nghị đối với CTG ở thời điểm này.

Tăng trưởng giảm ở cả 2 phân khúc tín dụng và huy động vốn. Tăng trưởng tín dụng (-3,1% từ đầu năm) và tăng trưởng vốn huy động (-1,8% từ đầu năm) của CTG kém hơn so với ngành. Tăng trưởng tín dụng quý 2 năm 2012 (-3,1% từ đầu năm) chậm hơn quý 1 (-2,6% từ đầu năm). Điều này cho thấy CTG đang do dự trong cho vay do chất lượng tài sản đang xấu đi.

Nợ xấu tăng với tỷ lệ LLR không đảm bảo. Ngân hàng đã không thể kiểm soát nợ xấu ở mức dưới 1% như kế hoạch. Nợ xấu vẫn tăng so với quý trước: từ 1,8% (quý 1 năm 2012) lên 2,5% (quý 2 năm 2012). Khá lo ngại khi các khoản vay của nhóm 4 và nhóm 5 đã tăng gấp đôi so với quý 1 năm 2012. Do nợ xấu gia tăng đáng báo động, CTG đã trích lập dự phòng 1.453 tỷ đồng (+72% so với quý trước). Mặc dù CTG tăng chi phí dự phòng, tỷ lệ LLR vẫn ở mức khá thấp 76% (quý 2 năm 2012) so với 138% (cả năm 2011).

Lợi nhuận gây thất vọng. Thu nhập lãi ròng tăng 8% so với quý trước do thu nhập từ phí dịch vụ vẫn ổn định trong khi thu nhập từ hoạt động ngoại hối chỉ bằng một nửa so với quý trước. Tỷ lệ CIR của ngân hàng tăng từ 44% (quý 1 năm 2012) lên 59% (quý 2 năm 2012). Lợi nhuận trước dự phòng (-10% so với quý trước) và chi phí dự phòng (+72% so với quý trước) làm thu nhập ròng giảm 60% còn 565 tỷ đồng.

Eximbank (EIB) – KHÔNG KHUYẾN NGHỊ

6 tháng đầu năm 2012, lợi nhuận trước thuế của EIB đạt 1.856 tỷ đồng (+9,9% so với cùng kỳ năm ngoái), đạt 40% kết hoạch cả năm 2012 (4.600 tỷ đồng). Ban lãnh đạo EIB khá lạc quan về khả năng đạt mục tiêu năm nay. EIB đang giao dịch tại mức P/B 1,36 lần, thấp hơn các ngân hàng đã niêm yết khác (1,55 lần). Mặc dù định giá như vậy, chúng tôi khá dè dặt về tỷ lệ LLR thấp của ngân hàng trong bối cảnh nợ xấu tăng. Chúng tôi không có khuyến nghị đối với EIB ở thời điểm này.

Tín dụng phục hồi và tăng trưởng huy động mạnh mẽ. Tín dụng tăng trong quý 2 năm 2012 (1% từ đầu năm) so với quý 1 (-6,9% từ đầu năm) trong khi vốn huy động tăng trong quý 2 năm 2012 (16% từ đầu năm). Thu nhập lãi ròng 6 tháng đầu năm đạt 2,883 tỷ đồng (+28% so với cùng kỳ năm ngoái).

Nợ xấu vẫn ổn định nhưng tỷ lệ LLR thấp. EIB giữ mức nợ xấu tương đối ổn định: giảm từ 1,98% (quý 1) xuống còn 1,73% (quý 2); các khoản vay nhóm 4 tăng 40%. Mặc dù EIB

Cập nhật KQ 6 tháng đầu năm 2012

công bố lợi nhuận khả quan, chúng tôi khá lo ngại về tỷ lệ LLR của ngân hàng khi chỉ đạt 54%, thấp hơn tỷ lệ LLR của các ngân hàng khác (75% đến 95%).

Lợi nhuận ổn định. Lợi nhuận trước dự phòng của quý 2 vẫn ổn định so với quý 1 nhờ hoạt động kinh doanh không có thay đổi nào đáng kể. Tuy nhiên, lợi nhuận trước thuế giảm 15% so với quý trước do chi phí dự phòng là 116 tỷ đồng (EIB không có chi phí dự phòng trong quý 1). EIB kiểm soát hiệu quả chi phí (tỷ lệ CIR 33%).

NGÂN HÀNG QUÂN ĐỘI (MBB) – MUA

6 tháng đầu năm 2012, kết quả hoạt động kinh doanh của MBB khả quan hơn các ngân hàng niêm yết khác đạt 1.838 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế (+25% so với cùng kỳ năm ngoái), đạt 51% kế hoạch cả năm (3.600 tỷ đồng) và trùng hợp với dự báo của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng ngân hàng sẽ hoàn thành mục tiêu cả năm do tăng trưởng tín dụng mạnh (11,5% từ đầu năm). Ngân hàng dự định trình NHNN duyệt kế hoạch tăng trưởng tín dụng cả năm từ 17% lên 25%. MBB hiện đang giao dịch ở mức P/B 1,1 lần thấp hơn nhiều các ngân hàng khác (1,5 lần). Chúng tôi thay đổi khuyến nghị từ THÊM VÀO thành MUA do giá cổ phiếu giảm từ báo cáo gần đây nhất của chúng tôi và giữ giá mục tiêu không đổi tại ngưỡng 17.300 đồng (TL tăng giá 25%).

Tăng trưởng tín dụng và vốn huy động mạnh mẽ. MBB báo cáo tăng trưởng tín dụng (+11,5% từ đầu năm) cao hơn nhiều so với ngành nói chung (+0,76% từ đầu năm) và các ngân hàng niêm yết khác. Tăng trưởng chủ yếu đến từ các khoản vay cho khu vực sản xuất (+16,8% từ đầu năm) và kinh doanh tài sản và dịch vụ tư vấn (+139% từ đầu năm). MBB dự định trình NHNN duyệt kế hoạch **tăng trưởng tín dụng cả năm lên 25%**. Vốn huy động của ngân hàng cũng tăng tốt hơn ngành (+12% từ đầu năm). Các khoản tiền gửi không kỳ hạn, một nguồn vốn ổn định chi phí thấp, vẫn chiếm khoảng 27%.

Nợ xấu ổn định. Nợ xấu cải thiện đôi chút: giảm từ 1,87% (quý 1) xuống 1,83% (quý 2); các khoản vay nhóm 2 tăng 25% so với quý trước. Lý do nợ xấu ổn định trong khi nợ xấu trong ngành tăng là nhờ MBB đã xóa nợ 468 tỷ đồng trong quý 2 tương ứng với 0,7% danh mục cho vay của MBB (cao hơn nhiều so với khoản 171 tỷ đồng đã xóa trong cả năm 2011).

Lợi nhuận khả quan. Thu nhập lãi ròng giữ nguyên so với quý 1 năm 2012. Thu nhập lãi từ thị trường liên ngân hàng và cho vay khách hàng giảm do hoạt động liên ngân hàng im ắng và lãi suất cho vay hạ. Tuy nhiên, thu nhập từ đầu tư cao hơn do đầu tư trái phiếu tăng 57% giúp bù đắp thu nhập sụt giảm từ các hoạt động khác. Biên lãi ròng của MBB khá cao (4,8%). Thu nhập từ phí dịch vụ và ngoại hối vẫn ổn định. Lỗ từ hoạt động đầu tư giảm do chi phí dự phòng thấp hơn. Chi phí hoạt động cũng được kiểm soát hiệu quả (tỷ lệ CIR là 31%).

Cập nhật KQ 6 tháng đầu năm 2012

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Vũ Thanh Tú, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Đề được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Cập nhật KQ 6 tháng đầu năm 2012

Liên hệ

Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

Quyền Giám Đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105
tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Hoàng Hương Giang, ext 142

CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

CV vĩ mô, Nguyễn Duy Phong, ext 120

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.