

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q2.2012

Hầu hết các doanh nghiệp niêm yết đã công bố kết quả kinh doanh Q2.2012 với sự phân hóa rõ nét giữa các doanh nghiệp. Mức tăng trưởng lợi nhuận cao và ổn định không nhiều, chủ yếu tập trung vào một số doanh nghiệp có qui mô lớn, chiến lược kinh doanh hợp lý, có lợi thế đặc thù hoặc thuộc các ngành mang tính phòng thủ. Ngoài ra, một bộ phận doanh nghiệp ghi nhận lợi nhuận ấn tượng nhờ những khoản thu nhập bất thường từ việc thanh lý các khoản đầu tư. Trên cơ sở đó, VCBS tiến hành cập nhật kết quả kinh doanh Q2.2012 và triển vọng của 10 mã cổ phiếu có kết quả kinh doanh khả quan hoặc nhận được sự quan tâm lớn của nhà đầu tư. MSN, VNM và DPM thuộc các ngành kinh doanh ít bị ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế, trong khi DRC được hưởng lợi thế chi phí đầu vào giảm. Ngành ngân hàng mặc dù gặp rất nhiều khó khăn nhưng do có lợi thế đặc thù và chiến lược kinh doanh hợp lý, MBB và EIB vẫn duy trì được mức tăng trưởng khả quan. Các doanh nghiệp còn lại thuộc ngành bất động sản bao gồm SCR, VIC và IJC, mặc dù có lợi nhuận tăng trưởng đột biến do một phần đến từ thanh lý các khoản đầu tư và một phần từ chuyển nhượng dự án nhưng giải quyết vấn đề hàng tồn kho vẫn gặp nhiều khó khăn trong thời gian tới. CII hoạt động trong lĩnh vực đầu tư cơ sở hạ tầng nên bớt khó khăn hơn các doanh nghiệp bất động sản, tuy nhiên cũng chịu áp lực thoái vốn từ một số dự án nhằm thu hồi dòng tiền.

Mã CP	LNST 6T2012 (tỷ đồng)	Tăng trưởng yoy	Chi tiết	Dự báo LNST 2012	Khuyến nghị
EIB	1.411	+11,9%	TN lãi: +28,3% yoy. TN dịch vụ: -59% yoy. Tín dụng: +0,97% ytd. Huy động TTT: 16,8% ytd. Nợ xấu: 1,73%	3.385	NẮM GIỮ
MBB	1.408	+95,4%	TN lãi: +32,3% yoy. TN dịch vụ: +17,3% yoy. Tín dụng: +10,9% ytd. Nợ xấu: 1,85%	2.936	MUA
MSN	1.519 (Pro Forma)	+36,9%	Masan consumer: 1.170 tỷ đồng LNST, +38,3% yoy Techcombank: 1.223 tỷ đồng LNST, +13,8% yoy	4.329	NẮM GIỮ
VNM	2.776	+31%	DT XK: +2,09 lần yoy DT trong nước: +19% yoy	4.850	MUA
DPM	1.967	+33,6%	DT: 7.167 tỷ đồng, +57% yoy. HTK và các khoản phải thu giảm: -17% và -11% ytd.	4.000 (LNTT)	MUA
DRC	144	+44%	DT: 1.474 tỷ đồng, +14% yoy. Tỷ suất LN góp tăng từ 16,3% lên 18,2%.	320 – 340 (LNTT)	MUA
SCR	146,2	+7,5 lần	Chi phí tài chính: -44% yoy Vụ chuyển nhượng 17,3 triệu cp STB mang về 127 tỷ đồng	150	Không khuyến nghị
VIC	1.349 (RL)	+4,4 lần	DT thuần: 1.822 tỷ đồng, +125% yoy. DT tài chính: 669 tỷ đồng, +46,5% yoy.	-	THEO DÕI
IJC	112	79%	DT: 396 tỷ đồng, +2,1 lần	Khả năng điều chỉnh giảm KH	BÁN
CII	116,4	73%	DT: 252,56 tỷ đồng, -12% yoy	372 (LNTT)	Không khuyến nghị

Lê Thị Lệ Dung
+84 4 3936 6425 (ext. 105)
ltdung@vcbs.com.vn

Lê Thị Ngọc Anh
+84 4 3936 6425 (ext. 116)
ltnanh@vcbs.com.vn

Quách Thùy Linh
+84 4 3936 6425 (ext. 120)
qtlinh@vcbs.com.vn

Lê Thị Huyền Minh
+84 4 3936 6425 (ext. 121)
lhminh@vcbs.com.vn

Nguyễn Thị Thanh Nga
+84 38 200 736 (ext. 504)
Nttnga-hcm@vcbs.com.vn

Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 19

Thông kê cổ phiếu theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại
www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx

Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại
www.vcbs.com.vn

EIB – Tăng trưởng tín dụng cải thiện dần trong Q2. Triệt để giải quyết nợ xấu.

Sự kiện chính trong Q2.2012

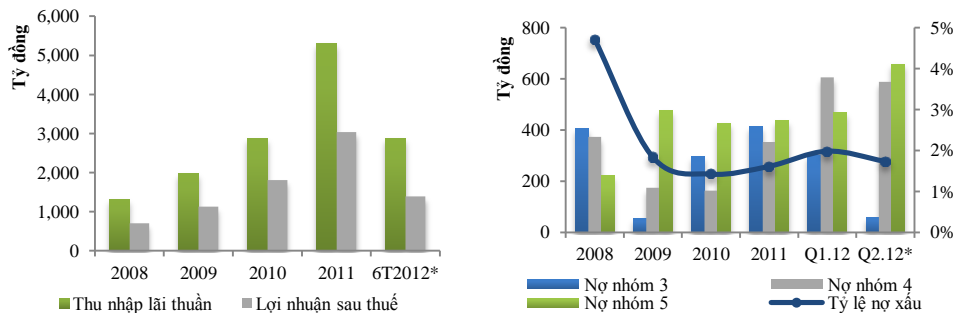
Kết quả kinh doanh 6T2012

LNST hợp nhất 6T2012 đạt 1.411 tỷ đồng (+11,9% y-o-y) và hoàn thành 40,8% kế hoạch. Nợ xấu chỉ tăng nhẹ so với đầu năm do tập trung giải quyết nợ xấu.

Sau khi sở hữu 9,73% cổ phần STB, EIB đã cử ông Phạm Hữu Phú là người đại diện phần vốn góp của EIB tại STB vào Hội đồng quản trị của STB. Trong Q2, Ngân hàng cũng tiến hành tham gia góp vốn 11% vào Air Mekong nhằm giúp doanh nghiệp này thực hiện các kế hoạch phát triển kinh doanh trong thời gian tới. Có thể nhận thấy EIB đang tiến hành tái cơ cấu danh mục đầu tư của mình và tập trung vào những doanh nghiệp có tiềm năng phát triển tốt hơn. Gần đây nhất, EIB đưa ra chương trình cho vay vốn kèm điều kiện tỷ giá lãi suất 7%/năm. Lượng giải ngân của chương trình này tăng đột biến, trong hơn 1 tuần đã đạt 2.655 tỷ đồng, trong đó 65,7% là cho vay kỳ hạn 6 tháng.

Trong 6T2012, EIB đạt 1.411 tỷ đồng LNST hợp nhất (+11,9% y-o-y) và hoàn thành 40,8% kế hoạch 2012. Trong đó, thu nhập lãi vẫn tăng trưởng tốt (+28,3% y-o-y) nhưng các nguồn thu khác đều sụt giảm. Thu dịch vụ giảm mạnh nhất so với cùng kỳ (-59% y-o-y). Khác với một số ngân hàng lớn khác, chi phí dự phòng rủi ro của EIB không những không tăng mà giảm nhẹ (-3,3% y-o-y) so với cùng kỳ. Ngoài nguyên nhân chính là do nợ xấu được xử lý triệt để, chúng tôi cho rằng chính sách trích lập dự phòng không quá thận trọng của EIB cũng là một lý giải khác. Tỷ lệ dự phòng rủi ro khách hàng/nợ xấu của Ngân hàng này chỉ ở mức 53,9%, thấp nhất trong các ngân hàng lớn hiện nay. Mặc dù điều này thể hiện sự tự tin của EIB về khả năng quản trị rủi ro của mình và giúp Ngân hàng có thêm dư địa về vốn để dành cho hoạt động kinh doanh sinh lời, chúng tôi cho rằng việc trích lập dự phòng đầy đủ trong bối cảnh hiện tại là điều nên được quan tâm.

Tín dụng của EIB giảm 6,9% trong Q1. Tuy nhiên, tình hình cho vay đã được cải thiện dần, riêng trong tháng 5 tăng tới 2,4% so với tháng 4. Do đó, tính đến hết tháng 6, tín dụng của EIB đã tăng nhẹ 0,97% so với đầu năm. Trong khi đó, huy động từ thị trường 1 tăng trưởng mạnh (+16,8% ytd). Nợ xấu của EIB tại thời điểm cuối Q2 là 1,73%, mặc dù tăng từ mức 1,61% vào cuối 2011 nhưng giảm so với 1,98% trong Q1. EIB cho biết Ngân hàng đã tập trung ráo riết giải quyết nợ xấu trong thời gian qua.



Nguồn: VCBS, *: số liệu riêng lẻ

Dự báo 2012

LNST cả năm 2012 dự báo đạt 3.385 tỷ đồng (+11,3% y-o-y).

EIB đặt kế hoạch LNTT 2012 là 4.600 tỷ đồng (+13% y-o-y) trên cơ sở tăng trưởng tín dụng 17% và tăng trưởng huy động vốn 37%. Tuy nhiên tính đến thời điểm này, tín dụng của ngân hàng vẫn không tăng đáng kể, do đó khả năng cả năm 2012 tín dụng tăng thấp hơn 17%. Chúng tôi dự đoán tăng trưởng tín dụng cả năm 2012 của EIB ở mức 11%, theo đó thu nhập lãi thuần tăng trưởng 18% trong khi thu dịch vụ sụt giảm 25% so với 2011. LNTT có khả năng đạt 4.513 tỷ đồng (+11,3% y-o-y), tương đương 3.385 tỷ đồng LNST và hoàn thành 98% kế hoạch 2012.

Quan điểm đầu tư

Lợi nhuận 2012 của EIB chủ yếu vẫn dựa vào thu nhập lãi, do đó khi tín dụng tăng trưởng thấp thì các nguồn thu khác khó có thể bù đắp được. Mặc ngân hàng bán lẻ của EIB mặc dù đã được đầu tư nhiều hơn trước nhưng chưa thể cạnh tranh ngay được với ACB và STB. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá tốt về tiềm lực vốn, khả năng huy động, sự cải thiện trong cơ cấu danh mục đầu tư và các chương trình sản phẩm linh hoạt được đưa ra trong thời gian gần đây. Chúng tôi khuyến nghị “NĂM GIỮ” với cổ phiếu EIB.

MBB – Lợi nhuận 6T2012 tăng trưởng khả quan, nợ xấu được kiểm soát tốt.

Sự kiện chính trong Q2.2012

MBB đã chốt danh sách và tiến hành trả cổ tức Đợt 3 năm 2011 (tỷ lệ 2%). Ngân hàng Maritime, cổ đông lớn của MBB, đã mua thêm 15,23 triệu cổ phiếu MBB trong tháng 6, nâng tỷ lệ sở hữu từ 7,89% lên 9,41%. Gần đây nhất, cổ phiếu MBB được đưa vào chỉ số VN30.

Kết quả kinh doanh 6T2012

LNST hợp nhất 6T2012 đạt 1.408 tỷ đồng (+95,4% y-o-y), hoàn thành 50,7% kế hoạch. Tỷ lệ nợ xấu được kiểm soát tốt.

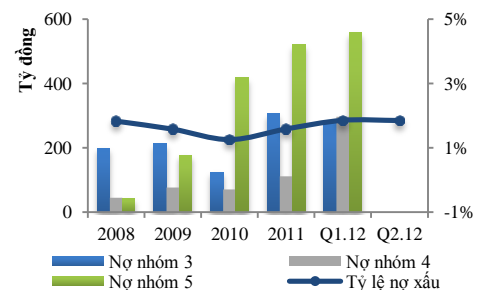
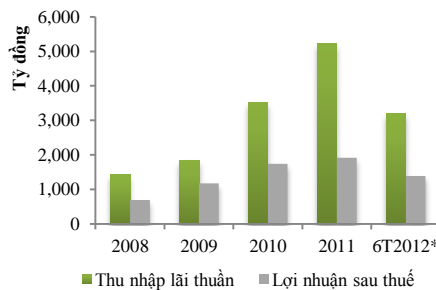
MBB đạt 1.408 tỷ đồng LNST hợp nhất trong 6T2012 (+95,4% y-o-y), trong đó thu nhập lãi tăng 32,3% y-o-y và thu nhập dịch vụ tăng 17,3% y-o-y. Mức tăng trưởng ấn tượng so với cùng kỳ của MBB được lý giải bởi hai nguyên nhân chính. (1) Khoản lỗ từ hoạt động kinh doanh đầu tư chứng khoán giảm mạnh từ 563 tỷ trong 6T2011 xuống 95 tỷ trong 6T2012. (2) Tín dụng của MBB tăng 10,9% so với đầu năm, cao hơn rất nhiều so với mức trung bình ngành (+0,76% ytd). Chúng tôi cho rằng có thể ngân hàng đã giải ngân với một số khoản vay mang tính đặc thù trong thời gian này. Ngoài ra, MBB đã ưu tiên sử dụng hạn mức tín dụng tăng thêm khoảng 8.000 tỷ đồng đối với 4 lĩnh vực ưu tiên và định hướng giảm dần lãi suất cho vay, nhằm chia sẻ khó khăn với các doanh nghiệp. Tỷ lệ nợ xấu duy trì ở mức 1,85%, hầu như không thay đổi so với mức 1,84% trong Q1, cho thấy ngân hàng cân bằng được tốt giữa tăng trưởng dư nợ tín dụng và kiểm soát nợ xấu. Điều này đạt được chủ yếu nhờ MBB có cơ cấu khách hàng đa dạng và giữ tỷ trọng cho vay với mỗi khách hàng ở mức không chi phối.

Dự báo 2012

Ước tính LNST hợp nhất 2012 đạt 2.936 tỷ đồng (+49% y-o-y).

Chúng tôi điều chỉnh dự báo cho MBB đưa ra trong báo cáo cập nhật ngành Ngân hàng Q2 từ mức LNTT hợp nhất là 3.731 tỷ đồng lên 3.914 tỷ đồng cho cả năm 2012 (LNST: 2.936 tỷ đồng), tăng 49% so với 2011 và vượt 6% so với kế hoạch. Điều chỉnh dựa trên cơ sở tác động tiêu cực từ MBS lên kết quả hợp nhất đã giảm đi đáng kể trong 6T2012. MBB vừa được NHNN chấp thuận tăng trưởng tín dụng trong năm 2012 là 25% để đáp ứng nhu cầu vay vốn của các khách hàng đã được MBB cấp hạn mức, các khách hàng mục tiêu thuộc đối tượng khuyến khích tăng trưởng của MBB và NHNN. Do đó, mức lợi nhuận được tính toán dựa trên giả định tín dụng 2012 tăng 22% và huy động dự kiến tăng 23%. Tỷ lệ cho vay/huy động tiếp tục duy trì ở mức 70%.

Ngân hàng có hai kế hoạch tăng vốn lớn trong 2012. (1) Tăng thêm 3.000 tỷ đồng, trong đó 625 tỷ (62,5 triệu cổ phiếu) thông qua chào bán cho cổ đông hiện hữu và chào bán 2.375 tỷ đồng (237,5 triệu cổ phiếu) cho đối tác chiến lược. Đáng chú ý, giá bán cho đối tác chiến lược trong nước có mức chiết khấu tối đa 25% giá thị trường. Nhiều khả năng, Viettel và các công ty con sẽ tiếp tục là đối tác mua lại phần phát hành thêm này của đợt phát hành này. (2) Phát hành 4.000 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi thời hạn tối đa 5 năm với tỷ lệ chuyển đổi 1:10. Điều này có thể tạo đà cho MBB tăng trưởng trong năm 2013 khi sức khỏe của nền kinh tế được cải thiện và nhu cầu tín dụng hồi phục mạnh mẽ hơn. Mặc dù trong ngắn hạn, việc tăng vốn có thể khiến cổ phiếu MBB bị pha loãng và các tỷ lệ sinh lời ROA, ROE giảm đi trong 2012, chúng tôi cho rằng tác động là không đáng kể do đợt tăng vốn được tiến hành vào thời điểm cuối năm.



Nguồn: VCBS, *: số liệu riêng lẻ

Quan điểm đầu tư

MBB tiếp tục có kết quả kinh doanh khả quan trong 6T2012 do có lợi thế đặc thù và được hỗ trợ tốt bởi cổ đông Viettel. Trong năm 2012, chúng tôi cho rằng MBB là một trong những ngân hàng nổi bật vì sẽ phát huy được thế mạnh về quản trị rủi ro, cơ sở khách hàng đa dạng và tương đối ổn định, đồng thời hoạt động cho vay vẫn tăng trưởng mạnh mẽ trong khi các ngân hàng lớn khác đều gặp nhiều khó khăn trong việc tăng trưởng tín dụng. Chúng tôi cũng hy vọng ngân hàng sẽ giải quyết được khoảng 40% nợ xấu của MBS như dự kiến và tác động tiêu cực từ hoạt động kinh doanh của MBS lên kết quả hợp nhất sẽ được giảm thiểu đáng kể. Do đó, chúng tôi khuyến nghị “MUA” với cổ phiếu MBB cho triển vọng của Ngân hàng trong 2 quý cuối năm.

MSN – Lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng khả quan do đóng góp từ Masan Consumer.

Sự kiện chính trong Q2.2012

- (1) Ngày 22/06/2012, BI Private Equity đã bán 20,65 triệu cổ phiếu MSN, giảm tỷ lệ nắm giữ từ 10,39% xuống 6,38%.
- (2) MSN thông báo mua lại toàn bộ vốn điều lệ của Công ty TNHH MTV Hoa Mười Giờ. Theo đó, MSN bổ nhiệm ông Nguyễn Thiệu Nam, Phó Tổng giám đốc MSN giữ chức Chủ tịch công ty và là người đại diện theo pháp luật của CT Hoa Mười Giờ.
- (3) MSN đã phát hành thêm 141 triệu cổ phiếu riêng lẻ (trong đó có 100 triệu cổ phần để cản trở công nợ) và tiến hành chuyển đổi trái phiếu chuyển đổi thành 30,9 triệu cổ phần. Vốn cổ phần sau khi phát hành là 6.873 tỷ đồng và tổng số tiền thu được là 7.553 tỷ đồng.

Kết quả kinh doanh 6T2012

LNST 6T2012 theo Pro Forma đạt 1.519 tỷ đồng (+36,9% y-o-y), hoàn thành 36,2% kế hoạch tối thiểu. Lợi nhuận có sự đóng góp lớn từ việc hợp nhất lợi nhuận của VCF. Vay dài hạn tăng mạnh.

Theo báo cáo Pro Forma, doanh thu thuần Q2 và 6T2012 đạt lần lượt 2.371 tỷ đồng (+56,7% y-o-y) và 3.908 tỷ đồng (+37,7% y-o-y). LNST Q2 và 6T2012 đạt lần lượt 884 tỷ đồng (+52,9% y-o-y) và 1.519 tỷ đồng (+36,9% y-o-y). Theo đó, MSN hoàn thành 33,4% kế hoạch doanh thu tối thiểu và 36,2% kế hoạch lợi nhuận tối thiểu. Kết quả Pro Forma có 2 giả định: (1) cộng lại khoản phân bổ lợi thế thương mại từ việc tái cấu trúc sở hữu của MSN ở Techcombank cho năm 2011 và 2012, giả sử MSN nắm giữ 30,6% lợi ích kinh tế của Techcombank kể từ 1/1/2011; (2) cộng lại phân bổ lợi thế thương mại và tài sản vô hình từ việc mua lại Vinacafe Biên Hòa (VCF) cho năm 2012.

Xem xét bảng cân đối kế toán, chúng tôi nhận thấy khoản vay dài hạn tăng mạnh 73,9% lên 5.791 tỷ đồng, trong đó toàn bộ là vay ngân hàng. Vay USD tăng 80% chủ yếu do MSN vay 80 triệu USD từ Standard Chartered để phục vụ cho dự án Núi Pháo của Masan Resources trong khi vay VND tăng 61,2%. Ngoài ra, trái phiếu và các khoản vay chuyển đổi tăng 72,5% lên 3.377 tỷ đồng, do MSN huy động được 80 triệu USD thông qua hai khoản vay chuyển đổi với quỹ đầu tư Mount Kellet và Richard Chandler Corporation; đồng thời hoàn tất việc phát hành 2.200 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp (không chuyển đổi và không kèm theo chứng quyền). Các khoản vay này đều được thực hiện trong tháng 2 và 3. Việc nợ dài hạn tăng mạnh trong 2 quý đầu năm khiến tỷ lệ nợ dài hạn/VCSH của MSN tăng mạnh so với 2011 (90% so với 53%). Tuy nhiên, các chỉ số về khả năng thanh toán vẫn ở mức cao (thanh toán hiện thời: 5,3; thanh toán nhanh: 4,9 và thanh toán tiền mặt: 3,8).

LNST (Đ/vị: triệu đồng)	Q2.2012	Q2.2011	Tăng trưởng	6T2012	6T2011	Tăng trưởng	Sở hữu của MSN
MSN Pro Forma	884.040	578.046	52,9%	1.518.636	1.109.597	36,9%	
MSC	704.877	477.474	47,6%	1.169.998	845.999	38,3%	76,2%
Techcombank	451.757	484.898	-6,8%	1.222.822	1.074.491	13,8%	30,6%

Nguồn: MSN

Cập nhật về các công ty con và công ty liên kết.

MSC là nguồn đóng góp chính vào lợi nhuận của MSN. LNST của MSC tăng trưởng 38,3% y-o-y trong 6T2012 với đóng góp không nhỏ từ lợi nhuận hợp nhất của VCF.

Masan Consumer (MSC)

MSC hiện là nguồn đóng góp lớn nhất vào lợi nhuận của MSN. Doanh thu thuần Q2 và 6T2012 đạt lần lượt 2.371 tỷ đồng (+56,7% y-o-y) và 3.908 tỷ đồng (+37,7% y-o-y). LNST Q2 và 6T2012 đạt lần lượt 705 tỷ đồng (+47,6% y-o-y) và 1.170 tỷ đồng (+38,3% y-o-y), hoàn thành 33,4% kế hoạch lợi nhuận 2012. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh 6T2012 tăng trưởng mạnh một phần là do MSC hợp nhất kết quả từ Vinacafe Biên Hòa (VCF). MSC mua lại VCF vào tháng 10/2011. Nếu không tính doanh thu từ VCF, doanh thu thuần và LNST của MSC trong 6T2012 đạt 3.071 tỷ đồng và 1.066 tỷ đồng, tăng trưởng lần lượt 8,2% và 26,1% so với cùng kỳ 2011. Tăng trưởng lợi nhuận cao hơn nhiều so với doanh thu cho thấy MSC tập trung cải thiện tỷ suất lợi nhuận chứ không tập trung vào tăng trưởng doanh thu, đồng thời có thể doanh thu đã chịu tác động một phần từ điều kiện kinh tế chung không thuận lợi. Riêng về VCF, mặc dù doanh thu thuần tăng 16% y-o-y trong 6T2012 nhưng LNST giảm -15,6% y-o-y.

Nước mắm và mì ăn liền là hai sản phẩm có mức tăng trưởng tốt nhất trong các mặt hàng của MSC. Kokomi, sản phẩm mì ăn liền ở phân khúc bình dân, đã đạt được tăng trưởng đáng chú ý khi chiếm được khoảng 12% thị phần trong vòng 6 tháng ra mắt sản phẩm. Đồng thời, Omachi tiếp tục chiếm ưu thế trong phân khúc cao cấp với mức tăng trưởng 40% so với cùng kỳ năm trước. Do đó, thị phần mì ăn liền của MSC đã tăng lên 25% từ 16% vào cuối 2011. MSC cũng tiếp tục đánh vào phân khúc nước mắm bình dân khi ra mắt sản phẩm Nam Ngư Siêu tiết kiệm nhằm củng cố và nâng cao thị phần. Ngoài ra, Công ty ra

Techcombank duy trì LNST tăng 13,8% y-o-y, tuy nhiên LNST riêng Q2 có sự sụt giảm so với cùng kỳ. Tăng trưởng tín dụng không thuận lợi theo khó khăn chung của toàn ngành ngân hàng.

Kỳ vọng đóng góp lợi nhuận từ 2013. Dự kiến Q1.2013 sẽ đưa nhà máy vào chạy thử nghiệm.

mất sản phẩm Chinsu Nam Ngư nhằm mục tiêu hướng dẫn việc sử dụng của người tiêu dùng từ sản phẩm ở phân khúc trung cấp lên phân khúc cao cấp (nước mắm Chinsu). Tuy nhiên chúng tôi cũng nhận thấy hai mặt hàng này đang phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt từ các đối thủ lớn trên thị trường.

Techcombank (TCB)

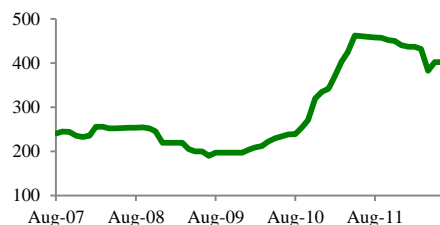
LNST trong Q2 của TCB sụt giảm 6,8% so với cùng kỳ, tuy nhiên lũy kế 6T2012 vẫn duy trì được mức tăng trưởng 13,8% ; đạt 1.223 tỷ đồng, trong đó thu nhập lãi thuần tăng 18,7% so với cùng kỳ. TCB cũng đối mặt với khó khăn chung của toàn ngành ngân hàng, đó là tăng trưởng tín dụng thấp, -4,1% trong Q1.2012. Chúng tôi cho rằng tín dụng có thể được cải thiện trong Q2 nhưng không nhiều, đến hết tháng 6 có thể tín dụng của TCB chỉ dương nhẹ. Do đó, chúng tôi cho rằng để đạt được kế hoạch LNST khoảng 4.000 tỷ cho năm 2012 là tương đối khó khăn với TCB. Cải thiện tăng trưởng thu nhập lãi thuần trong 6 tháng cuối năm sẽ là giải pháp chính giúp Ngân hàng tiếp tục duy trì được tăng trưởng lợi nhuận. Hai điểm cộng của TCB hiện tại là (1) huy động tiền gửi tăng 9,1% so với đầu năm, cao hơn mức trung bình ngành 6,5% trong 6T2012 và (2) giảm chi phí tài trợ vốn thông qua việc ra mắt các sản phẩm kết hợp và bán chéo sản phẩm cho các khách hàng hiện tại nhằm đẩy mạnh thu nhập lãi thuần.

Masan Resources (MR)

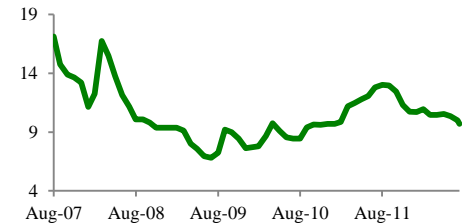
Dự án Núi Pháo là dự án chủ chốt của Masan Resources. Đây là mỏ chứa lượng lớn vonfram (đứng thứ hai trên thế giới), đồng, bismut, flourit và một số ít trữ lượng vàng. Những kim loại này đều là những kim loại cần thiết sử dụng trong việc phát triển công nghiệp với giá bán cao và đầu ra thường được bao tiêu như vonfram sử dụng trong công nghiệp ô tô, năng lượng, vũ trụ; flourit dùng để sản xuất axit flo-hydrit, sản xuất thép và nhôm; bismut dùng trong mỹ phẩm, dược phẩm, luyện kim... Vị trí mỏ nằm ở Thái Nguyên, có hệ thống đường sắt nối với cảng Cái Lân và Hải Phòng, thuận lợi cho việc vận chuyển. Dự kiến mỏ sẽ bắt đầu vận hành thử trong năm 2013, ước tính mang lại khoảng 400 triệu USD/năm.

Hiện tại, các hoạt động xây dựng đang được đẩy mạnh tới đa và 67 triệu USD đã được đầu tư thêm trong 6T2012. Tiến độ thi công diễn ra đáng kể trong việc đổ nền bê tông và đóng kèo, SMP (dựng cột, làm cơ khí và đường ống) và lắp đặt các thiết bị quan trọng. Về hoạt động khai thác, nhà thầu đã có tiến triển trong việc bóc tầng đất phủ mỏ và tiếp cận được với mỏ quặng. Dự kiến đưa nhà máy tuyển khoáng vào chạy thử nghiệm trong Q1.2013. Hiện tại hợp đồng bao tiêu đã được ký kết cho Florit và Bismut và đang đàm phán cho Vonfram. Thị trường tiêu thụ chính là Bắc Mỹ, Châu Âu và một số nước Châu Á.

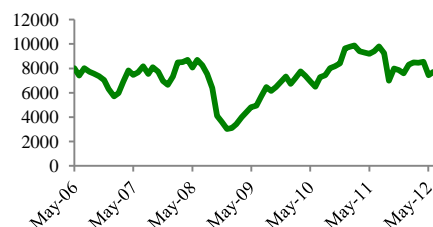
Giá Vonfram (Tungsten) (USD/mtu)



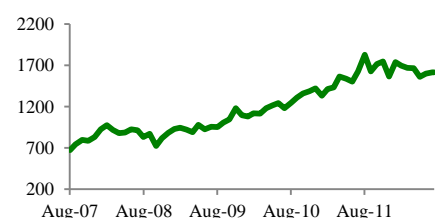
Giá Bismut (USD/lb)



Giá Đồng (USD/ton)



Giá Vàng (USD/Oz)



Nguồn: Bloomberg

Dự báo 2012

LNST 2012 Pro Forma ước đạt 4.329 tỷ đồng (+32% y-o-y).

Trong năm 2012, lợi nhuận của MSN dự báo vẫn đến chủ yếu từ MSC với dòng sản phẩm mỹ gói bình dân, lợi nhuận từ VCF khi được hỗ trợ từ hệ thống kênh phân phối của MSC và phát triển các sản phẩm mới trong 2012. Chúng tôi dự báo MSC có thể đạt 3.393 tỷ đồng LNST (+50% y-o-y). Chúng tôi cũng cho rằng lợi nhuận của Techcombank trong 2012 không khả quan như kế hoạch đặt ra và có thể giảm nhẹ so với 2011 do ngành ngân hàng sẽ tiếp tục đối mặt với nhiều khó khăn trong 6 tháng cuối năm. Dự báo

Techcombank đạt 3.057 tỷ đồng LNST (-3% y-o-y). Theo đó, LNST của MSN dự báo đạt 4.329 tỷ đồng, tăng 32% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, trong trường hợp MSN tiến hành thành công thêm một thương vụ M&A nào khác trong 2012, kết quả kinh doanh của MSN có thể đạt cao hơn mức dự báo của chúng tôi.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi đánh giá MSN là một tập đoàn có thế mạnh lớn trong kinh doanh hàng tiêu dùng, đồng thời có chiến lược phát triển đúng đắn trong các lĩnh vực ngân hàng và khoáng sản. Công ty đã tạo được một hệ thống mạng lưới rộng lớn và các nhãn hiệu tương đối nổi tiếng và dễ nhận diện. Đồng thời, MSN có thế mạnh trong các thương vụ M&A, vốn được dự báo sẽ tạo ra những cú hích mạnh mẽ giúp Công ty tăng trưởng lợi nhuận và mở rộng thị phần. Tuy nhiên, MSN hiện có P/E (23,1x) và P/B (3,7x) tương đối cao. Đồng thời, mỏ Núi Pháo sẽ chỉ đem lại lợi nhuận từ năm 2013. Do đó, chúng tôi khuyến nghị “NẮM GIỮ” với cổ phiếu MSN cho thời điểm hiện tại.

VNM – Tiếp tục tăng trưởng mạnh và bền vững với lợi thế số 1 về thị phần trong nước và sự gia tăng mạnh mẽ ở thị trường xuất khẩu

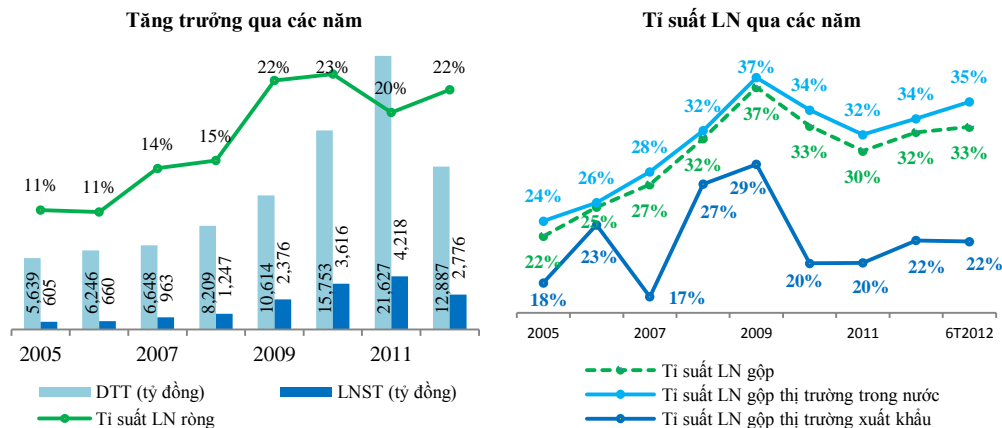
Sự kiện chính trong 6T2012

- Cuối tháng 1/2012, VNM tăng 5 -7% giá sữa do giá nguyên liệu sữa đã tăng hơn 20%; các nguyên vật liệu đầu vào khác tăng từ 40% - 60%; chi phí điện, nước, phí vận chuyển, xăng dầu... tăng từ 10% - 15%.
- Trong quý 2/2012, VNM đã tiến hành thoái vốn tại VPK (bán 1,03 triệu cổ phiếu) và SBT (bán "nhỏ giọt" 31.290 cổ phiếu). Sau giao dịch VNM không còn là cổ đông của VPK và không giữ vai trò cổ đông lớn của SBT.
- Trong tháng 6, VNM đã nhập thêm 250 con bò sữa từ Úc. Đợt nhập thứ 2 trong năm sẽ vào tháng 8 với 200 con. Theo kế hoạch phát triển giai đoạn 2012 – 2016, tổng đàn bò của các trang trại VNM đến cuối năm 2012 đạt 9.500 con, đến năm 2015 sẽ đạt 25.500 con và năm 2016 sẽ tăng lên 28.000 con. Trong bối cảnh giá sữa thế giới ngày càng biến động, không ổn định việc đầu tư các trang trại chăn nuôi bò sữa và chủ động nguồn nguyên liệu sữa tươi tại chỗ là một mục tiêu chiến lược quan trọng, và là một hướng đi lâu dài đúng đắn giúp VNM nâng cao chất lượng, tăng tỷ lệ nội địa hoá nguồn nguyên liệu.
- Cuối tháng 7/2012, VNM đã khởi công xây Nhà máy ở Lam Sơn vốn đầu tư 276 tỷ đồng với công suất thiết kế khoảng 156 triệu hũ sữa chua ăn/năm; 60 triệu lít sữa tiệt trùng/năm (hộp 110, 180, 200ml). Dự kiến nhà máy sẽ hoàn thành và chính thức đi vào hoạt động vào ngày 30.4.2013. Nhà máy sẽ bán sản phẩm cho thị trường Thanh Hoá, Nam Định, Thái Bình và Ninh Bình.
- Tính đến thời điểm hiện tại, VNM đang có 1 nhà máy sản xuất sữa ở New Zealand và 10 nhà máy sản xuất sữa hiện đại từ Bắc vào Nam. Các nhà máy này đều đang chạy hết 100% công suất.

Kết quả kinh doanh 6T2012

Kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh mẽ. 6 tháng đầu năm đạt 2.776 tỷ đồng (+31% y-o-y)

- 6T2012, VNM đạt 12.887 tỷ đồng doanh thu thuần - tăng 29%, LNST đạt 2.776 tỷ đồng - tăng 31% so với cùng kỳ năm 2011. Kết quả rất tốt này của VNM đến từ 4 nguyên nhân chính:
- (1) Tăng trưởng mạnh mẽ từ thị trường xuất khẩu: doanh thu XK của VNM tăng gấp 2,09 lần so với cùng kỳ năm ngoái. Tỉ trọng doanh thu XK trong tổng doanh thu ngày càng lớn. Nếu cùng kỳ 2011, XK chỉ chiếm 11% thì 6T2012 đã chiếm 18% tỉ trọng tổng doanh thu.
 - (2) Tăng trưởng khá từ thị trường trong nước: so với cùng kỳ năm ngoái, doanh thu từ thị trường trong nước tăng 19%. Tuy nhiên, sự tăng trưởng này đến chủ yếu từ việc tăng giá bán do ngay từ đầu năm VNM đã nâng giá bán lên từ 5% - 7%; trong khi sản lượng tiêu thụ tăng chậm hơn so với 2011 (tăng trưởng 23%) và 2010 (tăng trưởng 31%). Hiện tại, VNM hiện đang nắm giữ hơn 40% thị phần ngành. Ở một số dòng sản phẩm, VNM chiếm giữ từ 85% - 90% thị phần như sữa đặc và sữa chua. VNM đang chịu sự cạnh tranh gay gắt đến từ những đối thủ cũ như Mộc Châu, Cô gái Hà Lan,... hay đối thủ mới như TH True Milk, Long Thành. Do đó, thị trường nội địa của VNM đang có dấu hiệu bão hòa, tăng trưởng chậm lại.
 - (3) Bên cạnh đó, trong kì, chi phí tài chính hầu như không phát sinh (679 triệu đồng) trong khi cùng kỳ 2011 là 181 tỷ đồng, chủ yếu do hoàn nhập dự phòng tổn thất đầu tư tài chính ngắn và dài hạn.
 - (4) Tăng trưởng chi phí quản lý (đạt 26%) chậm hơn so với mức tăng của doanh thu thuần (đạt 29%).



Nguồn: VNM, VCBS tổng hợp

Dự báo 2012

Dự báo VNM sẽ đạt 27.240 tỷ doanh thu (+26% y-o-y) và 4.850 tỷ LNST (+15% y-o-y) trong 2012.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA cho cổ phiếu VNM

- Năm 2012, VNM đặt kế hoạch 4.690 tỷ đồng LNST, tăng trưởng 11%. Như vậy lũy kế 6 tháng, VNM đã hoàn thành 49% chỉ tiêu doanh thu và 59% chỉ tiêu lợi nhuận của năm 2012.
- Chúng tôi dự báo cả năm VNM sẽ đạt 27.240 tỷ doanh thu thuần (tăng trưởng 26%) và 4.850 tỷ LNST (tăng trưởng 15%). Trong đó, chúng tôi cho rằng doanh thu xuất khẩu của VNM sẽ đạt 4.500 tỷ - tăng 67% so với 2011.
- Sau tin thông báo VNM sẽ chia cổ tức bằng tiền 20% vào 21/08/2012 và xin ý kiến thưởng cổ phiếu 2:1; giá cổ phiếu VNM đã tăng 18% trong 2 tuần gần nhất. Hiện tại, EPS trailing của VNM đã đạt 10.227 đồng. P/E và P/B tương đương của VNM tại ngày 09/08/2012 đạt 10,27 lần và 4,21 lần – vẫn còn tương đối thấp so với P/E 16,6 lần và P/B 3,6 lần của trung bình ngành Thực Phẩm.
- Với đà tăng ổn định, sự phát triển bền vững và mức chi trả cổ tức cao của VNM được duy trì đều đặn qua những năm qua, chúng tôi cho rằng cổ phiếu VNM vẫn đang ở mức giá hợp lý để đầu tư dài hạn. Do đó chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VNM.

DPM – 6 tháng đầu năm 2012 vượt 11% kế hoạch lợi nhuận

Sự kiện chính trong Q2.2012

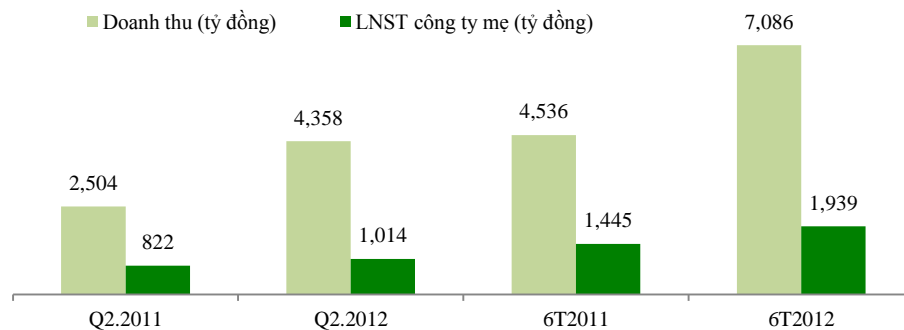
- PVFC đã bán 2.225.380 cổ phiếu và tiếp tục đăng ký bán nốt 31.300 cổ phiếu từ 31.7-31.8.2012.
- DPM trả cổ tức bằng tiền mặt tỷ lệ 25%/cổ phiếu. Ngày thanh toán 11.6.2012.
- DPM đã mua 89.880 cổ phiếu quỹ trên 500.000 cổ phiếu đã đăng ký. Nâng số cổ phiếu quỹ hiện nay lên 2.445.680 cổ phiếu.

Kết quả kinh doanh 6T2012

Lợi nhuận tăng 33% so với cùng kỳ vượt 11% kế hoạch đã đặt ra.

6 tháng đầu năm 2012, hoạt động sản xuất kinh doanh của DPM diễn ra rất thuận lợi với việc doanh thu tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ và lợi nhuận đã vượt kế hoạch năm. Cụ thể, doanh thu đạt 7.167 tỷ đồng (tăng 57% yoy, hoàn thành 51% kế hoạch) và LNTT đạt 2.217 tỷ đồng (tăng 33% yoy, vượt 11% kế hoạch). Trong đó, Q2.2012 đạt 4.357 tỷ đồng doanh thu (+74% yoy) và 1.161 tỷ đồng LNTT (+24% yoy).

Nguyên nhân doanh thu tăng trưởng mạnh là do sản lượng tiêu thụ và giá bán phân đạm tăng mạnh, bởi nhu cầu phân bón tăng cho vụ Hè Thu và Đông Xuân cũng như cho nhiều loại cây trồng ở khu vực Đông Nam Bộ và Tây Nguyên. Ngoài ra, chi phí vận chuyển tăng cùng với giá phân bón thế giới tăng bởi những nước sản xuất phân bón lớn như Ấn Độ và Trung Quốc vào mùa vụ trồng cây lương thực đã góp phần làm tăng giá phân bón trong nước. Hoạt động tài chính trong 6 tháng đầu năm đã đóng góp khoảng 306 tỷ đồng vào lợi nhuận, giúp công ty vượt kế hoạch lợi nhuận năm 2012. Hoạt động tài chính có được kết quả khả quan như vậy là do doanh thu tài chính tăng thêm 53 tỷ đồng nhờ lãi tiền gửi ngân hàng, trong khi chi phí tài chính giảm mạnh từ 43,5 tỷ đồng trong 6T2011 xuống còn 1,7 tỷ đồng trong 6T2012 do nợ trả lãi và lỗ chênh lệch tỷ giá giảm mạnh.



So với đầu năm 2012, hàng tồn kho giảm 17% và các khoản phải thu giảm 11% cho thấy tăng trưởng doanh thu của DPM rất mạnh và vững chắc. DPM hiện đang trong tình trạng chiếm dụng vốn thương mại giúp công ty không phải sử dụng nhiều nợ vay ngân hàng và tiết giảm chi phí lãi vay. Hoạt động sản xuất kinh doanh cốt lõi tốt, nhu cầu đầu tư trong 6 tháng đầu năm chưa lớn nên dòng tiền rất dồi dào giúp số dư tiền và tương đương tiền tăng 1.821 tỷ đồng so với đầu năm 2012 lên 5.891 tỷ đồng.

Dự báo 2012

DPM đặt kế hoạch LNTT thấp, giảm 57% nên trong 6 tháng đầu năm 2012 công ty đã vượt 11% kế hoạch. Chúng tôi cho rằng nhiều khả năng LNTT 2012 của DPM có thể gấp hơn 2 lần kế hoạch đã đặt ra.

Năm 2012 DPM đặt kế hoạch doanh thu là 13.921 tỷ đồng (tăng 43% yoy) nhưng đặt kế hoạch LNTT là 2.000 tỷ đồng (giảm 57% yoy) nên 6 tháng đầu năm 2012 DPM đạt 2.217 tỷ đồng, vượt 11% kế hoạch lợi nhuận. Thông thường 2 quý cuối năm doanh thu thường cao hơn 2 quý đầu năm nên chúng tôi cho rằng nhiều khả năng LNTT của DPM có thể gấp hơn 2 lần kế hoạch đã đặt ra. Theo đó EPS năm 2012 khoảng 9.800 đồng/CP.

DPM có kế hoạch mua lại 51% dự án đạm Cà Mau với tổng chi phí là 2.503 tỷ đồng theo 2 đợt: năm 2012 thanh toán 75% và năm 2013 thanh toán 25%. Với kết quả kinh doanh tốt, nguồn tiền mặt dồi dào DPM có thể đầu tư mà không ảnh hưởng nhiều đến hoạt động kinh doanh của công ty. Đây là một dự án lớn sẽ ảnh hưởng nhiều đến khả năng tăng trưởng, hiệu quả hoạt động của công ty. Tuy nhiên xu hướng và mức độ hiệu quả mang lại cho DPM từ việc mua lại dự án đạm Cà Mau vẫn chưa thực sự rõ ràng.

Quan điểm đầu tư

DPM có các chỉ tiêu tài chính cơ bản tốt với khả năng sinh lời cao, không vay nợ nhiều, tỷ lệ tiền mặt lớn và nhiều khả năng hoàn thành hơn 2 lần kế hoạch lợi nhuận. Với mức giá 37.200 đồng/cổ phiếu ngày 8.8.2012 thì PE của DPM hiện nay là 3,9; tương đối hấp dẫn nên chúng tôi cho rằng DPM là cổ phiếu phù hợp để đầu tư trong những tháng còn lại của năm 2012.

DRC - Kết quả kinh doanh khả quan, triển vọng tiếp tục tốt trong thời gian còn lại năm 2012

Sự kiện chính trong Q2.2012

- (1) DRC đã công bố nghị quyết phê duyệt thiết kế bản vẽ thi công và dự toán công trình dự án Di dời xí nghiệp sẫm lớp ô tô từ Bắc Mỹ An vào Khu công nghiệp Liên Chiểu. Theo đó, kinh phí dự toán khoảng 579 tỷ đồng, trong đó chi phí xây dựng chiếm 43,8%, chi phí thiết bị chiếm 37,6% còn lại là các chi phí khác.
- (2) Số cổ phiếu phát hành thưởng và trả cổ tức cho cổ đông hiện hữu (23.075.080 cổ phiếu) chính thức giao dịch vào ngày 22.6.2012.
- (3) DRC được đưa vào chỉ số VN30.
- (4) FTIF giảm tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu từ 7,81% xuống 4,9%.
- (5) Một loạt cổ đông nội bán và đăng ký bán cổ phiếu kể từ cuối tháng 6.2012: Tổng giám đốc đã bán 90.000 CP, đăng ký bán tiếp 160.000 CP trên 680.911 CP đang sở hữu; Thành viên HĐQT đăng ký bán 125.010 CP trên 150.010 CP đang sở hữu.

Kết quả kinh doanh 6T2012

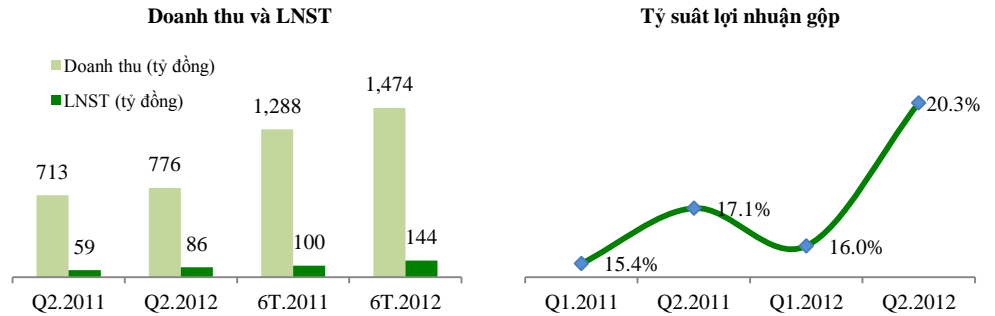
Lợi nhuận tăng trưởng 44% trong khi doanh thu chỉ tăng 14%

6 tháng đầu năm 2012, doanh thu tăng (14% yoy) đạt 1.474 tỷ đồng và lợi nhuận tăng mạnh (+44% yoy) đạt 144 tỷ đồng. Trong đó, doanh thu và lợi nhuận quý 2.2012 cao hơn quý 1.2012 cũng như cùng kỳ năm 2011. Cụ thể doanh thu đạt 776 tỷ đồng (+9% yoy) và LNST đạt 86,3 tỷ đồng (+45% yoy).

Tốc độ tăng trưởng doanh thu DRC trong 6 tháng đầu năm 2012 là 14% cao hơn so với các doanh nghiệp lớn trong ngành (CSM: +9%, SRC: - 4%).

Nguyên nhân lợi nhuận DRC tăng trưởng mạnh trong 6 tháng đầu năm 2012 là do hai nguyên nhân chính. (1) giá nguyên liệu đầu vào giảm, đặc biệt là giá cao su tự nhiên – nguyên liệu chính để sản xuất

săm lớp giảm nhiều so với cùng kỳ năm trước. Điều này có thể thấy thông qua sự cải thiện của tỷ suất lợi nhuận gộp đã tăng từ 16,3% trong 6 tháng 2011 lên 18,2% trong 6 tháng 2012. (2) Chi phí tài chính giảm nhờ giảm dư nợ lãi vay và lãi suất có xu hướng giảm, tỷ giá ổn định. Chi phí tài chính 6 tháng đầu năm 2012 chỉ còn 19 tỷ đồng, giảm 44% so với 34 tỷ đồng trong 6T2011.



So với đầu năm 2012, hàng tồn kho giảm 31% nhưng các khoản phải thu lại tăng 43% cho thấy có thể DRC nói lỏng chính sách bán hàng để tăng doanh thu. Đồng thời, sau khi kết quả kinh doanh tốt DRC đã giảm mạnh nợ ngắn hạn (-94%) để giảm bớt chi phí lãi vay.

Dự báo 2012

Chúng tôi ước tính LNTT đạt khoảng 320-340 tỷ đồng cao hơn 39-48% so với kế hoạch DRC đã đặt ra.

Năm 2012 DRC đặt ra kế hoạch khá thận trọng với doanh thu 2.950 tỷ đồng (tăng 9%) nhưng LNTT đạt 230 tỷ đồng (giảm 12,5%). Trong 6T2012, DRC đã hoàn thành 51,5% kế hoạch doanh thu và hoàn thành 83,5% kế hoạch lợi nhuận. DRC có tốc độ tăng trưởng doanh thu cao, tốc độ tăng trưởng hàng tồn kho so với cùng kỳ năm trước giảm dần cho thấy khả năng tiêu thụ sản phẩm của DRC khá tốt. Đồng thời những thuận lợi của 6T 2012 vẫn còn: giá cao su tự nhiên tiếp tục duy trì ở mức thấp bởi cao su vào mùa thu hoạch trong khi triển vọng kinh tế thế giới không nhiều điểm sáng, lãi vay tiếp tục có xu hướng giảm. Vì vậy chúng tôi cho rằng DRC sẽ vượt xa kế hoạch đã đặt ra, chúng tôi điều chỉnh dự báo LNTT từ 250-280 tỷ đồng tại báo cáo cập nhật ngày 3.4.2012 lên 320-340 tỷ đồng (cao hơn 39-48% so với kế hoạch của DRC), EPS năm 2012 khoảng 3.467-3.683 đồng/CP.

Quan điểm đầu tư

DRC là công ty đầu ngành với thị phần và năng lực sản xuất lớn, có các chỉ tiêu cơ bản rất tốt. Việc triển khai các dự án lớn sẽ ảnh hưởng nhiều đến kết quả kinh doanh của công ty. Tuy nhiên, năm 2012 DRC cũng như nhiều doanh nghiệp trong ngành sản xuất sẽ có nhiều lợi thế khi giá nguyên liệu đầu vào giảm xuống thấp nên nhiều khả năng DRC sẽ vượt kế hoạch lợi nhuận từ 39% - 48%. Theo đó, EPS đạt khoảng 3.467-3.683 đồng/CP - đây là mức EPS khá cao trong tình hình kinh tế khó khăn và công ty đang trong giai đoạn đầu tư. Chúng tôi cho rằng với mức giá 27.100 đồng/CP ngày 7.8.2012 thì cổ phiếu DRC phù hợp để đầu tư trong thời gian còn lại của năm 2012.

SCR – Doanh thu 6T2012 không khả quan nhưng lợi nhuận tăng mạnh do thương vụ chuyển nhượng cp STB

Kết quả kinh doanh 6T2012

Doanh thu từ HĐKD chính 6T2012 chưa có nhiều khởi sắc so với cùng kỳ. Tuy nhiên lợi nhuận có sự tăng trưởng mạnh nhờ vào khoản lợi nhuận được chia từ công ty liên kết trong Q1 và lợi nhuận tài chính từ thương vụ chuyển nhượng 17,3 tr.cp STB.

Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm khả quan với doanh thu thuần đạt 386,2 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 146,2 tỷ đồng. So với 6 tháng 2011, doanh thu không có nhiều thay đổi nhưng lợi nhuận tăng trưởng 7,5 lần. Có được kết quả như vậy là nhờ khoản lợi nhuận được chia từ một công ty liên kết trong Q1 và lợi nhuận tài chính từ thương vụ chuyển nhượng 17,3 tr.cp STB trong Q2.

Trong Q1.2012, lợi nhuận sau thuế hợp nhất tăng trưởng mạnh, đạt 91,3 tỷ đồng, tăng hơn 40 lần so với cùng kỳ 2011 nhờ vào khoản lợi nhuận liên doanh liên kết 87,7 tỷ đồng từ Công ty CP ĐT BĐS Sài Gòn Thương Tín Tân Thắng, trong đó SCR nắm giữ 30%. Hiện Tân Thắng đang làm chủ dự án Celadon City (81 ha) tại Quận Tân Phú, HCM. Trong Q1, Công ty đã bán phần diện tích đất thương mại cho Tập đoàn bán lẻ Aeon thu về lợi nhuận khoảng 300 tỷ đồng, theo đó SCR sẽ được chia lợi nhuận theo tỷ lệ góp vốn tương ứng sau khi Tân Thắng hợp ĐHCĐ.

Lợi nhuận sau thuế Q2.2012 Công ty mẹ đạt 54,8 tỷ đồng (+216% yoy) và chủ yếu đến từ hoạt động tài chính. Doanh thu tài chính ghi nhận 146,3 tỷ đồng (+200% yoy) trong đó thương vụ chuyển nhượng 17,3 triệu cp STB mang về 127 tỷ đồng, còn lại là từ lãi cho vay và tiền gửi. Chi phí tài chính là 84,4 tỷ đồng, trong đó chi phí lãi vay vẫn chiếm tỷ trọng lớn (54,1 tỷ đồng), ngoài ra Công ty ghi nhận lỗ 27,2 tỷ đồng từ thương vụ chuyển nhượng 1,9 triệu cổ phiếu TVI (CTCP Đầu tư Tín Việt) trong danh mục đầu

tư dài hạn của SCR. Lợi nhuận từ hoạt động này mang về 61,9 tỷ đồng.

Kế hoạch DT: 1.620 tỷ (+55,9% yoy), LNTT 110 tỷ (+6,60% yoy). So với kế hoạch trên, kết quả 6T2012 SCR đã hoàn thành 24% KH doanh thu và 75% KH Lợi nhuận (chưa bao gồm khoản lợi nhuận được chia từ công ty Tân Thắng).

Doanh thu từ hoạt động kinh doanh chính trong 6 tháng đầu năm mặc dù chưa có nhiều khởi sắc song hoạt động kinh doanh vật liệu xây dựng và dịch vụ môi giới vẫn diễn ra ổn định. Doanh thu từ môi giới dự án đóng góp 62 tỷ đồng, doanh thu bán hàng và kinh doanh VLXD là 327 tỷ đồng. Các dự án mang về doanh thu trong 6T2012 như sau: dự án Biconci (48,9 tỷ đồng), dự án Đại Nam (22 tỷ đồng), Mỹ Phước 3 (4 tỷ đồng), Hùng Vương (178,5 tỷ đồng). Đây là những dự án SCR đầu tư với mục đích mua bán, đầu cơ chứ không phát triển. Đối với 2 dự án đang khai thác: Belleza và Carillon Apartment có tiến độ bán hàng khá tốt, tuy nhiên Công ty có kế hoạch để dành doanh thu 2 dự án này sang ghi nhận trong năm 2013.

Mặc dù SCR chưa công bố lợi nhuận hợp nhất Q2, nhưng với kết quả kinh doanh như trên tạm thời SCR đã hoàn thành 24% KH doanh thu và 75% KH lợi nhuận (chưa bao gồm khoản lợi nhuận được chia từ công ty Tân Thắng).

Lợi nhuận 6 tháng cuối năm dự kiến sẽ từ việc phân bổ tiền chênh lệch đền bù đất của dự án Celadon City.

Trong 6 tháng cuối năm 2012, ngoài nguồn thu ổn định từ hoạt động môi giới dự án, kinh doanh vật liệu xây dựng, Công ty sẽ chủ yếu ghi nhận lợi nhuận phân bổ từ việc chênh lệch tiền đền bù 31 triệu USD (620 tỷ đồng) từ dự án Celadon City. Đây là khoản lợi nhuận SCR được hưởng theo một thỏa thuận hợp tác kinh doanh khi thực hiện đền bù và giải phóng mặt bằng dự án với Công ty Tân Thắng. Thực tế trong Q1.2012, SCR đã thu về 158 tỷ đồng ứng vốn trước đó, do vậy Công ty có thể hạch toán một phần trong năm 2012. Khoản còn lại 23,1 triệu USD sẽ được phân bổ trong vòng 4 năm từ 2012-2016.

Sức khỏe tài chính

Khả năng thanh toán nhanh phụ thuộc lớn vào hoạt động bán hàng tồn kho.

Dù trạng thái thanh toán hiện thời của SCR khá tốt (>1,76lần) nhưng hàng tồn kho chiếm hơn 50% tài sản ngắn hạn dẫn đến tình trạng khả năng thanh toán nhanh của SCR phụ thuộc lớn vào hoạt động bán hàng tồn kho. Cuối Q1.2012, giá trị hàng tồn kho là 2.678 tỷ đồng, trong đó chủ yếu là chi phí đầu tư vào các dự án như: Carillon City, Arista, Belleza.

Tỷ lệ Nợ vay dài hạn/VCSH giảm nhưng tỷ lệ nợ ngắn hạn vẫn duy trì cao khiến cho áp lực thoái vốn đầu tư ngắn hạn và giải phóng hàng tồn kho khá lớn.

Đến cuối Q2.2012, Công ty mẹ có tổng nợ vay ngắn hạn 1.663 tỷ đồng, trong đó vay ngân hàng 300 tỷ (vay tín chấp từ Sacombank – Trần Hưng Đạo), khoản vay trung dài hạn đến hạn là 780 tỷ đồng, còn lại là khoản vay nội bộ trong hệ thống và cá nhân khoảng 580 tỷ từ việc điều chuyển dòng tiền (khoản vay này không có áp lực trả nợ). Nợ vay dài hạn là 778 tỷ đồng, trong Q2 SCR đã chi trả hơn 500 tỷ đồng giúp cho tỷ lệ Nợ vay dài hạn/Vốn chủ sở hữu giảm đáng kể so với cuối năm 2011, từ 72% xuống 33%. Tỷ lệ Nợ dài hạn/VCSH như vậy là ở mức khá thấp so với trung bình ngành (88%). Tuy nhiên tỷ lệ Nợ ngắn hạn/VCSH vẫn duy trì gần 70%, để chi trả được nợ ngắn hạn hơn 1.000 tỷ đồng thì áp lực thoái vốn đầu tư ngắn hạn và giải phóng hàng tồn kho của SCR hiện là khá lớn.

Dự báo 2012-2013

Dự báo SCR sẽ hoàn thành kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm 2012.

Mặc dù tình hình thị trường BDS trong nước vẫn còn nhiều khó khăn, song một điều đáng chúc mừng cho SCR là các đợt bán hàng của Công ty diễn ra khá suôn sẻ tại 2 dự án đang kinh doanh là Belleza và Carillon Apartment:

Năm 2013 doanh thu và lợi nhuận sẽ đến từ dự án Carillon City và một phần từ Belleza chuyển sang.

- Dự án Belleza (9 blocks): đã bán 480/575 căn block D&E, còn lại 95 căn hộ thường và 12 căn penhouse chưa mở bán. Tổng doanh thu đến 30/6/2012 là 674 tỷ/1.064 tỷ (dự toán D&E), ước tính 06 tháng cuối năm thu thêm 355 tỷ đồng. Dự kiến tháng 10.2012 sẽ bàn giao nhà và có thể ghi nhận 1.064 tỷ doanh thu và khoảng 170 tỷ đồng lợi nhuận tương ứng tỷ lệ bàn giao nhà.

- Dự án Carillon Apartment (13 tầng căn hộ + 1 TMDV), đây là dự án xây dựng trên đất thuê của Nhà nước nên phải bán lại 30% (147 căn nhà ở xã hội) cho Nhà nước để làm căn hộ tái định cư. Đến 30/6/2012 đã bán hết 260 căn hộ thường, còn lại 31 căn penhouse, 16 shophouse và 147 căn NOXH chưa bán. Tuy nhiên, hiện đã có 300 đơn đăng ký mua NOXH, dự kiến tháng 10 sẽ hoàn thành và bán hết số căn này. Tổng thu đến 30/6 là 142 tỷ/637 tỷ (tương ứng 22%), dự kiến 06 tháng cuối thu tiếp 156 tỷ (tương ứng 24%). Lợi nhuận ước tính khoảng 140 – 150 tỷ đồng. Dự án này sẽ được hạch toán trong năm 2013.

Để chuẩn bị cho kế hoạch năm 2013, Công ty đang lên kế hoạch đưa ra kinh doanh 4 dự án trong Q4.2012 tới là Carillon City (10 ha), Carillon Riverside (10ha), Arista (9,9 ha), Chung cư Bình Khánh. Đối với 3 dự án đầu tiên, Công ty có chiến lược chuyển hướng sang phát triển dòng sản phẩm biệt thự và nền biệt thự (bán móng cọc, thô hoặc hoàn thiện) với giá trung bình. Việc chuyển hướng phân khúc này không chỉ riêng SCR mà hiện đang được nhiều chủ đầu tư phía Nam lựa chọn do tình hình kinh doanh

căn hộ đang gặp nhiều khó khăn, thanh khoản kém trong khi lượng hàng tồn kho lớn khiến cho áp lực giảm giá bán lớn, tỷ suất lợi nhuận của phân khúc căn hộ giảm mạnh. Đối với chung cư Bình Khánh (1300 căn hộ), hiện đã hoàn thành móng cọc, dự án này được đảm bảo nhà nước mua hết nên không lo ngại về tính khả thi.

Theo ước tính của chúng tôi, năm nay SCR có thể đạt 150 tỷ lợi nhuận, vượt mức kế hoạch (khoảng 30%). Song với dự báo thị trường BĐS năm 2013 vẫn còn nhiều khó khăn, SCR có thể sẽ lựa chọn phương án thận trọng trong việc phân bổ doanh thu, lợi nhuận năm nay để đảm bảo cho kế hoạch kinh doanh năm sau. Dự án Carillon City và một phần doanh thu và lợi nhuận từ Belleza sẽ hạch toán trong năm 2013 mặc dù Belleza đã đủ điều kiện ghi nhận 1.064 tỷ đồng doanh thu và 170 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế trong năm 2012.

Stt	Dự án	Vị trí	Quy mô (ha)	Tỷ lệ đền bù	Tỷ lệ sở hữu	Tiến độ
1	CHCC Belleza	Q.7, HCM	4,96	100%	50%	Đã bán 480/575 căn block D&E, còn 12 căn penhouse chưa mở bán. Đã thu tiền 674 tỷ/1.064 tỷ đồng. Dự kiến giao nhà từ tháng 10/2012. Có thể ghi nhận trong năm 2012 và 2013
2	Carillon Apartment	Q.Tân Bình, HCM	0,08	100%	100%	Đã bán hết 260 căn, còn 31 căn penhouse và 16 căn shophouse và 147 NOXH. Xây dựng đến tầng 3. Đã thu 142/637 tỷ đồng (22%). Hạch toán trong 2013
3	Arista villas	Q.Thủ Đức, HCM	9,2	100%	90%	Đã bán cho nội bộ 146/238 căn, còn lại 92 căn dự kiến bán ra thị trường 10/2012. Chưa đóng TSDD
4	Carillon City	Q.7, HCM	10,6	95%	100%	Đang san lấp. Dự kiến bán T11/2012, còn 3/7 căn chưa đền bù. Chưa đóng TSDD
5	Carillon Riverside	Q.7, HCM	7,4	100%	74%	Đang san lấp. Dự kiến bán hàng cuối 2012. Chưa đóng TSDD

Kế hoạch tăng vốn

Dự kiến phát hành thêm 57,2 triệu cp trong tháng 11 (tăng thêm 40% vốn điều lệ), trong đó 35% bán cho cổ đông hiện hữu và 5% cho CBCNV. VDL sau khi tăng là 2.002 tỷ đồng. Trước đó, Công ty đã thực hiện chi trả cổ tức và chia cổ phiếu thưởng tổng cộng 40% bằng cổ phiếu.

Quan điểm đầu tư

Dòng tiền tài trợ cho hoạt động kinh doanh của SCR chủ yếu đến từ dòng tiền đầu tư (thanh lý danh mục đầu tư tài chính).

Áp lực tìm kiếm nguồn tài trợ cho các dự án đang triển khai và trả nợ ngắn hạn.

Có thương hiệu và uy tín tốt trong phân khúc môi giới và phân phối sản phẩm.

Quỹ đất lớn (trên 600 ha)

P/E dự phóng cuối năm (15x), thấp hơn so với trung bình ngành (17x)

- Đối với một doanh nghiệp BĐS, đánh giá về dòng tiền đóng vai trò quan trọng. Hiện dòng tiền tài trợ cho hoạt động kinh doanh của SCR chủ yếu đến từ dòng tiền đầu tư (thanh lý danh mục đầu tư tài chính) trong khi dòng tiền từ hoạt động kinh doanh chính và hoạt động tài chính đang bị âm. Nguyên nhân chủ yếu là do tình hình kinh doanh BĐS khó khăn, ảnh hưởng đến tiến độ bán hàng của Công ty. Kết quả kinh doanh của SCR sẽ đáng lo ngại nếu tình trạng này kéo dài.

- Mặc dù kế hoạch kinh doanh có thể được đảm bảo cho đến năm 2013, song áp lực lớn nhất hiện nay đối với SCR là nguồn tiền tài trợ cho các dự án đang triển khai và trả nợ ngắn hạn trong bối cảnh dư nợ tài chính khá cao hiện nay. Nhu cầu vốn trong năm 2012 là khoảng 715 tỷ đồng để tài trợ cho các dự án: Carillon Riverside (290 tỷ), Belleza (195 tỷ), Arista (140 tỷ), Carillon City (90 tỷ). Công ty cho biết kế hoạch thu xếp vốn dự kiến sẽ thu về khoảng 570 tỷ từ đợt tăng vốn sắp tới và vay vốn ngân hàng 2.000 tỷ đồng (trong đó 1.700 tỷ vay dài hạn). Ngoài ra, SCR đang lên kế hoạch bán hàng 3 dự án: Carillon City, Arista, Carillon Riverside vào tháng 10/2012 và kỳ vọng vào nguồn tiền bán hàng từ các dự án này.

- Tuy nhiên, để đánh giá tổng thể, SCR có lợi thế về thương hiệu trong phân khúc môi giới dự án và quỹ đất lớn (trên 600 ha) bao gồm cả liên doanh liên kết, đảm bảo cho SCR tiếp tục phát triển trong ít nhất 5 năm tới (2012 – 2017).

- EPS 4 quý gần nhất tại 31/3/2012 là 807 đ/cp, P/E 12,8 lần. Với giả định lợi nhuận 2012 ở mức hoàn thành 110 tỷ đồng và SCR thành công đợt tăng vốn trong tháng 11/12, VDL tăng lên 2.002 tỷ đồng, KLCP lưu hành bình quân cuối năm tương ứng: 157.778 triệu cổ phiếu. EPS dự phóng cuối năm (đã tính yếu tố pha loãng) vào khoảng 697 đồng/cổ phiếu, P/E dự phóng tương ứng 15 lần. Chỉ số này ở mức hợp

lý so với trung bình ngành hiện là 17,5 lần.

VIC- Kết quả kinh doanh công ty mẹ khả quan trong 6T2012 nhờ vào thương vụ chuyển nhượng BĐS (Q1) và thu hoạt động ĐT (Q2)

Sự kiện chính trong Q2.2012

VIC phát hành thành công 300 triệu USD trái phiếu chuyển đổi quốc tế trong nửa đầu năm 2012 với lãi suất 5%/năm.

(1) Công bố Nghị quyết ĐHĐCĐ ngày 17/7/2012 thông qua và ban hành các nghị quyết gồm:

- Nghị quyết thứ nhất gồm hay đổi, bổ sung ngành, nghề kinh doanh gồm sản xuất truyền tải và phân phối điện; khai thác, xử lý và cung cấp nước; lắp đặt hệ thống điện; lắp đặt hệ thống cấp thoát nước, lò sưởi và điều hòa không khí; thoát nước và xử lý nước thải; thu gom rác thải không độc hại; dịch vụ hệ thống đảm bảo an toàn) và các ngành nghề kinh doanh đề xuất sửa đổi, bổ sung đề cụ thể hơn ngành, nghề đã đăng ký (xây dựng dân dụng và công nghiệp sửa đổi cụ thể hơn thành xây dựng công trình đường sắt và đường bộ; xây dựng công trình công ích; xây dựng công trình kỹ thuật dân dụng khác...)

- Nghị quyết thứ hai thông qua số lượng thành viên được bầu bổ sung nhiệm kỳ 2011-2016 là 1 thành viên. Tổng số thành viên HĐQT nhiệm kỳ 2011-2016 là 10 thành viên.

(2) Sau đợt phát hành thành công một phần trái phiếu chuyển đổi quốc tế có tổng giá trị 185 triệu USD vào ngày 3/4/2012, VIC tiếp tục phát hành trái phiếu chuyển đổi quốc tế với tổng giá trị tối đa là 115 triệu USD, mệnh giá 100.000 USD/trái phiếu, kỳ hạn 5 năm, ngày đáo hạn 3/4/2017, lãi suất 5%/năm thanh toán 6 tháng/lần. Trái chủ có thể chuyển đổi trái phiếu thành cổ phần của VIC trong thời hạn chuyển đổi theo giá chuyển đổi có hiệu lực tại ngày chuyển đổi. Giá chuyển đổi hiện hành là 88.000 VND/cổ phần, được điều chỉnh từ giá chuyển đổi ban đầu là 112.200 VND/cổ phiếu do VIC chia cổ tức bằng cổ phiếu.

(3) Ngày 4/6/2012 là ngày giao dịch không hưởng quyền nhận cổ tức năm 2011 bằng cổ phiếu tỷ lệ 1.000:124 và tỷ lệ trả cổ tức cho Quý 1.2012 bằng cổ phiếu tỷ lệ 1.000:151.

(4) Quý 1.2012 VIC công bố kết quả kinh doanh của công ty mẹ. Doanh thu thuần đạt 1.572,26 tỷ đồng, tăng 250% so với cùng kỳ nhờ thương vụ chuyển nhượng khu văn phòng tháp B, Vincom Center Hà Nội cho Techcombank. Nhờ đó, LNST Quý 1.2012 đạt 842,88 tỷ đồng, tăng mạnh so với mức lãi 38,44 tỷ cùng kỳ năm trước.

(5) Tại ĐHĐCĐ thường niên của VIC năm nay, BLĐ tập đoàn đã đặt ra kế hoạch kinh doanh bao gồm kết quả sáp nhập của VPL và các công ty con như sau:

- Doanh thu thuần: 12.364 tỷ đồng

- LNTT: 4.275 tỷ đồng

- LNST: 3.055 tỷ đồng

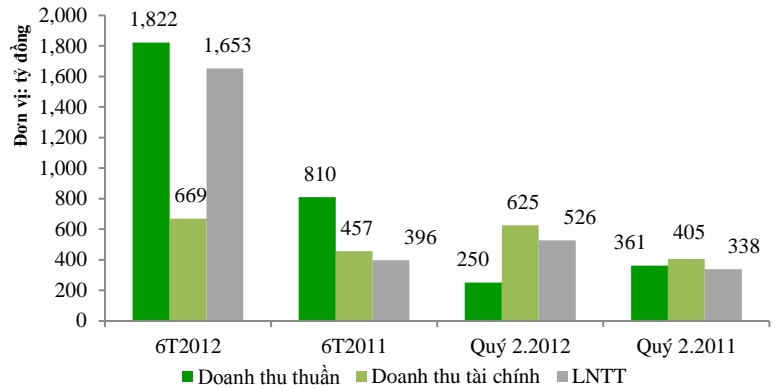
Theo BLĐ VIC, kế hoạch doanh thu năm 2012 phần lớn sẽ được ghi nhận từ dự án Vincom Village, ngoài ra khi nhận sáp nhập VPL doanh thu từ hoạt động cho thuê khách sạn, TTTM trong kết quả hợp nhất dự kiến đạt 2.500 tỷ đồng. Các dự án Royal City và Times City công ty dự kiến hoàn thành bàn giao nhà cho khách hàng và ghi nhận doanh thu trong năm 2013.

Kết quả kinh doanh 6T2012

Lợi nhuận tăng 4,4 lần trong khi doanh thu chỉ tăng 1,25 lần, với thương vụ chuyển nhượng tòa tháp B Vincom Center Hà Nội trong Q1.2012 và thu nhập từ hoạt động đầu tư trong Q2.2012

VIC đã công bố kết quả kinh doanh Q2 và 6 tháng đầu năm của riêng công ty mẹ. Doanh thu thuần Q2.2012 đạt 250,2 tỷ đồng, giảm 110,1 tỷ so với cùng kỳ năm 2011, chủ yếu đến từ nguồn cho thuê BĐS đầu tư và các dịch vụ kèm theo (234, 9 tỷ đồng, 94% doanh thu). Doanh thu hoạt động tài chính tăng mạnh từ 389,8 tỷ lên 624,8 tỷ đồng, chủ yếu nhờ vào thu nhập từ hoạt động đầu tư của tập đoàn (466 tỷ đồng, 74,6% tổng thu từ tài chính). Trong khi đó, chi phí tài chính cũng giảm hơn 30 tỷ nhờ chi phí lãi vay giảm từ 190,7 tỷ về 147 tỷ đồng. LNST Q2.2012 đã tăng gần gấp đôi từ 267 tỷ lên 506 tỷ đồng mặc dù doanh thu giảm so với cùng kỳ năm trước.

Lũy kế 6T2012, VIC mẹ đạt 1.822 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng hơn 1.000 tỷ so với mức 810 tỷ đồng của nửa đầu năm ngoái. Lợi nhuận gộp tăng tương ứng từ 511 tỷ lên gần 1.537 tỷ đồng (trong Q1.2012 VIC đã chuyển nhượng tòa tháp B Vincom Center Hà Nội). Doanh thu tài chính tăng từ 456,6 tỷ lên 668,8 tỷ đồng trong khi chi phí tài chính giảm từ 434 tỷ xuống 397 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế tăng 4,4 lần, từ 305,5 tỷ lên 1.348,9 tỷ đồng. EPS 6T2012 tăng từ 832 đồng/cổ phiếu lên 2.688 đồng/cổ phiếu.



Dự báo 2012

Trong năm 2012 VIC dự kiến sẽ tiếp tục ghi nhận doanh thu từ dự án Vincom Village, theo kế hoạch sẽ hoàn thành trong năm 2012. Các dự án Royal City và Times City sẽ được ghi nhận doanh thu vào năm 2013.

VIC là doanh nghiệp phát triển BĐS hàng đầu Việt Nam, đã thực hiện nhiều công trình dự án quy mô lớn. Sau khi sáp nhập với VPL, VIC đang là doanh nghiệp sở hữu nhiều dự án BĐS lớn trên phạm vi cả nước, bao gồm cả BĐS nhà ở, TTTM, khu nghỉ dưỡng...

Các dự án đang được triển khai đáng chú ý của VIC hiện tại gồm có:

Dự án Royal City tại 72A Nguyễn Trãi, Thanh Xuân với 120.942m², gồm 06 block cao tầng, 03 khu trường học và 240.000m² TTTM. VIC sở hữu trực tiếp và gián tiếp 98,36% VDL của CTCP Đầu tư và Phát triển Địa ốc TP Hoàng Gia (chủ đầu tư). Dự án đang được triển khai thi công xây thô các tòa cao tầng, dự kiến sẽ bàn giao nhà và ghi nhận doanh thu trong năm 2013.

Dự án Times City tại 458 Minh Khai, Hà Nội, với quy mô hơn 36 ha, gồm các công trình nhà ở cao tầng, các công trình xã hội như trường học, bệnh viện đa khoa quốc tế Vinmec, TTTM. VIC đang sở hữu 80,39% cả trực tiếp và gián tiếp VDL của CTCP Phát triển Đô thị Nam Hà Nội (chủ đầu tư). Hiện tại bệnh viện đa khoa Vinmec đã hoàn thành và đi vào sử dụng.

Dự án Vincom Village tại Việt Hưng, Long Biên, Hà Nội có quy mô 1.836.456m², gồm nhà ở thấp tầng, biệt thự, các công trình xã hội như trường học, bệnh viện, các công trình thương mại dịch vụ. VIC đang sở hữu 61% VDL CTCP Phát triển Đô thị Sinh thái Sài Đồng, chủ đầu tư dự án. Các công trình biệt thự đã gần hoàn thiện trong khi TTTM Vincom Center Long Biên và khu văn phòng đã đi vào sử dụng.

Dự án Eden A, Bến Nghé, Quận 1, Tp HCM có quy mô 8.589,6m² là tổ hợp khách sạn, TTTM, dự kiến đưa vào sử dụng TTTM từ tháng 10.2012 và tháng 3.2013 đối với khu khách sạn.

Ngoài ra VIC còn sở hữu nhiều dự án BĐS du lịch nghỉ dưỡng khác trên khắp cả nước thông qua sở hữu CTTNHH MTV Vinpearl như dự án Biệt thự và sân golf Vinpearl Nha Trang, dự án The Beach Villas tại Nha Trang, Khánh Hòa, Dự án KDL Vinpearl Bãi Dài Khánh Hòa, dự án Vinpearl Đà Nẵng, dự án Vinpearl Hội An, dự án Vinpearl Đà Lạt...

Quan điểm đầu tư

VIC là doanh nghiệp phát triển BĐS hàng đầu tại Việt Nam. Tuy nhiên, triển vọng âm ảm của thị trường BĐS trong năm 2012 có thể khiến VIC gặp khó trong hoạt động bán căn hộ.

Các dự án của VIC đều quy mô, đòi hỏi nhu cầu vốn lớn do đó tập đoàn cần phải thu xếp vốn từ nguồn thu các dự án BĐS đã hoàn thành (nhà để bán hoặc cho thuê) và đang triển khai, hoặc huy động được nguồn vốn từ vay ngân hàng, phát hành cổ phiếu để tiếp tục tài trợ cho các dự án BĐS đang triển khai. Tuy nhiên chúng tôi cũng nhận thấy VIC tỏ ra hiệu quả trong việc huy động được nguồn vốn từ các NĐT nước ngoài, minh chứng qua hai đợt phát hành trái phiếu chuyển đổi quốc tế thành công gần đây.

Thị trường BĐS tại Hà Nội và Hồ Chí Minh âm ảm trong thời gian gần đây là một bất lợi lớn có thể ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng bán hàng tại các dự án BĐS đang triển khai của VIC như Royal City, Times City, Vincom Village, mặc dù các dự án của VIC hầu như có vị trí đẹp, gần trung tâm.

Những quy định mới của Nhà nước đối với việc tính phí sử dụng đất như áp giá thị trường thay vì các khung giá do Nhà nước quy định như trước kia có thể ảnh hưởng làm tăng đáng kể chi phí đầu vào cho các dự án sắp triển khai của VIC, do đó tỷ suất lợi nhuận có thể giảm đi so với trước.

VIC mẹ có 1.000 tỷ đồng trái phiếu sẽ đáo hạn vào tháng 10.2012 và 2.000 tỷ đồng đáo hạn vào tháng 5.2013. Trong khi đó, thị trường BĐS không thuận lợi có thể khiến VIC sẽ gặp khó khăn trong việc cân đối nguồn tiền để thanh toán các khoản vay và trái phiếu đến hạn.

Chúng tôi đánh giá cao VIC với tư cách là một tập đoàn phát triển BĐS chuyên nghiệp hàng đầu của Việt Nam, có năng lực tốt, ban lãnh đạo tham vọng và có tầm nhìn. Tuy nhiên trong khi thị trường BĐS nói riêng và kinh tế nói chung không sáng sủa, thì hoạt động kinh doanh của VIC ít nhiều sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực. Lĩnh vực cho thuê mặt bằng bán lẻ TTTM của VIC tỏ ra hiệu quả do các tòa nhà của VIC đều có vị trí đắc địa nhất trong khu vực nội đô hoặc lân cận trong khi mảng BĐS nhà để bán của VIC, theo chúng tôi sẽ còn gặp khó khăn trong khâu tiêu thụ. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với VIC.

IJC – Kết quả tốt hơn cùng kì năm ngoái tuy nhiên vẫn có khả năng phải điều chỉnh giảm kế hoạch

Kết quả kinh doanh 6T2012

6T2012, IJC đạt 396 tỷ doanh thu (tăng 2,1 lần) và 112 tỷ LNST (tăng 79%) so với cùng kì năm ngoái. Mặc dù vậy, so với kế hoạch đã đề ra năm 2012, IJC mới chỉ hoàn thành 25% kế hoạch doanh thu và 31% kế hoạch lợi nhuận.

Trong nửa đầu năm nay, cả hai hoạt động chính của IJC là (1) kinh doanh BĐS và (2) bán vé cầu đường đều có kết quả khá tốt so với cùng kì năm ngoái. Cụ thể, mảng (1) tăng trưởng 169%; mảng (2) tăng trưởng 35% so với 6T2011.

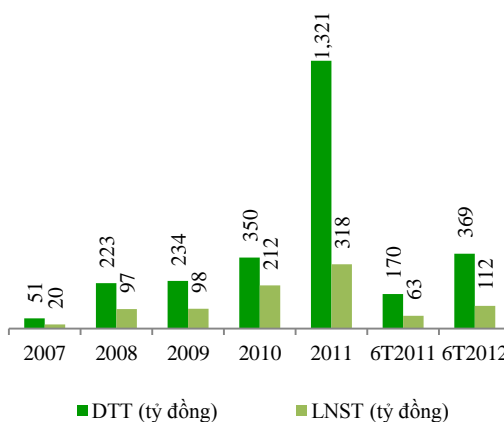
Hiện tại, đối với mảng hoạt động (2) bán vé cầu đường, IJC đang tiến hành thu phí giao thông trên Quốc lộ 13 tại 2 trạm: Vĩnh Phúc và Suối Giữa. Đây là tuyến đường nối liền Bình Dương, Bình Phước và các tỉnh Tây Nguyên với TP.HCM. IJC đang được hưởng mức thuế ưu đãi 50% cho 2 trạm thu phí này. Trong năm 2012, việc thu phí đã tăng từ 11% - 50% tùy chủng loại xe, dẫn đến tỉ suất LN gộp của mảng hoạt động này được cải thiện đáng kể. Tỉ suất LN gộp 6T2012 của mảng này đạt 79% trong khi năm 2011 chỉ là 74%.

Đối với mảng (1) kinh doanh BĐS, dự kiến nguồn thu trong 2012 chủ yếu đến từ dự án: IJC Aroma, Sunflower, Đồng Đô Đại Phố, The Green River, Phố thương mại IJC, và Khu biệt thự Rosemary. Các dự án trên đều là những dự án BĐS cao cấp trong khi thị trường BĐS vẫn chưa thoát khỏi sự trầm lắng kéo dài từ 2011. Tuy nhiên, tỉ suất LN gộp của mảng (1) trong 6T2012 đạt tương đối tốt – 43% so với tỉ suất LN gộp trong 2011, do mức giá bán của IJC vẫn đang khá cao so với mặt bằng chung và IJC vẫn chưa bán hết hàng vôi mà chờ đợi thị trường BĐS ấm lại.

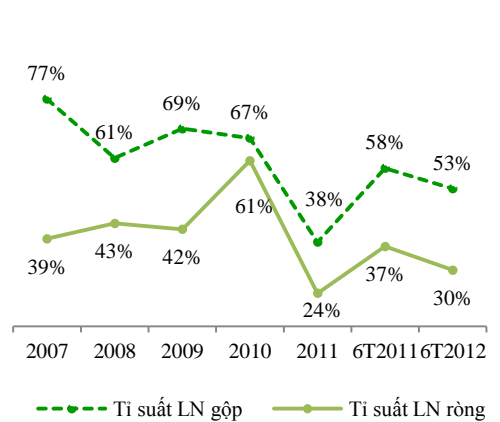
IJC đang duy trì rất tốt phân bổ tài sản – nguồn vốn. Tỉ lệ Nợ/TTS vào cuối quý 2.2012 chỉ là 34% trong khi tỷ lệ đòn bẩy trung bình ngành Đầu tư phát triển BĐS đạt 282% (Nguồn: VCBS - số liệu cập nhật ngày 10/08/2012). Trong tổng số 652 tỷ đồng vay nợ ngắn hạn và dài hạn của IJC, có khoản vay 500 tỷ dưới dạng trái phiếu kỳ hạn 5 năm đến 2015 với lãi suất bằng lãi suất tiết kiệm + 3%, do đó IJC không gặp nhiều quá nhiều áp lực về trả lãi.

Bên cạnh đó, IJC còn gặp nhiều thuận lợi do được sự hỗ trợ của Becamex IDC trong việc đền bù, giải phóng mặt bằng và giãn tiến độ thanh toán tiền đất. Hầu hết các dự án BĐS của IJC đều có thể bán ngay để ghi nhận vào doanh thu, lợi nhuận.

Tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận



Tỉ suất LN qua các năm



Nguồn: IJC, VCBS tổng hợp

Dự báo 2012

IJC có nguồn thu tăng trưởng tốt và ổn định từ mảng hoạt động (2) – bán vé cầu đường. Dự kiến, dự án BOT đường Mỹ Phước – Tân Vạn và dự án BOT đầu tư xây dựng mới và nâng cấp mở rộng các tuyến

IJC vẫn chịu ảnh hưởng nhiều từ sự trầm lắng của thị trường BĐS. Chúng tôi cho rằng IJC sẽ phải điều chỉnh giảm kế hoạch doanh thu, lợi nhuận.

đường trọng điểm huyện Tân Uyên sẽ được hoàn thành trong tương lai, hứa hẹn đem lại tăng trưởng mạnh ở mảng hoạt động này cho IJC.

Đối với mảng hoạt động (1) – kinh doanh BĐS, hầu hết các dự án BĐS của IJC đều có thể bán ngay khi thị trường BĐS sôi động trở lại. Tuy nhiên hầu hết các dự báo về thị trường BĐS trong 2012 đều không mấy khả quan, nên chúng tôi giữ quan điểm thận trọng. Thêm vào đó, IJC có chính sách bán hàng linh động, cho khách hàng kéo dài thời gian thanh toán từ 6 – 8 năm khiến cho doanh nghiệp chịu rủi ro thanh toán, rủi ro lãi suất cao. Chúng tôi cho rằng khả năng phải điều chỉnh lại kế hoạch năm của IJC như kịch bản đã xảy ra trong 2011 là hoàn toàn có thể.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị BÁN cho cổ phiếu IJC

Hiện tại, EPS trailing của IJC đạt 1.339 đồng. P/E trailing và P/B trailing đạt lần lượt 8,14 lần và 1,02 lần (tính theo giá đóng cửa ngày 09/08/2012). Mức giá này không quá cao so với trung bình ngành Đầu tư phát triển BĐS: P/E đạt 17,9 lần; P/B đạt 3,1 lần.

Nếu IJC đạt được mục tiêu đề ra thì EPS dự phóng cũng chỉ đạt 1.323 đồng. Trong thời gian sắp tới, thị trường BĐS được dự báo sẽ còn gặp nhiều khó khăn. Do đó, chúng tôi khuyến nghị BÁN cho cổ phiếu IJC

CII – Lợi nhuận 6T2012 tăng trưởng mạnh do hoạt động đầu tư tài chính trong khi thu phí vẫn ổn định.

Kết quả kinh doanh 6T2012

Doanh thu giảm nhẹ trong khi lợi nhuận tăng trưởng mạnh chủ yếu là do sự biến động trong hoạt động đầu tư tài chính, trong Q2 trích lập dự phòng giảm giá CK và chi phí lãi vay giảm mạnh.

CII chưa công bố kết quả kinh doanh hợp nhất 6T2012, nhưng kết quả đạt được của Công ty mẹ 2 quý đầu năm không có nhiều đột biến so với cùng kỳ năm ngoái. Nguồn thu chính của Công ty vẫn tiếp tục từ hoạt động thu phí và hoạt động đầu tư (chuyển nhượng dự án, đầu tư chứng khoán). Tổng doanh thu 06 tháng đầu năm Công ty mẹ đạt 252,56 tỷ đồng, giảm 12% so với 6T2011, lợi nhuận sau thuế là 116,4 tỷ đồng, tăng 73% yoy. Việc doanh thu giảm nhẹ trong khi lợi nhuận tăng trưởng mạnh chủ yếu là do sự biến động trong hoạt động đầu tư tài chính. Doanh thu tài chính 6T2012 là 176,9 tỷ đồng (-17,6% yoy) trong khi chi phí tài chính giảm hơn 50% so với cùng kỳ (75 tỷ đồng). Nguyên nhân là trong Q2 Công ty chỉ phải trích lập dự phòng giảm giá các khoản đầu tư dài hạn 2,97 tỷ đồng trong khi cùng kỳ là 37,7 tỷ đồng (trong Q1 hợp nhất CII đã hoàn nhập dự phòng 34,6 tỷ đồng nhờ sự phục hồi của thị trường chứng khoán), chi phí lãi vay cũng giảm hơn một nửa so với cùng kỳ (từ 64,8 tỷ đồng còn 30,9 tỷ đồng). Trong khi đó, doanh thu từ thu phí của Công ty mẹ vẫn duy trì mức bình quân 35 tỷ đồng mỗi quý, mặc dù doanh thu Q2.12 có phần vượt trội hơn Q2.11 nhờ tăng mức giá thu phí gần đây.

Hoạt động thu phí 6T2012 vẫn ổn định. Khi Trạm thu phí tuyến Phan Rang – Tháp Chàm và trạm 1 chiều cầu Bình Triệu 2 đưa vào khai thác, doanh thu thu phí có thể được cải thiện. Dự báo doanh thu thu phí trong quý cuối năm có thể tăng trưởng thêm 10%.

Hoạt động thu phí mặc dù được hưởng lợi từ việc tăng mức giá thu phí từ 1/7/2011 nhưng lại đang phải đối mặt với việc sụt giảm lưu lượng giao thông qua trạm thu phí Kinh Dương Vương và trạm thu phí XLHN (hai trạm thu phí đang khai thác) sau khi Đại lộ Đông Tây và cầu Phú Mỹ hoàn thành. Sự sụt giảm lưu lượng xe lưu thông dù đã nằm trong dự tính của Công ty nhưng về lâu dài, nếu như CII không mở rộng số trạm thu phí khác thì việc này có thể sẽ ảnh hưởng đến nguồn thu ổn định của Công ty. Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này vẫn duy trì trên 80% hàng năm, trong khi tỷ suất lợi nhuận thuần có xu hướng giảm, từ 31,7% trong năm 2009 xuống 19,4% năm 2011. Hiện tại, doanh thu thu phí hợp nhất mang về trung bình khoảng 51 tỷ đồng mỗi quý, đóng góp 30% tỷ trọng trong tổng doanh thu của toàn công ty. Sắp tới khi đưa vào khai thác thêm trạm thu phí tuyến Phan Rang – Tháp Chàm và trạm 1 chiều cầu Bình Triệu 2, doanh thu thu phí có thể được cải thiện. Chúng tôi dự báo doanh thu thu phí trong quý cuối năm có thể tăng trưởng thêm 10%.

Một số dự án nằm trong danh sách dự kiến thoái vốn là: BOO nước Đồng Tâm (CII sở hữu 49%); CTCP cấp nước Kênh Đông (CII sở hữu 36%).

Đối với hoạt động đầu tư, vốn là mảng đưa lại nguồn doanh thu lớn nhất cho CII trong những năm gần đây vẫn đang được nhà đầu tư kỳ vọng nhiều trong năm 2012. Năm 2011, Công ty đã thoái vốn thành công tại dự án BOO Nước Thủ Đức (giảm tỷ lệ sở hữu từ 40,53% xuống còn 7,33%). Thương vụ chuyển nhượng BOO Thủ Đức đã mang về cho CII khoản doanh thu hơn 240 tỷ đồng. Trong kế hoạch dài hạn, Công ty sẽ từng bước giảm tỷ lệ sở hữu tại các dự án mà CII nắm giữ dưới 51% để tập trung nguồn lực tái đầu tư vào các dự án tiềm năng. Một số dự án nằm trong danh sách dự kiến thoái vốn là: BOO nước Đồng Tâm (CII sở hữu 49%); CTCP cấp nước Kênh Đông (CII sở hữu 36%).

CII tăng tỷ lệ sở hữu tại LGC lên 80%, LGC trở thành công ty con của CII.

Hiện tại do diễn biến trên TTCK không thuận lợi nên CII không kỳ vọng nhiều vào khoản thu nhập đến từ hoạt động đầu tư chứng khoán, trong cả năm 2011 và sang Q1.2012 hoạt động này không mang về khoản doanh thu nào cho CII, tổng giá trị danh mục đầu tư cổ phiếu tại 31/12/11 là 470 tỷ và trích lập dự phòng 167,7 tỷ đồng. Cuối Q1.2012 Công ty hoàn nhập dự phòng 34,6 tỷ nhờ sự phục hồi của TTCK.

Tại thời điểm cuối Q2.2012, theo tính toán của chúng tôi thì CII sẽ phải trích lập dự phòng giảm giá thêm 16 tỷ đồng. Tuy nhiên, trong Q3 CII đăng ký mua vào 4,5 triệu cổ phiếu của CTCP Cơ khí - Điện Lữ Gia (LGC). Lưu ý là trước khi mua, CII đã nắm giữ 26,19% cổ phần tại LGC (2,16 tr.cổ phiếu) và Công ty Xây dựng Cầu đường Bình Triệu - công ty con của CII nắm giữ 22,6% (1,87 tr.cp), tổng cộng CII nắm giữ 48,8% cp tại LGC. Sau giao dịch CII sẽ sở hữu 80% cp tại LGC và LGC sẽ trở thành công ty con của CII. Đây có thể là một mũi tên trúng hai đích mà CII muốn nhắm tới. Thứ nhất, nếu trở thành công ty con, CII sẽ giảm bớt được phần trích lập dự phòng giảm giá trong chi phí đầu tư, ít nhất 30 tỷ đồng tại mức giá 20.900 đồng (14/8/2012). Thứ hai, hiện LGC đang sở hữu tài sản bất động sản khá hấp dẫn như: cao ốc Lữ gia (10.320 m2 thương mại văn phòng, 19.600 m2 sân căn hộ) tại trung tâm Quận 11, HCM (giá trị khoảng 320 tỷ đồng), một nhà máy tại Nhơn Trạch trị giá 150 tỷ đồng và tài sản máy móc thiết bị, phương tiện vận tải đã khấu hao hết (15 tỷ đồng). Tổng giá trị tài sản của LGC vào khoảng 550 tỷ đồng, giá trị sổ sách ước tính 45.000 đồng/cổ phiếu, cao hơn giá thị trường hiện là 20.900 đồng/cổ phiếu (*ghi chú: các con số ước tính trên là theo tính toán của CII). Như vậy, CII đang được coi là nhà đầu tư thông minh trong thương vụ này.

Kế hoạch 2012: Doanh thu: 654 tỷ đồng; LNTT: 320,8 tỷ đồng; LNST: 311 tỷ đồng

KQKD Q1 đã hoàn thành lần lượt 18% và 24% kế hoạch năm. Dự báo 6 tháng hoàn thành 37% KH năm.

Tổng doanh thu Q1.2012 đạt được 117,1 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế 75 tỷ đồng, hoàn thành lần lượt 18% và 24% kế hoạch năm. Mặc dù chưa công bố kết quả hợp nhất quý 2, nhưng theo đại diện phía CII, 6 tháng đầu năm lợi nhuận sau thuế đạt 116 tỷ đồng (tương ứng với 37% kế hoạch năm) và có thể hoàn thành vượt mức kế hoạch lợi nhuận 311 tỷ đồng năm 2012 nhờ chuyển nhượng thành công một dự án bất động sản. Ngoài ra, phía Công ty cho biết CII đã hoàn tất giai đoạn 1 hợp đồng chuyển nhượng vốn đầu tư vào công ty liên kết cho một đối tác nước ngoài. Hiện CII đang tiếp tục thực hiện giai đoạn 2 và 3 của hợp đồng. Nếu hoàn thành các giai đoạn này, Công ty sẽ có thêm hơn 200 tỷ đồng lợi nhuận. Hiện thông tin này chưa được tiết lộ.

Công ty mới thông qua kế hoạch tăng vốn từ 753 tỷ đồng lên 1.129,27 tỷ đồng thông qua việc phát 37,6 triệu cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 2:1 từ nguồn lợi nhuận sau thuế chưa phân phối, ngày dự kiến chốt danh sách 15/8/2012. Cổ phiếu CII đang có sức thu hút tốt đối với nhà đầu tư.

Doanh thu từ chuyển nhượng dự án, đầu tư chứng khoán chiếm tỷ trọng bình quân 70% tổng doanh thu hàng năm. Doanh thu thu phí đồng góp 30% tỷ trọng.

Tỷ suất LN góp vốn duy trì trên 80% hàng năm. Tuy nhiên, tỷ suất LN thuần hoạt động thu phí có chiều hướng giảm qua các năm. Tỷ suất LN đầu tư tài chính biến động thất thường, phụ thuộc vào tình hình thoái vốn tại các dự án đầu tư hiện hữu.

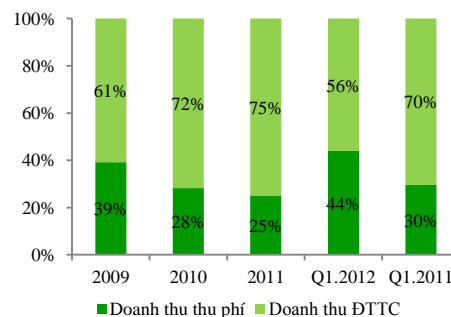
Sức khỏe tài chính: ở mức an toàn.

Hệ số Nợ vay/vốn chủ sở hữu (VCSH) thường khá cao và có xu hướng tăng qua các năm do cơ cấu vốn vay thường chiếm khoảng 80% tổng vốn đầu tư.

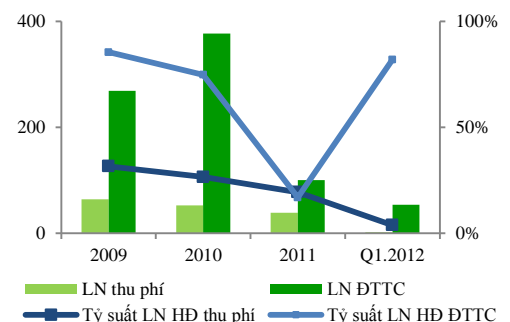
Vay dài hạn chiếm tỷ trọng lớn, trên 80% tổng nợ. Hiện xu hướng lãi suất giảm giúp CII giảm thiểu chi phí tài chính.

Các chỉ số ROA, ROE mặc dù giảm nhưng vẫn vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Cơ cấu doanh thu



Tỷ suất lợi nhuận qua các năm



Các chỉ số về khả năng thanh toán nhanh và thanh toán tiền mặt đều ở mức an toàn, tại Q1.2012 lần lượt đạt 1,72 và 0,94 lần và cao hơn so với mức trung bình ngành xây dựng (1,21 và 0,53 lần).

CII có hệ số Nợ vay/vốn chủ sở hữu (VCSH) thường khá cao và có xu hướng tăng qua các năm, cuối Q1.2012 tỷ lệ này là 2,63 lần. Do đặc điểm mô hình hoạt động của CII là đầu tư vào các dự án cơ sở hạ tầng nên tổng mức đầu tư thường rất lớn, cơ cấu vốn vay thường chiếm khoảng 80% tổng vốn đầu tư. Tỷ lệ này cao hơn hẳn mức trung bình ngành xây dựng (1,62 lần). Tại 31/03/2012, tổng nợ vay của CII là 3.341 tỷ đồng trong đó vay dài hạn chiếm tỷ trọng lớn, 86% tổng nợ. Việc sử dụng đòn bẩy cao làm cho chi phí tài chính tăng cao trong năm 2011, hiện lãi suất vay đang có xu hướng giảm sẽ giúp CII giảm thiểu đáng kể chi phí lãi vay trong năm 2012. Phân tích từng khoản vay cho thấy, các khoản vay từ trái phiếu doanh nghiệp, trái phiếu chuyển đổi (2.176 tỷ đồng) có mức lãi suất rất thấp (phát hành 40 triệu USD trái phiếu chuyển đổi cho Goldman Sachs với lãi suất 4%/năm) và không chịu sự biến động của lãi suất thị trường. Ngoài ra khoản vay để đầu tư trực tiếp vào các dự án (849 tỷ đồng) được tính theo lãi suất thực tế (theo các Hợp đồng được ký kết) và đưa vào giá thành để tính thời gian thu phí. Do vậy sẽ không ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của CII. Như vậy, chỉ có khoản vay thương mại số tiền 316 tỷ đồng có thể sẽ tác động đến hiệu quả hoạt động của CII. Nếu lãi suất giảm về 1,3%/tháng (15% -

17%/năm) so với trước đây là 1,83%/tháng thì CII sẽ gánh chịu khoảng 12 -13 tỷ đồng chi phí lãi vay mỗi quý. Chi phí này Công ty có thể bù đắp được từ các khoản thu nhập tài chính khác.

Các chỉ số ROA và ROE có xu hướng giảm qua các năm do tình hình kinh tế trong nước những năm qua có nhiều bất ổn nên Công ty gặp nhiều khó khăn trong hoạt động thoái vốn, lợi nhuận các năm có nhiều biến động. Nhưng nhìn chung so với các doanh nghiệp xây dựng, các chỉ số này vẫn vượt trội hơn hẳn.

Dự báo 2012 và dài hạn

Dự báo tổng doanh thu đạt 509 tỷ đồng (giảm 22%) và 372 tỷ đồng LNTT (tăng 16,3%) so với kế hoạch ĐHCĐ 654 tỷ đồng tổng doanh thu và 320 tỷ đồng LNTT.

EPS 4 quý gần nhất đạt 942 đồng/cổ phiếu, P/E 17,78 lần. EPS dự phóng cuối năm là 4.800 đ, P/E dự phóng tương ứng 7,18 lần.

Năm 2012, chúng tôi dự báo doanh thu thu phí có thể tăng trưởng 10% khi trạm thu phí tuyến đường Phan Rang – Tháp Chàm, trạm 1 chiều Bình Triệu 2 đưa vào khai thác. Doanh thu tài chính sẽ tiếp tục đóng góp lớn trong tổng doanh thu và vẫn chủ yếu đến từ hoạt động thoái vốn. Công ty có kế hoạch bán bớt cổ phần tại các công ty mà CII nắm giữ trên 51% và thoái vốn dần khỏi các dự án CII sở hữu dưới 51%. Chúng tôi cho rằng kế hoạch này là hợp lý vì CII đang có một danh mục dự án đòi hỏi lượng vốn đầu tư lớn do vậy Công ty cần thoái bớt vốn tại các dự án hiện hữu để thu hồi dòng tiền. Các dự án có thể nằm trong danh sách thoái vốn là 2 dự án nhà máy nước: Đồng Tâm và Kênh Đông. Chúng tôi dự báo năm 2012 CII có thể đạt 509 tỷ đồng doanh thu và 372 tỷ LNTT (-22% và 16,3% so với kế hoạch ĐHCĐ). EPS dự phóng 2012 vào khoảng 4.800 đồng/cổ phiếu, tại mức giá 34.500 đồng/cổ phiếu (14/8/2012) P/E dự phóng tương ứng 7,18 lần. CII sẽ là cổ phiếu có sự tăng trưởng tốt trong năm nay.

Về triển vọng dài hạn, Công ty vẫn xác định lĩnh vực đầu tư cơ sở hạ tầng kỹ thuật là chủ lực. Hiện CII đang đầu tư vào 17 dự án trong đó có 10 dự án về hạ tầng, 3 dự án nhà máy nước và 4 dự án bất động sản với tổng vốn đầu tư khoảng hơn 15.000 tỷ đồng (tương đương 714 triệu USD). Ngoài ra, Công ty đang nghiên cứu thêm 6 dự án khác với tổng vốn ước tính sơ bộ là 470 triệu USD (9.700 tỷ đồng). Các dự án này hầu hết được đầu tư thông qua hình thức đầu tư như BOT, BOO, hợp tác đầu tư, liên doanh liên kết. Công ty đang tập trung nguồn lực để đẩy nhanh đúng tiến độ hoàn thành để đưa các công trình vào khai thác. Đồng thời CII cũng có định hướng mở rộng thêm đầu tư vào các lĩnh vực khác như thủy điện, xử lý rác, hầm để xe....

Về nguồn vốn đầu tư: Với danh mục dự án đầu tư đòi hỏi lượng vốn lớn, trong thời gian tới Công ty có kế hoạch tìm kiếm nguồn vốn thông qua các kênh như vay vốn ngân hàng dài hạn, phát hành trái phiếu doanh nghiệp, trái phiếu dự án và huy động nguồn vốn vay ưu đãi từ nước ngoài hoặc thoái vốn tại một số dự án.

Quan điểm đầu tư

- CII là công ty đầu tư cơ sở hạ tầng có mô hình hoạt động tương đối điển hình, nắm giữ phần lớn các dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm trong khu vực thành phố Hồ Chí Minh. Tốc độ tăng trưởng rất nhanh và ổn định qua các năm. Hiện tại, trong khu vực thành phố Hồ Chí Minh, nhờ vào khả năng huy động vốn cũng như kinh nghiệm trong đầu tư cơ sở hạ tầng, CII tạm thời được xem là công ty đầu ngành trên lĩnh vực này và chưa có đối thủ cạnh tranh trực tiếp.

- Sức khỏe tài chính ở mức an toàn, mặc dù tỷ lệ vốn vay cao nhưng phần lớn là nợ dài hạn, hiện xu hướng lãi suất giảm sẽ giúp CII giảm áp lực chi phí tài chính.

- EPS dự phóng 2012 vào khoảng 4.800 đồng/cổ phiếu, tại mức giá 34.500 đồng/cổ phiếu (14/8/2012) P/E dự phóng tương ứng 7,18 lần. CII sẽ là cổ phiếu có sự tăng trưởng tốt trong năm nay.

- Với tính thanh khoản cao, cổ phiếu CII có sức thu hút nhà đầu tư ngoại.

PHỤ LỤC: Danh mục các dự án kinh doanh trong giai đoạn 2012 – 2013 của CII**Danh mục các dự án đang triển khai**

Stt	Tên dự án	Địa điểm	Tỷ lệ SH	Tổng VĐT (Tỷ đồng)	Vốn CSH (Tỷ đồng)	Vốn vay	Loại hình ĐT	Thời gian khai thác	Tiến độ
1	Dự án BOT mở rộng xa lộ HN	HCM	99%	2.286	300	1.830	BOT	25 năm + 9thangs	Đang thi công 2 đoạn (Thủ Đức - Suối Cối - Bắc trạm 2) dự kiến h/t trong 2011
2	Dự án BOT cầu Bình Triệu 2	HCM	99%	1254	70		BOT		Đang xin cấp phép xây dựng trạm thu phí
3	Quyền thu phí 2 tuyến Điện Biên Phủ và Kinh Dương Vương	HCM	64%	1000	165		BOT	12 năm	Hoạch toán thu phí vào cuối năm 2013
4	DA liên tỉnh lộ 25B - gd2	HCM		625			BOT		Đã hoàn tất công tác đấu thầu thi công cầu Mỹ Thủy. Công tác giải phóng mặt bằng đang gặp khó khăn
5	DA Cầu Rạch Chiếc	HCM		1000			BOT	12 năm	Hoạch toán vào năm 2012, CII ứng vốn đầu tư Cầu Rạch Chiếc và được quyền thu phí trên tuyến XLHN, dự kiến bắt đầu thu phí từ 1/1/2014.
6	DA Tuyến Phan Rang - Tháp Chàm			600			BOT	15 năm	Giá trị khối lượng xây dựng đạt 52%, dự kiến hoàn thành trong Q4/2011
7	DA Cầu Đồng Nai	Đồng Nai		1255					NA
8	DA Cầu Phú Mỹ	HCM		2200					NA
9	NM nước Thủ Đức	Thủ Đức	40%	1487	500		BOO		Đã hoàn thành và đưa vào kinh doanh
10	NM nước Đồng Tâm	Tiền Giang	49%	1.412	375		BOO		2007 -2012, dự kiến hoàn thành trong Q1/11
11	NM nước Kênh Đông	Củ Chi	36%	1005	300		BOO		Đã h/thành hồ chứa nước thô, nhà máy xử lý nước 53%
12	Cụm Công nghiệp Hòa Phú		30%		100				Đã đền bù giải tỏa 88%
13	DA Cao ốc VP 152 ĐBP	HCM		1245					Đang giải phóng mặt bằng
14	KDC Tân An Hội	Củ Chi		4090					Xong 1/500, đang chờ đơn giá để đền bù
15	Khu TĐC Tam Tân	Củ Chi		1012					Đang chờ phê duyệt đơn giá GPMB
16	DA 155 Nguyễn Chí Thanh	HCM		378					Đã đưa vào kinh doanh

Danh mục các dự án đang đang nghiên cứu

STT	Tên dự án	VĐT ước tính (Triệu. USD)
1	DA Nhà máy nước và mạng phân phối tại Khánh Hòa	50
2	DA cải tạo hệ thống các trạm xử lý nước, nhà máy nước và mạng phân phối tại 1 tỉnh thuộc vùng ĐBSCL	35
3	DA xây dựng hệ thống chuyển tải nước thô từ hồ Dầu Tiếng về HCM	60
4	DA xây dựng mới Cầu Sài Gòn 2 theo hình thức BOT	90
5	DA BOT Cầu đường Bình Triệu 2	85
6	DA xây dựng mới bến xe Miền Đông và bến Miền Tây (HCM), hoàn vốn bằng khai thác quỹ đất của các bến xe hiện hữu	150
Tổng cộng		470

CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về thị trường trong ngày.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank

198 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024

Fax: 84 - 4 - 39 360 262

<http://www.vcbs.com.vn>